



CARTA TRIMESTRAL
4T 2021

RESUMEN EJECUTIVO

A medida que pasamos la página hacia un nuevo año, hay muchas decisiones que los inversores deberán tomar. Todos queremos tomar las decisiones correctas, pero quizás aún más importante es evitar tomar las equivocadas. Entonces, en esta publicación trimestral, me gustaría hablar sobre algunas decisiones equivocadas que los inversionistas y los inversores los comités se verán tentados a hacer en este momento. En cada caso, hay un error específico que estamos viendo que cometen los inversores actualmente y un tipo de error más generalizado que sirve como ejemplo de ese error. Yo diría que evitar estos errores específicos ahora ahorrará mucho dolor a los inversionistas y aprender a evitar esta clase de errores será muy útil a largo plazo.

INVERSIÓN ERRORES A EVITAR

La edición 2022

Ben entintador | Codirector de asignación de activos

Ninguno de nosotros, independientemente de nuestra habilidad y experiencia en inversiones, puede evitar el dolor causado por cometer errores. Si bien todos podemos aprender de nuestros errores, a menudo todavía estamos tentados a caer en la siguiente trampa, especialmente en momentos en que los mercados parecen destinados a escalar mucho más de lo que dicta la razón. Muchos de estos errores podrían evitarse ejerciendo la disciplina de simplemente hacer una pausa para considerar los peligros potenciales de su decisión de inversión. Con contribuciones de mi propia experiencia y las de mis colegas de OMG, presento un puñado de errores que el entorno de inversión actual parece invitar. Si bien claramente no es una lista exhaustiva, tal vez se reconozca en una y se detenga a considerar cómo podría evitar un paso en falso costoso.

Error 1: acumular crecimiento y EE. UU. y dejar de lado las acciones chinas y emergentes

Versión generalizada: montar a sus ganadores y perder la fe en sus perdedores

En 2021 vimos una continuación de patrones establecidos hace mucho tiempo, con el mercado de valores de EE. UU. superando con creces al resto del mundo y el crecimiento de gran capitalización superando nuevamente el valor de gran capitalización en el mundo desarrollado.¹ China está reprimiendo a sus gigantes tecnológicos, que habían proporcionado la competencia más fuerte de los EE. UU. por el entusiasmo de los inversionistas de crecimiento, hizo que muchos inversionistas sintieran que el gran crecimiento de los EE. UU. era tanto la versión de acciones de menor riesgo como la de mayor rendimiento. No es sorprendente que algunos estén reconsiderando explícitamente su compromiso con los mercados emergentes a la luz de los recientes cambios en la política china (lo que creemos que es un error) y más simplemente no logran reequilibrar sus carteras de los ganadores a los perdedores.

El sesgo que esto crea se ve agravado por el hecho de que la exposición al crecimiento de muchos gestores activos se ha incrementado gradualmente en los últimos años, ya que también persiguen la rentabilidad.²

Volver a equilibrar sus objetivos regionales anteriores debe ser el movimiento mínimo que se debe hacer. El peso creciente de EE. UU. en los índices globales en un momento en que su prima de valoración es la más alta en décadas, en realidad aboga por reducciones más activas en la exposición a EE. UU. que simplemente mantener su peso en línea con el de, por ejemplo, MSCI ACWI, que actualmente tiene pesos de 61%/26%/13% en EE. UU., EAFE y regiones emergentes, respectivamente.

Utilizando nuestras estimaciones de valor razonable, esas ponderaciones serían 49%/33%/18%, que es la mayor diferencia entre las versiones ponderadas por capitalización de mercado y ponderadas por fundamentos de este índice de referencia global desde el apogeo de la burbuja de Japón hace más de 30 años que.

Por supuesto, para muchos inversores, tener una sobreponderación en las acciones de EE. UU. parece no solo inofensivo, sino que en realidad reduce el riesgo, dado que EE. UU. se ha comportado mejor en la mayoría de las recesiones en los últimos 15 años. Es natural sentir que cualquier mercado al que le haya ido bien recientemente es menos riesgoso y aquellos que lo han hecho mal son más riesgosos, pero este no es el caso, como podemos ver en el Anexo 1.

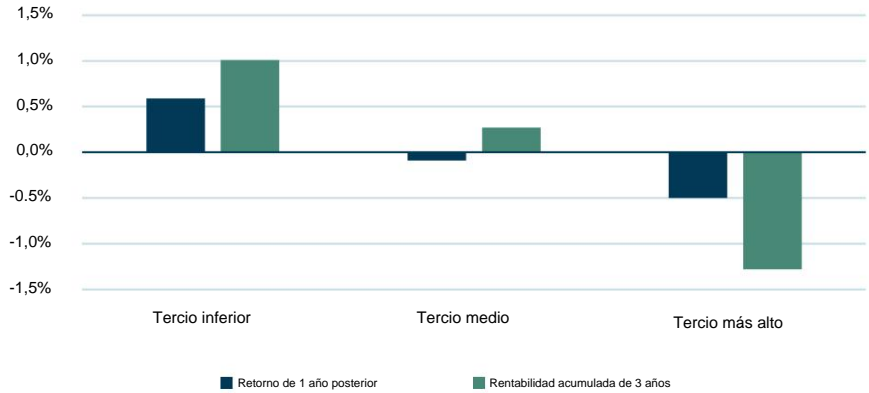
1

Sin embargo, las cosas fueron notablemente diferentes en las empresas de pequeña capitalización y emergentes. En MSCI EAFE, el pequeño valor superó al pequeño crecimiento en un 3,3%; en el MSCI Emerging, el valor superó al crecimiento en un 12,4%; y en los EE. UU., el Russell 2500 Value superó al Russell 2500 Growth por un sorprendente 22,7%, aunque una parte de eso fue impulsada por fuertes rendimientos en un puñado de acciones meme que dejaron de ser "valor" mucho antes de salir de los índices de valor.

2

Incluso las carteras pasivas tienen efectivamente más crecimiento y más US que antes. El peso creciente de EE. UU. en los índices de referencia de renta variable mundial es evidente. El sesgo de crecimiento es un tema más sutil, dado que los índices de valor y crecimiento se basan en mitades del mercado, y por esa razón, el crecimiento se reequilibra hasta el 50% del total cada vez que se reequilibra el índice. Pero dado el rendimiento superior de las acciones de crecimiento en los últimos años, eso solo significa que algunas acciones de crecimiento anteriores se empujan a la mitad del valor a pesar de conservar su sabor básico "creciente".

ANEXO 1: DESEMPEÑO DE 3 AÑOS DE LOS PAÍSES CLASIFICADOS POR DESEMPEÑO TRAILING



Los datos son de 1970 a 2021 | Fuente: OGM, MSCI

Los datos se encuentran en EE. UU., Reino Unido, Alemania, Francia, Australia, Japón, Hong Kong y Canadá.



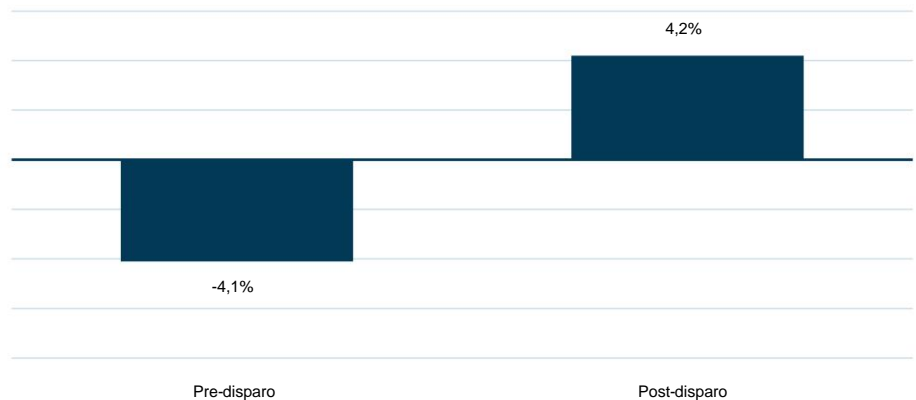
Ya sea que estemos analizando el desempeño de 1 o 3 años, los países que antes estaban rezagados terminan siendo los ganadores, y los que antes tenían un desempeño alto tienen un desempeño inferior. Estados Unidos puede sentirse como la apuesta más segura dado su sólido desempeño, pero la historia sugiere lo contrario.

Ya sea que estemos analizando el rendimiento de 1 o 3 años, los países que antes estaban rezagados terminan siendo los ganadores, y los que antes tenían un alto rendimiento tienen un rendimiento inferior. Estados Unidos puede sentirse como la apuesta más segura dado su sólido desempeño, pero la historia sugiere lo contrario.

La tendencia de montar a los ganadores y eliminar a los perdedores también es tentadora dentro de su lista de gerentes activos. Es completamente natural sentir más confianza en los gerentes que acaban de tener unos años excelentes y albergar dudas sobre los que se quedaron atrás. En números redondos, nadie despidió a un gerente después de un buen desempeño, mientras que los gerentes rezagados viven con razón con el miedo al despido. Discuti el impacto de esto en las carteras de los inversionistas hace algunos años,3 aquí ilustrado en el Anexo 2, que muestra el desempeño de los gerentes que fueron despedidos por los inversionistas institucionales en los tres años anteriores y posteriores al despido.

ANEXO 2: PREPÁRESE PARA PERÍODOS DE BAJO RENDIMIENTO

Exceso de rendimiento acumulativo de 3 años



Fuente: Amit Goyal y Sunil Wahal, "The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors", agosto de 2008

Los datos reflejan el exceso de rendimiento acumulativo para los administradores de inversiones rescindidos por razones basadas en el rendimiento.



...el valor está en el quinto percentil relativo a la historia. Si fuera a su valoración media histórica frente al crecimiento, eso implicaría un crecimiento superior en aproximadamente un 68%.

Desentrañar la diferencia entre habilidad, suerte y estilo para los gerentes activos es mucho más un arte que una ciencia, pero el instinto de deshacerse de los gerentes que han decepcionado recientemente a menudo ha resultado doloroso.

Y el impulsor más obvio de las diferencias de estilo para los gerentes en los últimos años ha sido la cuestión de si se inclinan más hacia el valor o el crecimiento. No quiero dedicar demasiado tiempo a esto dado que cada segundo artículo que he escrito en los últimos años ha sido sobre cuán atractivo es el valor posicionado, pero vale la pena repetir que el valor sigue siendo muy barato en relación con el crecimiento. El Anexo 3 muestra la valoración del valor frente al crecimiento en EE. UU. a finales de 2021; el valor está en el quinto percentil relativo a la historia. Si fuera a su valoración media histórica frente al crecimiento, eso supondría superar el crecimiento en aproximadamente un 68%.⁴

ANEXO 3: VALORACIÓN DEL CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS VS. VALOR ESTADOUNIDENSE



Al 31/12/2021 | Fuente: OGM

La medida de valoración compuesta se compone de precio/ventas, precio/beneficio bruto, precio/valor contable y precio/valor económico. Los grupos de valor y crecimiento se dividen en 12 meses.

Sin embargo, las cosas generalmente solo se vuelven muy baratas en virtud del bajo rendimiento. Y si bien los gerentes de valor tuvieron un año algo mejor en 2021 que en mucho tiempo, su desempeño final tiende a palidecer en comparación con los gerentes orientados al crecimiento. Eso no solo significa que esos gerentes de crecimiento tomarán una porción más grande de su cartera si no ha reequilibrado, sino que también es un instinto muy natural para su confianza en la habilidad de sus gerentes para seguir su desempeño relativo, por lo que puede estar tentado a despedir directamente a algunos gestores orientados al valor, aumentando así un sesgo de crecimiento en su cartera. Eso parece un error aún más peligroso de lo que normalmente sería tal movimiento.

Error 2: acumular capital privado y capital de riesgo

Versión generalizada: tratando de copiar las carteras de instituciones recientemente exitosas

Por supuesto que tiene sentido tratar de aprender de los inversionistas exitosos, y varias fundaciones han reportado retornos sorprendentes de sus inversiones de capital privado durante el año pasado. Pero acumular los activos que generaron más "dinero inteligente" presenta dos tipos de problemas. En primer lugar, las instituciones a las que les fue mejor después del hecho son generalmente aquellas que tenían las mayores asignaciones a los mercados a los que les fue mejor. Como vimos al analizar el Error 1, es más probable que inclinarse hacia esos mercados históricamente de alto rendimiento sea un error. Pero más allá de ese problema hay uno más profundo. Una cosa es ver que el MIT ganó el 55 % en el año fiscal 2021 y tenía el 43 % de su dotación en capital privado.⁵

4

Mientras reviso esto a mediados de febrero, el valor ha tenido un comienzo de año bastante bueno, superando el crecimiento en los EE. UU. en un 8-10% dependiendo de los índices utilizados. Si bien la velocidad del movimiento ha sido impactante para algunos, la idea de que tal movimiento es exagerado me parece una tontería. Después de todo, el 10 % es muchísimo menos que el 68 %, y las valoraciones de las acciones de valor siguen siendo muy baratas en comparación con la historia, aunque un poco menos baratas que hace unas semanas.

5

<https://www.ai-cio.com/news/mit-brown-endowments-report-over-50-returns-for-2021/>

Otra es tener los recursos y el acceso para poder construir una cartera equivalente a la del MIT. Particularmente en el caso del capital privado, muchos inversionistas se enfocan en poner dinero a trabajar para capturar una supuesta "prima de falta de liquidez", mientras que los jugadores más experimentados entienden que es probable que solo los mejores gerentes generen fuertes retornos y que en realidad no hay algo como la exposición genérica al "capital privado" en primer lugar.⁶

Más allá de eso, las asignaciones a activos ilíquidos requieren cambios en la forma en que administra el resto de su cartera. Una asignación que puede parecer perfectamente manejable cuando los mercados están volando puede convertirse en una piedra de molino alrededor de su cuello si los mercados vuelven a la Tierra mientras continúan llegando las demandas de capital requeridas.

El capital privado puede considerarse razonablemente como una versión apalancada de la gestión activa de capital. Podría decirse que esto es menos cierto en el capital de riesgo, donde las empresas involucradas son demasiado inmaduras para cotizar en el mercado de valores. Pero para el capital privado "tipo LBO", que es donde se despliegan las mayores cantidades de capital, *los puntos de entrada y salida para la mayoría de las inversiones son los mercados de capital público*. Esto no significa que los administradores de capital privado no puedan generar rendimientos superiores, pero sí significa que no lo están haciendo ganando la llamada "prima de falta de liquidez", ya que la *falta de liquidez es autoimpuesta*. Los administradores superiores de capital privado no ganan una prima por falta de liquidez, sino que generan alfa a través de la explotación de las ineficiencias en los mercados financieros públicos.⁷ Para los mejores administradores, ese alfa puede más que cubrir sus altas tarifas, así como los costos sustanciales involucrados en este tipo de invertir, pero las tarifas y los costos no disminuyen significativamente a medida que uno pasa de los gerentes del cuartil superior a los gerentes del cuartil inferior. Confían en que tienen las habilidades para encontrar mejores gerentes y que esos gerentes superiores, que no tienen problemas para reunir capital y en gran medida pueden elegir sus LP, están interesados en tenerlos como clientes. MIT tiene un equipo de inversión experimentado con habilidades comprobadas de selección de gerentes y una reputación que los convierte en un LP codiciado. Para los inversores que no pueden decir ambas cosas, sus carteras estarían bien servidas al reflejar esa diferencia.

Error 3: Asumir que los activos que lograron pasar por el Bienes pandémicos conllevan un riesgo fundamental bajo

Versión generalizada: fe excesiva en los resultados de la última guerra

Si bien me gusta pensar que la gente tiene suficiente comprensión de la naturaleza única del evento Covid para no asumir que es la plantilla para futuras caídas del mercado, todavía escucho a la gente hablar de que las acciones de crecimiento son inherentemente más protectoras en una recesión económica mientras apuntan a 2020 como evidencia de esto. Aunque ese argumento en particular parece difícil de tomar demasiado en serio, simpatizo mucho con los inversores que caen en esta trampa básica porque yo mismo he caído. Después de que nuestro proceso de asignación de activos basado en el valor lograra evitar pérdidas en la crisis de Internet y amortiguar sustancialmente las pérdidas en la crisis financiera mundial⁹, caí en la trampa de creer que los activos más baratos demostrarían ser menos riesgosos en las recesiones del mercado. Ciertamente, este no fue el caso en la pandemia, donde los activos más baratos no solo cayeron más en el camino a la baja, sino que también aumentaron menos rápido en la recuperación. Pero el problema básico es más amplio que lo que sucedió en una recesión particular del mercado. No existe una definición única de "riesgo" en la que uno pueda confiar para decirle cómo le irá a un activo en un mercado bajista. Un activo puede ser razonablemente resistente a las pérdidas provocadas por la debilidad económica, pero muy vulnerable a las pérdidas por un shock de liquidez. Mi equipo tiende a analizar el riesgo en tres ejes básicos: riesgo de depresión, riesgo de inflación y riesgo de liquidez, y no hay activos a prueba contra todos ellos. Pero no es simplemente el hecho de que los mercados bajistas puedan ser impulsados por diferentes causas económicas subyacentes lo que crea problemas para creer que su cartera está a prueba de ellos. Las características de un activo en particular también cambiarán dependiendo de factores como su precio actual. como un

6

En la mayoría de las clases de activos, los inversores ahora pueden obtener una exposición barata a través de fondos indexados de un tipo u otro. Eso es obviamente imposible en los casos de capital privado o capital de riesgo, donde toda inversión es gestión activa. Los intentos de obtener una exposición amplia a través de un fondo de fondos son en realidad más costosos que invertir fondo por fondo, lo que hace que dichos fondos se acerquen más a lo opuesto a un fondo indexado, en lugar del equivalente a uno. Incluso si un inversionista estuviera decidido a invertir en todo el universo de gerentes, muchos gerentes en el espacio tienen más demanda que capacidad y rechazan la mayoría de los posibles LP, y los costos administrativos y contables de tener una gran cantidad de inversiones en LP realmente se suman.

7

En su mayoría, estos tendrán que estar en los mercados de valores, dado que un gran impulsor de los rendimientos será haber adquirido empresas por menos de su valor real o venderlas por más de su valor real. También es posible que falte la supervisión de las empresas públicas, y los administradores de capital privado pueden garantizar que las empresas simplemente se administren mejor. Además, los administradores de capital privado también pueden explotar las ineficiencias en los mercados de deuda, donde los prestamistas pueden no exigir primas suficientes para asumir el riesgo crediticio o pueden no estar dispuestos a ejercer su capacidad para tomar el control de las empresas en problemas. No estoy argumentando que ninguna de estas ineficiencias sea inverosímil, solo que ninguna de ellas representa una prima de falta de liquidez real. Y, ciertamente, ninguno de ellos se verá beneficiado si se invierten sumas de dinero cada vez mayores para tratar de explotarlos.

8

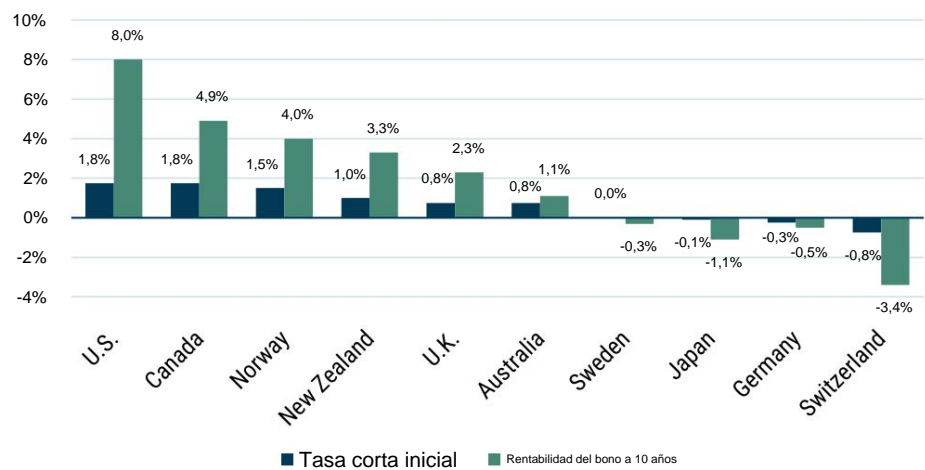
Una de las características interesantes de los mercados privados es que, sorprendentemente, hay poco acuerdo sobre cuáles han sido los rendimientos reales de la "clase de activos". Esta confusión se complica aún más por el hecho de que las TIR cotizadas por los administradores y los inversores no son equivalentes a los rendimientos compuestos para las clases de activos tradicionales donde los inversores pueden controlar sus entradas y salidas de efectivo. Pero, en términos generales, la mediana de los rendimientos de los administradores privados no ha sido particularmente especial en los últimos 10 a 20 años en relación con los equivalentes del mercado público, y cualquier cosa por debajo de la mediana ha sido bastante poco impresionante.

9

Nuestra estrategia de asignación de activos globales aumentó en 2000, 2001 y 2002 en un 7,4 %, 3,7 % y 0,9 %, respectivamente, a pesar de que la cartera tradicional 65/35 MSCI ACWI/Bloomberg US Aggregate perdió -5,5 %, -7,8 % y -9,4%, respectivamente, en esos tres años. En la crisis financiera mundial, la estrategia perdió un 27 % frente a una caída del 35 % del índice de referencia 65/35.

Por ejemplo, los bonos del Tesoro de EE. UU. fueron maravillosamente protectores en el mercado bajista de Covid de febrero a marzo de 2020. Eso no es un shock particular dado que los bonos gubernamentales de alta calidad generalmente brindan ganancias inesperadas en fuertes recesiones. Pero lo que también es notable es que otros bonos gubernamentales de alta calidad que habían sido fuertemente protectores en mercados bajistas de acciones anteriores no fueron tan útiles. El Anexo 4 muestra el rendimiento de varios bonos gubernamentales del G10 en el mercado bajista de Covid frente a las tasas cortas iniciales en cada mercado.

ANEXO 4: RENTABILIDAD Y INICIO DEL BONO DE CRISIS DE COVID TARIFAS CORTAS



Los bonos del Tesoro de EE.

UU. fueron, de lejos, los que mejor se comportaron en el período, pero lo que me parece particularmente sorprendente es que el rendimiento promedio de los bonos en los mercados donde la tasa a corto plazo entró en el período cero o menos fue en realidad negativo.

Fuente: DataStream, OGM

Las tasas cortas son los niveles al 31/01/2020 y los rendimientos de los bonos son los rendimientos del 19/02/2020 al 23/03/2020.

Los bonos del Tesoro de EE. UU. fueron, de lejos, los que mejor se comportaron en el período, pero lo que me parece particularmente sorprendente es que el rendimiento promedio de los bonos en los mercados donde la tasa a corto plazo entró en el período cero o menos fue en realidad negativo. Históricamente, los bonos del gobierno han tenido un buen desempeño en tiempos económicos difíciles, pero un impulsor crucial de esos resultados ha sido el hecho de que los bancos centrales pudieron reducir las tasas de interés ante la crisis.

la recesión Cuando el nivel inicial de las tasas de interés lo hizo imposible (o al menos desaconsejable) en gran parte de Europa y Japón, la actitud defensiva previamente confiable de esos bonos del gobierno desapareció.

Hay otro argumento que escucho hoy que comete un tipo de error similar, aunque suena un poco diferente. Este no se trata tanto del rendimiento de un activo o estrategia en particular como de un punto sobre el "riesgo" real de los activos de riesgo. Esta premisa argumenta que debido a que los bancos centrales acudirán al rescate cada vez que los mercados financieros se tambalean, los activos de riesgo en realidad no son tan riesgosos. Por muy agudo que sea el mercado bajista, la probabilidad de pérdidas duraderas es mucho menor de lo que sugiere la historia, y los inversores a largo plazo pueden permitirse invertir más o menos por completo en acciones y otros activos de riesgo similar. Conceptualmente, este es exactamente el tipo de pensamiento sobre el que advirtió Hyman Minsky: si se cree en este argumento, se fomentará una acumulación de riesgo que garantizará que el argumento finalmente fracase, probablemente de manera espectacular. Pero más específicamente, en realidad no sería necesario que todos se cambiaran al 100% de acciones para que esto resultara desastroso.



...después de otro año de fuertes rendimientos de las carteras tradicionales, los inversores realmente necesitan analizar sus suposiciones a largo plazo con miras a reducirlas.

pensando. Todo lo que se necesita es una situación en la que los bancos centrales tengan problemas más apremiantes de los que preocuparse que lo que sucede en el mercado de valores. Obviamente, en una situación en la que la inflación es obstinadamente alta, es posible que los bancos centrales no puedan aliviar las condiciones incluso si los mercados financieros caen. Pero incluso en ausencia de un problema de inflación, los banqueros centrales solo pueden permitirse cabalgar al rescate de los mercados financieros cuando las condiciones en la economía real son al menos tan débiles como lo son en la economía financiera. En la larga racha alcista de los últimos 40 años, ese ha sido casi siempre el caso. En una situación en la que la economía real está en buena forma a pesar de que los mercados financieros tienen problemas, es posible que el banco central tenga que dejar que los mercados financieros actúen por su cuenta y las pérdidas podrían tardar mucho en revertirse.¹⁰

Error 4: usar un rendimiento esperado alto poco realista para su cartera

Versión generalizada: no comprender las implicaciones de las fuentes históricas de rendimiento de activos

Esta es una advertencia que he estado dando durante años, y es una de esas situaciones en las que el hecho de que me haya equivocado en el corto plazo hace que sea más probable que esté en lo correcto en el largo plazo, incluso si mi capacidad de convencer casi seguro que la gente se ha deteriorado.

Pero después de otro año de fuertes rendimientos de las carteras tradicionales, los inversores realmente necesitan analizar sus suposiciones a largo plazo con miras a reducirlas. En realidad, si 2021 fue un año mejor o peor que el promedio depende de cómo lo midas. Una cartera 60/40 MSCI ACWI/Bloomberg Aggregate obtuvo un rendimiento de alrededor del 10,2%. Eso está muy por encima del promedio del 7,5% durante los últimos 20 años, pero fue solo del 3,2% después de la inflación, y eso es más bajo que el promedio a más largo plazo. Pero 2019 y 2020 también fueron muy sólidos para la cartera tradicional y el rendimiento anualizado de tres años para 60/40 ha sido del 14,3% anualizado, o cerca del 11% real. Estos rendimientos sólidos hacen que sea tentador suponer que los rendimientos futuros de la cartera deben ser más altos que los supuestos anteriores.

Pero el principal impulsor de esos sólidos rendimientos ha sido el aumento de las valoraciones. En el P/E previsto, ACWI es aproximadamente un 45 % más caro que a fines de 2018,¹¹ y el rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años es un 43 % más bajo. No hace falta creer en la reversión a la media para entender que esas valoraciones más altas implican rendimientos a largo plazo más bajos. Si bien puede ser tentador querer ignorar las advertencias de cualquiera que haya estado discutiendo en esta dirección durante un tiempo (es decir, yo), el hecho de que las valoraciones hayan seguido aumentando y, por lo tanto, los rendimientos hayan seguido siendo sólidos no cambia el hecho de que en igualdad de condiciones, el aumento de las valoraciones implica necesariamente una caída de los rendimientos futuros esperados.

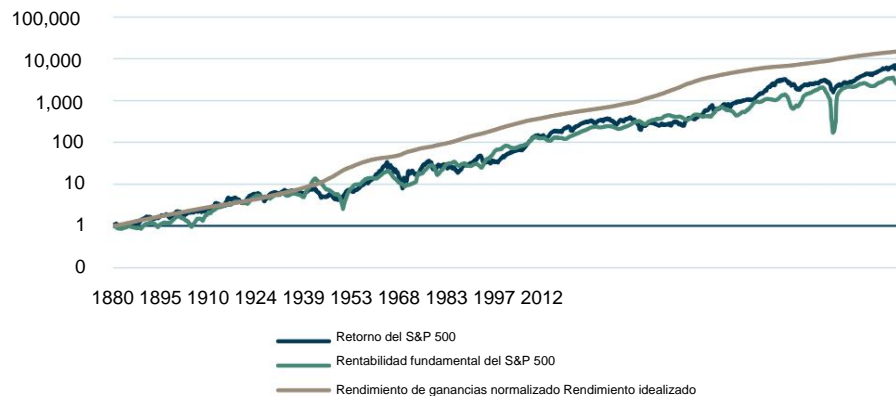
La matemática de los bonos es lo suficientemente simple como para que pocos crean que los rendimientos serán similares a los niveles históricos a partir de aquí, pero parece haber muchas ideas fantásticas con respecto a activos más complejos como las acciones. Pero la historia es clara. No hay razón para creer que el rendimiento a largo plazo de las acciones será superior al rendimiento de las ganancias normalizadas de las acciones. El Anexo 5 muestra esto en el caso del S&P 500.

10

Para cualquiera que tenga dificultades para imaginar cómo la economía real podría funcionar mejor que los mercados financieros, considere una situación en la que los balances de los hogares son sólidos y las empresas se esfuerzan por encontrar trabajadores, pero el aumento de los salarios está comenzando a afectar la inflación o las ganancias corporativas. márgenes, es decir, el mundo en 2022.

11

En general, odio usar el P/E pronosticado para medir los mercados bursátiles. Los pronósticos de ganancias son notoriamente inexactos y generalmente sesgados al alza. Pero si hubiera usado P/E finales, algunos lectores se habrían quejado de las distorsiones de Covid y si hubiera usado ganancias ajustadas cíclicamente, varios lectores habrían hecho una variedad de quejas diferentes, probablemente contradictorias, sobre por qué hacerlo estaba mal. En este caso, las tres métricas condujeron a resultados muy similares, así que elegí la que parecía menos probable que ofendiera la sensibilidad de los lectores.

ANEXO 5: RENTABILIDAD FUNDAMENTAL DEL S&P 500 CONTRA
PROXY DE RENDIMIENTO DE GANANCIAS

Al 31/12/2021 | Fuente: Robert Shiller, OGM

La línea gris en el gráfico muestra el rendimiento que los inversores habrían obtenido si el rendimiento real del S&P 500 cada año hubiera sido su rendimiento de ganancias Shiller. La línea azul muestra el rendimiento real del S&P 500 y la línea verde muestra el "rendimiento fundamental" del S&P 500: el rendimiento que proviene de los dividendos y el crecimiento real de las ganancias. Ni la línea verde ni la azul han seguido el ritmo de la gris, y esto es cierto en casi todos los índices bursátiles para los que tenemos datos decentes. Por lo tanto, tomar el rendimiento de las ganancias normalizadas como límite superior para los rendimientos sostenibles de las acciones es probablemente la suposición más justa.¹²

Los inversores en el S&P 500 se han beneficiado históricamente del aumento de las valoraciones: el mercado de valores cotiza a un P/E mucho más alto hoy que hace un siglo, o incluso hace una década. Pero incluso suponiendo que los P/E de hoy sean sostenibles, *las valoraciones crecientes no pueden ser una fuente sostenible de rendimientos*. La fuente sostenible de rendimientos es el crecimiento de los ingresos y las ganancias que reciben los inversores, y esas fuentes generarán menos cuando los precios son altos en relación con las ganancias. Ese es un hecho particularmente aleccionador para darse cuenta hoy, ya que los rendimientos de ganancias normalizados están cerca de sus mínimos: 2,5% para el S&P, alrededor del 4% para los mercados desarrollados internacionales y un 5,8% más alentador para los mercados emergentes. Dadas las ponderaciones regionales actuales en los índices bursátiles mundiales, eso genera un inquietante promedio ponderado del 3,3 %. Si consideramos generosamente que el rendimiento real esperado equivalente es del 0 % real para los bonos,¹³ la expectativa para una cartera 60/40 resulta ser un desalentador 2 %, que solo aumenta al 2,5 % para una cartera más agresiva de 75/25 acciones/bonos. separar. Incluso si quisiera asumir que las ganancias récord actuales en la mayor parte del mundo son "normales" y que los rendimientos de las ganancias son correspondientemente más altos que las versiones normalizadas, esos rendimientos reales sostenibles solo aumentarían al 2,6 % para 60/40 y al 3,2 % para 75/25 divididos. Todo eso está muy lejos del supuesto de rendimiento real del 5% que la mayoría de los inversores utilizan como regla general y con el que cuentan en sus decisiones de inversión y gasto. Creemos que esta pésima situación se puede mejorar sesgando su libro de renta variable fuera de los EE. UU. y su libro de no renta variable hacia alternativas líquidas en lugar de bonos a largo plazo, pero hacer una gran diferencia en los rendimientos esperados requiere la voluntad de verse muy diferente a la cartera tradicional, y eso es muy difícil para la mayoría de los inversores. Lograr un 5% real o incluso cerca de eso en los próximos 10 a 20 años requerirá una gran dosis de alfa o un mercado bajista severo en el futuro cercano que permita valoraciones promedio mucho más bajas para acciones y bonos a largo plazo. .14



...incluso suponiendo que los P/E de hoy sean sostenibles, el aumento de las valoraciones no puede ser una fuente sostenible de devoluciones.

12

Para este propósito, el tradicional "Shiller P/E" debería ser suficiente para calcular un rendimiento de ganancias normalizado. Si bien la crítica de que se ve afectada por el cambio de las políticas de pago es justa, cambiar a un "retorno total Shiller P/E" en realidad reduce los rendimientos de las ganancias, que luego deben ajustarse hacia arriba para llegar a una cifra equivalente a la versión tradicional. Las diferencias son, en cualquier caso, bastante pequeñas en términos de rendimiento de ganancias, y en la mayoría de los mercados, incluido el S&P 500, los rendimientos sostenibles han sido significativamente más bajos que el rendimiento de ganancias de Shiller, lo que permite cierto margen de maniobra antes de que sea necesario tomar medidas. cualquier ajuste al alza.

13

Dado que los rendimientos reales de los bonos del gobierno son universalmente sustancialmente negativos a fines de 2021, el 0% real es una suposición casi maníacamente optimista.

14

Puede parecer contradictorio decir que un mercado bajista mejorará los rendimientos esperados durante un período que incluye el mercado bajista, pero durante períodos más largos, el efecto compuesto superior de las valoraciones más bajas supera las pérdidas que lo llevaron a esas valoraciones más bajas. Eso solo funciona si el mercado bajista llega rápidamente para que la valoración media durante el período pueda ser lo más baja posible a pesar de la alta valoración inicial.

**ben entintador**

El Sr. Inker es codirector de Asignación de activos de OMG equipo y miembro de la Junta de OMG de

Directores. Se unió a GMO en

1992 luego de completar su licenciatura en Economía de la Universidad de Yale. En sus años en GMO, el Sr. Inker se desempeñó como analista de los equipos de Asignación de activos y acciones cuantitativas, como administrador de cartera de varias carteras de asignación de activos y acciones, como codirector de Renta variable cuantitativa internacional y como CIO de Desarrollo cuantitativo. Acciones. Él es un titular de la CFA.

Conclusión

Esta no es de ninguna manera una lista exhaustiva de los errores que los inversores estarán tentados a cometer este año. Cuando envié una solicitud a los colegas de GMO para que me sugirieran errores que vieron que los inversores cometían o contemplaban, recibí una lista demasiado larga para hacer justicia en una sola carta.

Algunos de ellos se inspiraron en movimientos que los OGM habían visto hacer recientemente a los inversores, pero algunos parecían estar inspirados en errores que ellos mismos habían cometido a lo largo de los años.

Ninguno de nosotros es inmune a cometer errores de inversión, y la inversión parece ser un área donde hay lecciones que generalmente no se pueden enseñar, solo se aprenden dolorosamente por uno mismo. No imagino que este artículo cambiará esa verdad básica, pero a medida que se encuentra tomando decisiones sobre su cartera para posicionarse para 2022 y más allá, al menos dedique un momento a preguntarse si está cayendo en una de estas clases de inversión. errores. No importa qué tan rápido se muevan los mercados, es poco probable que tomarse un poco de tiempo antes de tomar una decisión para tratar de asegurarse de que esté bien razonada sea un error.

Descargo de responsabilidad

Las opiniones expresadas son las opiniones de Ben Inker hasta el período que finaliza en febrero de 2022 y están sujetas a cambios en cualquier momento según el mercado y otras condiciones. esto no es un oferta o solicitud para la compra o venta de cualquier valor y no debe interpretarse como tal. Las referencias a valores y emisores específicos son solo para fines ilustrativos y no pretenden ser, y no deben interpretarse como, recomendaciones para comprar o vender dichos valores.

Copyright © 2022 por GMO LLC.

Todos los derechos reservados.



enero 2022

Estimados compañeros inversores,

El Fondo¹ rindió aproximadamente -9 % neto en el cuarto trimestre, lo que llevó el rendimiento neto de todo el año a aproximadamente 3 %.

Los rendimientos individuales variarán según la clase y la fecha de la inversión, así que consulte sus estados de cuenta. Nuestro desempeño en 2021 se diferenció del de los índices más grandes en parte porque no poseíamos acciones en el S&P 500. La orientación de Greenhaven hacia empresas más pequeñas nos ha beneficiado algunas veces (2020) y fue un obstáculo en otras (2021). Nuestra Asociación no es la única que se aparta de los índices más grandes; por ejemplo, Warren Buffett capitalizó al 22 % entre 1968 y 2012, pero tuvo un rendimiento inferior al del S&P 500 en uno de cada tres años durante ese periodo.

El cuarto trimestre, particularmente en noviembre y diciembre, fue un período en el que el crecimiento se convirtió en una palabra de cuatro letras. La lógica es que la inflación está aquí y las tasas de interés están subiendo, por lo tanto, los múltiplos que los inversores deberían pagar por las empresas de alto crecimiento están bajando. Cuando los múltiplos bajan, el precio de las acciones y los rendimientos de las inversiones siguen su ejemplo. Dicho esto, los múltiplos a menudo se ajustan mucho más rápida y violentamente que los fundamentos subyacentes de una empresa.

No éramos propietarios de las empresas "más caras" de mayor crecimiento/múltiples empresas, como el desarrollador de bases de datos Snowflake (SNOW), que cotizaba a más de 100 veces los ingresos (sin ganancias) antes del reciente retroceso. Sin embargo, nuestra cartera tenía un sesgo hacia empresas con largos caminos de crecimiento que no requerirán efectivo adicional para alcanzar su potencial. Este fue un "factor negativo" en el cuarto trimestre.

¿Por qué poseer cualquier crecimiento en absoluto? Todo se reduce a las matemáticas. Si una empresa puede sostener un crecimiento del 30 % durante un período de cinco años con un múltiplo constante, casi triplicamos nuestro dinero. Si el múltiplo se expande... mejor aún. Pero incluso si el múltiplo se redujera a la mitad el primer día, la inversión aún generaría un rendimiento del 85 % durante esos cinco años. En otro ejemplo, si una empresa puede sostener un crecimiento del 20 % durante un período de cinco años, ganamos casi el 150 %. Si el múltiplo se redujera en un 25 %, seguiríamos ganando alrededor del 85% para el periodo. Por el contrario, en una empresa que no crece o se reduce para un rendimiento de dividendos anual del 3%, una contracción múltiple del 25% nos haría perder dinero durante el mismo período de cinco años. Si podemos encontrar la combinación correcta de precio razonable y la capacidad de sostener el crecimiento, podemos hacerlo bastante bien **con el tiempo**, incluso con compresión múltiple.

La parte "**con el tiempo**" de la última oración es importante. Durante los últimos cuatro años, mi bolsa de trabajo ha tenido una copia encuadernada de las cartas de inversionistas de Nomad, una sociedad de inversión simultáneamente histórica y discreta dirigida por Nick Sleep y Qais Zakaria entre 2001 y 2013. Estas cartas me fueron regaladas en un manto de secreto. Debía decirle a nadie que los tenía y mostrarle a nadie su contenido, solo estudiarlos. Hace aproximadamente un año, las cartas fueron publicadas en línea por la fundación benéfica de Nick Sleep ([enlace](#)), así fui liberado de mi voto de silencio. Nunca ~~con~~ocí a Nick Sleep, pero por lo que puedo decir, manejó su asociación de la manera correcta, atrayendo socios limitados alineados filosóficamente y generando retornos ajustados al riesgo muy atractivos. De vez en cuando sueño despierto que invertir sería tan fácil si hubiera tenido esas letras en tiempo real. Con el beneficio de la retrospectiva 20/20, sabemos que los rendimientos son excelentes. Compre, retenga y toque la caja registradora. Habría sido tan fácil simplemente copiar a Nomad... ¿o lo habría sido?

Una de las mayores inversiones de Nomad fue Costco (COST), cuyo precio de las acciones ha subido más de 11 veces desde su tesis publicada en Value Investor Insight ([enlace](#)) en 2005. Si hubiera reinvertido sus \$50+ en dividendos en el camino,

¹ Greenhaven Road Capital Fund 1, LP, Greenhaven Road Capital Fund 1 Offshore, Ltd. y Greenhaven Road Capital Fund 2, LP se denominan en el presente como el "Fondo" o la "Asociación"



lo hubieras hecho aún mejor. Pero aquí está el problema: si compraste en la fecha de publicación, habrías perdido dinero. al final de los primeros cuatro años. No fue una línea recta hacia arriba. Los retornos llegaron en pedazos, **con el tiempo**.

Varias de nuestras empresas subyacentes tuvieron un 2021 muy sólido desde el punto de vista operativo, aunque esa fortaleza no se mostró en el precio de las acciones. Por ejemplo, PAR Technology (PAR), una de las 5 empresas principales tanto al inicio como al final del año, vio cómo sus ingresos recurrentes anualizados (ARR) por acción se *duplicaron* en 2021, mientras que el precio de las acciones disminuyó más del 15 %. Es poco probable que la ARR por acción se duplique nuevamente en 2022, pero hay una serie de razones para creer que es probable un crecimiento sostenido de más del 30% (más información a continuación). Si se produce el crecimiento, **con el tiempo**, PAR debería generar rendimientos muy atractivos. Si bien el precio de las acciones de PAR tuvo un 2021 difícil, el negocio subyacente se fortaleció mucho.

TOP 5 Participaciones

Se ha escrito extensamente sobre cuatro de las cinco posiciones principales en cartas anteriores, por lo que en esta carta destacaré por qué creo que su crecimiento puede persistir. Aunque me centraré en el crecimiento de los ingresos, estas son empresas para las que el crecimiento de los beneficios debería superar el crecimiento de los ingresos, ya que se benefician del apalancamiento operativo. Estos también son negocios con excelentes oportunidades de reinversión, por lo que es racional que la gerencia renuncie a las ganancias a corto plazo para reinvertir en el negocio.

Digital Turbine (APPS) : en 2021, la empresa de publicidad digital Digital Turbine completó 3 adquisiciones que les permiten controlar el proceso de publicidad móvil de principio a fin. La empresa disfruta de ventajas tecnológicas al estar preinstalado en los dispositivos, así como ventajas de datos propios de sus asociaciones con operadores. En su día de analista más reciente, Digital Turbine trazó un camino para cuadruplicar los ingresos y aumentar el EBITDA 10 veces en los próximos tres a cinco años. Dado el múltiplo inicial de hoy de menos de 8X las ganancias brutas esperadas de este año, cualquier cosa que se aproxime a lograr su "plan" debería generar rendimientos muy atractivos **con el tiempo**.

Las razones para el optimismo incluyen el hecho de que su software está actualmente instalado en menos del 20% de los teléfonos móviles, lo que proporciona una oportunidad de crecimiento notable para la tecnología existente sin gasto de capital adicional. La empresa también tiene oportunidades de aumentar la cantidad de operadores y fabricantes de teléfonos con los que trabaja, así como la cantidad de servicios que compra cada operador.

Digital Turbine también tiene una gran oportunidad con su tecnología SingleTap, que mejora drásticamente la probabilidad de que se instale una aplicación cuando un usuario hace clic en su anuncio habilitado para SingleTap. SingleTap ha crecido hasta convertirse en un negocio de más de \$100 millones con solo 15 clientes. En su día de analista, el Director de Ingresos de Digital Turbine trazó el camino para "...realmente acelerar esto en un negocio de más de \$ 1 mil millones en los próximos años". En sus palabras, "[l]a forma en que vemos esto es un crecimiento relativamente moderado de 15 anunciantes a 150, lo que, por cierto, representa solo un subconjunto de nuestros clientes anunciantes totales hoy en Digital Turbine". Los ingresos actuales de la tasa de ejecución para toda la empresa son de 1.200 millones de dólares al año, por lo que aumentar SingleTap a 1.000 millones de dólares en ingresos casi duplicaría los ingresos generales de la empresa. Esta duplicación solo requiere bloquear y abordar un producto existente con una propuesta de valor muy alto para un subconjunto de clientes; no requiere un invento lunar. La tecnología SingleTap también podría licenciarse para otras plataformas como Snap y Meta (Facebook). En una conferencia de inversores en diciembre, la gerencia trató de resaltar su anuncio de que Facebook estaba probando SingleTap en vivo, lo que podría ser un gran problema ya que Facebook es el segundo mayor distribuidor de aplicaciones de Android (la prioridad de Digital Turbine).

El mercado bostezó y las acciones terminaron a la baja.

El mercado también se mostró indiferente al anuncio positivo de dos nuevas asociaciones con los fabricantes de hardware asiáticos OPPO y Vivo. Si bien estos nombres no son familiares para la mayoría de los inversionistas occidentales, representan el 20% del mercado mundial.



mercado de teléfonos inteligentes ([enlace](#) – nota: deberá crear una cuenta gratuita de Statista para ver la tabla). En su mayoría, están enfocados en China, por lo que la monetización será menor, pero es otro paso adelante en términos de aumentar la huella del software en los teléfonos.

Digital Turbine tiene un historial de ingresos y ganancias de crecimiento agresivo y tiene vientos de cola seculares, ventajas técnicas y ventajas de datos. Las acciones se negocian actualmente por menos de 8 veces la ganancia bruta de este año. Sí, la inflación puede levantar cabeza, las tasas de interés pueden subir y los múltiplos pueden comprimirse, pero así como sale el sol todos los días, la gente quiere sus teléfonos celulares y los anunciantes quieren llegar a ellos. Creo que la cantidad de dispositivos en los que se instalará el software Digital Turbine será mayor, el precio por instalación de la aplicación será mayor, los ingresos serán mayores, las ganancias serán mayores y, en última instancia, el precio de las acciones será mayor. **Con el tiempo**, espero que los múltiples acabados de compresión y la salud de la empresa se vean recompensados.

Tecnología PAR (PAR) – En cartas anteriores, he escrito sobre la importancia de las personas en PAR, y esta inversión siendo una "apuesta jockey". Afortunadamente, se está convirtiendo en una apuesta de jinetes ya que el CEO Savneet Singh ha seguido atrayendo talento, incluido un jefe de fusiones y adquisiciones de 3G, un CTO que solía ejecutar el software de marketing en la nube de Salesforce y el director general de Panera, Ron Shaich, quien ha realizado una inversión personal considerable en PAR. La combinación de talento y vientos de cola seculares preparó bien a la empresa para el éxito. Creo que la empresa debería ser capaz de aumentar sustancialmente los ingresos por software, incluso si no firman otra gran cadena (sospecho que firmarán varias). Existe un crecimiento integrado significativo que se realizará a partir de los ingresos contratados pero aún no activos para su división de lealtad (Punchh), venta cruzada y ubicaciones de franquicias penetrantes que aún no han adoptado el sistema POS de Brink.

PAR tiene importantes oportunidades de venta cruzada. Al igual que con Digital Turbine, existe un camino muy largo para el crecimiento que no requiere adquisiciones ni gastos de capital significativos. La empresa tiene tres productos principales para restaurantes empresariales: un sistema POS, un sistema de administración de back-office y un sistema de fidelización, que deberían funcionar mejor cuando se usan en combinación en lugar de individualmente. El sistema Brink POS se vende por aproximadamente \$ 2,000 por año, back office por \$ 1,500 por año y lealtad por \$ 1,000 por año. Debido a que estas divisiones se unieron a través de adquisiciones, hay superposición limitada en sus bases de clientes hasta el momento. A medida que los productos existentes se vendan a clientes existentes adicionales, se producirá un crecimiento. La compañía está en proceso de lanzar un cuarto producto, pagos, que agregará otros \$2,000 por año de ingresos de margen muy alto por ubicación que lo adopte. En conjunto, si un cliente usa todos los módulos (POS, back office, lealtad y pagos), los ingresos por ubicación superarán los \$6500, más del triple de lo que era posible hace tres años.

Además de la venta cruzada, PAR también tiene la oportunidad de aumentar los precios, algo que acaban de hacer con su sistema Brink POS por primera vez en varios años. Brink POS se beneficia de una rotación baja (no hay un fondo con fugas del proverbial balde) y un panorama competitivo favorable donde los productos empresariales contra los que compiten están enterrados dentro de grandes empresas, particularmente NCR y Oracle, para quienes los sistemas POS de restaurante no son su principal negocio o enfoque. Los clientes actuales tienen alternativas, pero es probable que los pequeños aumentos de precios sean mucho más agradables que reorganizar todas las operaciones de un restaurante para abandonar la plataforma.

PAR no volverá a duplicar los ingresos recurrentes por acción en 2022, pero hay muchos frutos al alcance de la mano que proporcionarán una pista atractiva para el crecimiento independientemente de los nuevos clientes. Sin duda, hay motivos para creer que seguirán registrando nuevos clientes, en particular para el sistema POS de Brink, a medida que la tecnología se vuelve cada vez más importante para que los restaurantes sobrevivan y compitan en un entorno con restricciones de mano de obra.

PAR tiene una valoración actual de aproximadamente \$ 1B. Si retira el rentable negocio de hardware y el rentable negocio de defensa, que se venderán, las acciones se negociarán por 6 veces mi estimación de ingresos recurrentes de fin de año de 2022, que



debe crecer más del 30%. Nuevamente, **con el tiempo**, el múltiplo debería terminar de comprimirse y la salud de la empresa se verá recompensada.

KKR (KKR): el camino a seguir para KKR está bien definido. Como clase, es probable que los activos alternativos continúen creciendo a una tasa de dos dígitos a medida que los inversores se sientan atraídos por los rendimientos relativos en un mundo con tasas de interés bajas. Los jugadores más grandes deberían continuar atrayendo una parte desproporcionada de AUM, ya que tienen las mejores plataformas de recaudación de fondos y tienen el riesgo de carrera más bajo. Nadie es despedido por contratar a KKR.

En el caso de KKR, es probable que el crecimiento se vea incrementado por una base en expansión de inversores minoristas para quienes los productos de KKR no han estado disponibles históricamente. Para aprovechar esta oportunidad, la empresa había cuadruplicado la plantilla centrándose en los inversores minoristas. Como señaló el codirector ejecutivo Scott Nuttall: "Recaudamos alrededor de \$ 2 mil millones en los primeros 9 meses de [2021] a medida que se lanzaban estos productos. Sinceramente, estamos por encima de nuestras expectativas porque ha habido una cantidad significativa de interés y hemos hecho crecer estas relaciones. Y gran parte del equipo que hemos contratado acaba de aparecer en los últimos 6 meses, y habrá muchos más aquí el próximo año".

KKR también se beneficiará del crecimiento de los productos desarrollados para las compañías de seguros, en parte ayudado por el cierre de su reciente adquisición de Global Atlantic. El codirector ejecutivo de Nutall sugirió recientemente que la "oportunidad de financiación basada en activos" superará fácilmente los 100.000 millones de dólares y debería acercarse a los 200.000 millones de dólares. Dado que el AUM de pago de tarifas es actualmente de \$ 350 mil millones, los productos minoristas y relacionados con seguros deberían mover la aguja incluso con tarifas más bajas.

¿Disminuirán los rendimientos para los inversores de capital privado con el tiempo con el crecimiento de los AUM y los tamaños de los fondos? Más probable.

Sin embargo, no estamos invirtiendo en KKR XII, que recientemente cerró con \$18.500 millones en compromisos. En su lugar, estamos invirtiendo en el administrador de inversiones de este gigantesco fondo (y otros) que ganará tarifas de administración sobre el capital y tiene la oportunidad de tarifas de incentivos gigantescas. Podemos discutir sobre qué tan rápido crecerán los AUM y las ganancias, pero hasta que las tasas de interés sean múltiplos más altas que las actuales, están vendiendo agua a los asignadores en un desierto de rendimientos. El potencial de KKR es impresionante y no es necesario recaudar capital para aprovechar la oportunidad.

Elastic (ESTC) : Elastic es el líder del mercado en búsqueda y tiene una sólida línea de productos en seguridad. Muy pocas empresas son capaces de generar un 30 % más de ingresos de sus clientes actuales que el año anterior. El elástico es uno de ellos. Su retención de ingresos netos (NRR) ha estado rondando el 130 % o más desde que se reveló. La empresa tiene la ventaja de operar en industrias en crecimiento (datos y seguridad) y continúa agregando nuevos productos y haciendo la transición de usuarios gratuitos (código abierto) a usuarios pagos, particularmente para su negocio alojado en la nube, que creció más del 80 % el último trimestre. Elastic anunció recientemente que su CEO volvería a convertirse en CTO, lo que asustó a los inversores, pero también anunció que había superado la orientación y generará efectivo de las operaciones este año. Esta es una empresa que ha crecido a \$ 1 mil millones en ventas en menos de una década y todavía tiene todo el capital que recaudó en su balance. Las acciones se cotizan actualmente por menos de 9 veces los ingresos de este año, que deberían crecer más del 30 % a medida que la empresa obtenga un flujo de efectivo operativo positivo.

Teledoc Health (TDOC) – Ver sección de nuevas participaciones

POSICIONES CORTAS

El Fondo se mantuvo corto en los principales índices, un ETF centrado en la innovación, un antiguo SPAC y una OPI reciente de automóviles eléctricos.



NUEVAS EXPLOTACIONES

En cartas anteriores, he escrito sobre las desventajas que se derivan de ser subescala. Los titulares más grandes tienen más recursos para invertir en productos y una base de clientes más grande para realizar ventas cruzadas de nuevos productos. Las dos nuevas inversiones que hicimos en el trimestre son en empresas que tienen los beneficios competitivos de ser un proveedor a escala.

Teledoc Health (TDOC) : estoy de acuerdo con el sentimiento común de que hemos visto el final de los vientos de cola que muchas empresas disfrutaron debido a los cambios masivos en el comportamiento de los clientes necesarios para quedarse en casa. Como resultado, las acciones de los "beneficiarios de Covid" se han vendido drásticamente.

El precio de las acciones de Teledoc Health (TDOC) ha bajado >75% y en lugar de venderse por 20X

ingresos, se cotizan por menos de 5 veces los ingresos.

¿Qué obtenemos con este precio reducido? Para empezar, a diferencia de muchos otros "beneficiarios de Covid", Teledoc aún espera crecer entre un 25 y un 30 % por año durante los próximos tres años, independientemente del progreso hacia un entorno más normalizado. ¿Es esto plausible? Para empezar, la gerencia anunció previamente los ingresos y reafirmó sus proyecciones en la conferencia de atención médica de JPMorgan después de que terminó su gran temporada de ventas, por lo que hay indicios de que la compañía sigue creyendo. Más importante aún, el

El camino hacia el crecimiento continuo es principalmente a través de la venta de productos adicionales a los clientes existentes. En los últimos diez años, Teledoc ha evolucionado de ser una solución de Zoom para médicos a una gama mucho más amplia de ofertas de servicios integrales, que incluyen la prestación de atención médica mental, el control de afecciones crónicas, pruebas de laboratorio y derivaciones a especialistas.

Teledoc es un proveedor de telesalud que se beneficia de una gran cantidad de ofertas, así como de una amplia presencia geográfica en los EE. UU. e internacionalmente. Esta escala le permite brindar una solución integral para un plan de salud o una empresa que realiza selecciones para grandes grupos de pacientes. Los beneficios de la escala también se obtienen en el frente de desarrollo/producto, donde existe una gran base de 76 millones de clientes finales para distribuir las inversiones. El resultado neto de la amplitud de sus productos y las inversiones en tecnología es que la empresa puede brindar "cuidado integral de la persona" en una plataforma tecnológica especialmente diseñada.

Entiendo que la medicina ha tenido serios desafíos al integrar tecnologías. Recientemente tuve una evaluación diagnóstica de rutina, y cuando pregunté cómo se registrarían los resultados en mi registro electrónico para que mi médico de atención primaria pudiera verlos, me dijeron que los resultados se escanearían, se adjuntarían a un correo electrónico y se enviarían a mi médico. Después de quince años de hablar sobre registros médicos electrónicos y obtener una imagen de todo el paciente, todavía están utilizando lo que efectivamente es una solución de 2005. Dados los desafíos de la industria con la tecnología, en un nivel, es sorprendente que los puntajes de promotores netos de Teledoc (una métrica de lealtad del cliente) sean tan altos. Dicho esto, Teledoc brinda acceso y conveniencia, y el modelo heredado de ir al consultorio de un médico y sentarse en una sala de espera es mucho peor a los ojos de la mayoría. Mi hija le daría a su visita de telemedicina un 10 sobre 10: vio a un dermatólogo mientras esperaba en la fila para un viaje en Disney. Para los pacientes de salud mental, la tecnología puede permitir el acceso a proveedores que no serían posibles en el mundo físico. Covid tuvo el efecto de impulsar la adopción, y el mercado direccionable de Teledoc está muy por encima de los \$ 100 mil millones y sigue creciendo.

Si Teledoc puede lograr sus ambiciones de crecimiento declaradas, será el resultado de la venta cruzada, que ha sido exitosa para ellos históricamente. Por ejemplo, más del 40 % de los usuarios de telesalud en la actualidad han accedido a múltiples productos, en comparación con solo el 10 % en 2017. Si cada paciente de Teledoc usara todos los productos, los ingresos crecerían más de 25 veces sin agregar un solo cliente nuevo. Por supuesto, no todos los productos son adecuados para todas las personas, por lo que no es realista, pero un camino de ofertas de ventas cruzadas incrementales que tienen una amplia aplicabilidad (por ejemplo, servicios de salud mental) es un camino no hercúleo hacia el crecimiento sostenido.

Teledoc es una plataforma habilitada por tecnología que los usuarios disfrutan (o al menos prefieren en relación con otras opciones), brinda mayor comodidad a precios más bajos y, en muchos casos, puede conducir a mejores resultados dada su mayor accesibilidad, entre otros.



otros factores. Teledoc debería ser un beneficiario de un papel cada vez mayor de la tecnología en el cuidado de la salud mental y los problemas de salud crónicos. En uno de los sectores más grandes y menos eficientes o efectivos de nuestra economía, la empresa está generando efectivo y tiene los beneficios de la escala en un área donde eso realmente importa. TDOC actualmente está valorado en un poco más de \$ 10 mil millones o menos de 5 veces los ingresos de este año y menos de 4 veces los ingresos del próximo año.

Cellebrite (CLBT) es un SPAC/carve-out reciente de una empresa japonesa, Sun Corporation. El patrocinador del SPAC es Adam Clammer, quien pasó 18 años invirtiendo en crecimiento en KKR. La empresa se encuentra en el espacio "DI" de inteligencia digital y sus clientes son principalmente agencias gubernamentales y fuerzas del orden público (estatales y locales) que usan sus productos para extraer y administrar datos de teléfonos celulares. Desde una perspectiva cuantitativa, Cellebrite marca muchas casillas. Cuentan con una amplia base de clientes con una base instalada de más de 5.000 clientes de seguridad pública y 1.700 clientes empresariales. La empresa está aumentando sus ingresos en un 25 %, pero eso se subestima a medida que los usuarios pasan de las licencias a SAAS. La retención de ingresos netos supera el 140 % y los ingresos recurrentes crecen más del 30 % al año. A medida que aumenta la frecuencia y la cantidad de recopilación de datos, la empresa se beneficia de los vientos de cola seculares y sus soluciones tienen un gran ROI para los clientes finales, ya que permiten que el personal técnico, que es el recurso limitado, sea más eficiente. Cellebrite tiene márgenes brutos del 80 % y está aprovechando la oportunidad de vender más asientos y más módulos a los clientes existentes, estimando que tienen una penetración del 20 % en su base actual.

Las acciones se cotizan actualmente por menos de 5 veces los ingresos de 2022, lo que representa un descuento de >50 % para sus pares en el espacio DI. Me gustan nuestras posibilidades de crecimiento continuo e incluso de expansión múltiple a **lo largo del tiempo**.

panorama

Definitivamente estamos en un momento en el que la volatilidad asoma la cabeza y es posible que no desaparezca rápidamente. En mi opinión, la Federación Reserve seguirá subiendo las tasas hasta que se convenza de que la inflación está bajo control o que estamos en una recesión, y ninguno de los dos caminos es bueno para los mercados en general.

Para empezar el año, los índices generales han bajado dos dígitos y nuestra cartera ha bajado más que los mercados. Históricamente, en las caídas del mercado, hemos sufrido con el mercado a la baja y superado cuando se recupera. En 2020, después de que los mercados se recuperaron del shock inicial de Covid, escribí:

"Volviendo a las lecciones del primer trimestre. Debería haber alentado específicamente a los LP existentes a agregar capital cuando estábamos significativamente bajos y hacerlo atractivo. Estoy bendecido con un maravilloso grupo de socios limitados, varios de los cuales agregaron capital en las profundidades, pero no porque yo los alentara. Se necesita agallas para pedirle a alguien más capital cuando su cuenta está caída en un 30% o más. Simplemente lo hace. La ira es una reacción razonable a tal pedido, ya que viola las normas sociales. No tuve las agallas. Desafortunadamente, dada mi personalidad, es poco probable que golpee la mesa vocalmente la próxima vez. Así que ahora, durante tiempos más tranquilos, estoy haciendo un cambio en nuestra asociación que se automatizará y no requerirá que reúna coraje cuando nuestro desempeño sea el más débil, pero nuestras perspectivas quizás sean las más brillantes. En el futuro, cada vez que nuestra sociedad baje un 25 % o más de la 'marca de agua máxima', cualquier capital nuevo invertido por los LP existentes recibirá un descuento del 25 % en todas las tarifas durante el período de bloqueo de tres años".

Espero que pasen años antes de que se implemente esta idea, pero puede que no sea así. Los mercados tienden a "rebasarse" tanto al alza como a la baja, y ya no tenemos un presidente que vea el mercado de valores como su tarjeta de puntuación, sacando todos los trucos de la bolsa para respaldarlo. Vale la pena resumir la mecánica para aclarar la redacción general anterior. Para los LP, si el Fondo finaliza un trimestre más del 25 % por debajo del saldo de su estado de cuenta de fin de año anterior, cualquier capital nuevo que agregue recibirá el



tarifas reducidas durante los siguientes tres años. Le notificaremos por correo electrónico en caso de que surja este escenario, y la ventana de oportunidad estará abierta durante un mínimo de dos meses, por lo que tendrá tiempo para tomar su decisión y agregar a su inversión si lo desea.

Creo que habrá dos puntos óptimos para nuestras inversiones en el corto plazo. La primera oportunidad son las empresas con los siguientes atributos: posibilidades muy realistas de crecer un 20 % o más en los próximos años, operar con múltiplos atractivos, márgenes altos, poca o ninguna deuda, vientos a favor seculares y la capacidad de reinvertir en su negocio (por ejemplo, tecnología PAR (PAR), Digital Turbine (APPS) y Elastic (ESTC)). La segunda oportunidad son las empresas que están vendiendo por un gran valor que no ha estado disponible (al menos no a los precios que pagaríamos) en los últimos años. Actualmente estamos comprando una empresa por menos de 1X flujo de caja (es cíclico). ¿Alguno de estos grupos de empresas escapará de los giros a corto plazo? Improbable. ¿Alguno de estos grupos se capitalizará a tasas altas **con el tiempo?** Me gustan nuestras posibilidades.

Vale la pena señalar que nuestro desafío actual es que nuestra economía es *demasiado* fuerte, hay *demasiada* demanda y los precios están subiendo. En mi opinión, esto es preferible a 2008 cuando los activos subyacentes de nuestras instituciones financieras altamente apalancadas se estaban desmoronando, la viabilidad financiera de las instituciones estaba en duda y, debido a la naturaleza interrelacionada de las instituciones, una falla podría causar otras fallas. Nuestra situación actual también es preferible a la de 2020 cuando estábamos en aguas desconocidas con el inicio más generalizado de la pandemia. A medida que los consumidores se encerraban en sus casas, industrias como las aerolíneas vieron caer la demanda en un 95 % y los restaurantes se vieron obligados a cerrar. Estas y otras industrias similares solo se salvaron gracias a que el gobierno imprimió dinero. No sabíamos el momento ni la eficacia de una vacuna. La situación actual es bastante diferente, aunque es posible que no lo sepa al mirar los gráficos a corto plazo de muchas empresas. Sí, es casi seguro que las tasas de interés están aumentando, pero eso no implica que el precio de las acciones disminuya. De hecho, los datos son bastante variados, ya que los mercados de acciones aumentan con frecuencia en años de aumentos de tasas.

Termino cada carta diciendo: "a medida que surja la volatilidad, intentaré aprovechar las oportunidades que crea. Seguiremos invirtiendo con un horizonte a largo plazo y seguiremos invirtiendo como si fuera nuestro propio dinero, porque lo es. Gracias por la oportunidad de hacer crecer el capital de su familia junto con el mío...". Estamos en un período de volatilidad. No hay garantías, pero haré todo lo posible para asegurarme de que dentro de dos años podamos mirar hacia atrás en este período como una oportunidad.

Atentamente,

scott molinero



Descargo de responsabilidad:

Este documento, que se proporciona de manera confidencial, no constituirá una oferta de venta ni la solicitud de ninguna oferta de compra que solo se pueda realizar en el momento en que un destinatario calificado reciba un memorando confidencial de colocación privada ("PPM"), que contiene información importante (incluido el objetivo de inversión, las políticas, los factores de riesgo, las tarifas, las implicaciones fiscales y las calificaciones relevantes), y solo en aquellas jurisdicciones donde lo permita la ley. En el caso de cualquier inconsistencia entre las descripciones o términos en este documento y el PPM, el PPM prevalecerá. Estos valores no se ofrecerán ni venderán en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta, solicitud o venta sea ilegal hasta que se hayan satisfecho los requisitos de las leyes de dicha jurisdicción. Este documento no está diseñado para uso público o distribución. Si bien se cree que toda la información preparada en este documento es precisa, MVM Funds LLC ("MVM"),

Greenhaven Road Capital Partners Fund GP LLC ("Partners GP") y Greenhaven Road Special Opportunities GP LLC ("Opportunities GP") (cada uno un "GP relevante" y juntos, los "GP") no ofrecen ninguna garantía expresa en cuanto a la integridad o exactitud, ni puede aceptar responsabilidad por errores, que aparecen en el documento.

Una inversión en el Fondo/Asociación es especulativa e implica un alto grado de riesgo. Las oportunidades de retiro/reembolso y la transferibilidad de intereses están restringidas, por lo que es posible que los inversores no tengan acceso al capital cuando sea necesario. No existe un mercado secundario para los intereses, y no se espera que se desarrolle ninguno. La cartera está bajo la autoridad de inversión exclusiva del socio general/gestor de inversiones. Una parte de las operaciones subyacentes ejecutadas puede tener lugar en bolsas fuera de los EE. UU. El apalancamiento puede emplearse en la cartera, lo que puede hacer que el rendimiento de la inversión sea volátil. Un inversor no debe realizar una inversión a menos que esté preparado para perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Los honorarios y gastos cobrados en relación con esta inversión pueden ser más altos que los honorarios y gastos de otras alternativas de inversión y pueden contrarrestar las ganancias.

No hay garantía de que se logrará el objetivo de inversión. Además, el rendimiento pasado del equipo de inversión no debe interpretarse como un indicador del rendimiento futuro. Todas las proyecciones, perspectivas de mercado o estimaciones en este documento son declaraciones a futuro y se basan en ciertas suposiciones. Pueden ocurrir otros eventos que no se tuvieron en cuenta y que pueden afectar significativamente los rendimientos o el rendimiento del Fondo/Asociación. Cualquier proyección, panorama o suposición no debe interpretarse como indicativo de los eventos reales que ocurrirán.

El material adjunto es confidencial y no debe reproducirse ni redistribuirse en su totalidad o en parte sin el consentimiento previo por escrito del médico de cabecera correspondiente. La información en este material solo es actual a la fecha indicada y puede ser reemplazada por eventos de mercado posteriores o por otras razones. Las declaraciones relativas a las tendencias del mercado financiero se basan en las condiciones actuales del mercado, que fluctuarán.

Cualquier declaración de opinión constituye solo opiniones actuales de los médicos de cabecera, que están sujetas a cambios y que los médicos de cabecera no se comprometen a actualizar. Debido, entre otras cosas, a la naturaleza volátil de los mercados, y una inversión en el Fondo/Asociación puede ser solo adecuada para ciertos inversores. Las partes deben investigar de forma independiente cualquier estrategia o administrador de inversión, y deben consultar con profesionales calificados en inversiones, legales e impositivos antes de realizar cualquier inversión.

El Fondo/Sociedad no está registrado en virtud de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940, modificada, en función de la(s) exención(es) debajo. Los intereses en cada Fondo/Sociedad no han sido registrados bajo la Ley de Valores de los EE. UU. de 1933, y sus enmiendas, o las leyes de valores de ningún estado, y se ofrecen y venden en función de las exenciones de los requisitos de registro de dicha Ley y leyes.



26 de enero de 2022

Querido compañero:

Los fondos de Greenlight Capital (las "Asociaciones") obtuvieron un rendimiento del 11,9%¹ en 2021 en comparación con el 28,7% del índice S&P 500. Desde su creación en mayo de 1996, Greenlight Capital, LP ha tenido una rentabilidad acumulada del 1.882,6 % o anualizada del 12,3 %, tanto neta de comisiones como de gastos. Los inversores de Greenlight han ganado 4700 millones de dólares, netos de comisiones y gastos, desde su creación.

En el cuarto trimestre, las Sociedades arrojaron un 18,6%. Casi toda la devolución estaba en el libro largo. Sin embargo, los cortos y macro también fueron rentables. A la luz del aumento del 11,0 % del S&P 500 en el cuarto trimestre, las asociaciones obtuvieron un buen resultado general.

El entorno macro ha seguido siendo favorable para nosotros, pero ahora parece que los vientos de cola se están acelerando.

A fines de noviembre, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, anunció que la palabra "transitorio" debería retirarse de la discusión sobre la inflación y, como resultado, el mercado se vio obligado a cambiar su creencia de que los aumentos de precios actuales serán de corta duración. Creemos que el mejor adjetivo es "incrustado". La Fed ha comenzado a expresar una postura más agresiva.

Parece reconocer que está rezagado, ya que la inflación anual del 7 % está muy por encima de su objetivo a largo plazo del 2 %.

Pero, aun así, actúa con cautela. Cuando se le preguntó acerca de continuar imprimiendo dinero (comprar bonos) frente a un problema de inflación, el presidente Powell expresó su preocupación por la reducción gradual de que "los mercados pueden ser sensibles". En otras palabras, la Fed quiere combatir el problema de la inflación... sin perturbar los mercados. ¿Piensa el presidente Powell que la inflación desaparecerá simplemente con notarlo?

Por supuesto, todo el juego se trata de apoyar al mercado. Eso es para lo que se ha condicionado el mercado y, por lo tanto, lo que la mayoría de los inversores esperan. Este Fed no quita la ponchera cuando la fiesta se pone salvaje. En cambio, habla de quitárselo, solo para regresar con aún más fuerza cuando el primer participante le pide su abrigo. Esta es la razón por la que muchos expresan su preocupación ahora de que la Fed pueda cometer un grave error de política al endurecerse en una inflación que puede estar desacelerándose. Según algunos, incluso un solo ajuste sería un error.

Creemos que el problema de la inflación está tan arraigado que, para combatirlo con éxito, la Fed tendría que sacrificar la primacía de los mercados financieros. Lo que no sabemos es si la Fed tolerará la inflación manteniéndose constantemente detrás de la curva o si dejará que

¹ Fuente: Greenlight Capital. Consulte la información contenida en las divulgaciones al final de la carta.

las condiciones financieras se endurecen hasta el punto en que la economía se desacelera y, quizás lo más importante, se culpa a la Fed por la desaceleración.

La verdad es que la economía y el mercado laboral, en particular, se están sobrecalentando. Los mercados de materias primas son cada vez más estrictos. Si bien los políticos expresaron su preocupación por el petróleo a \$ 80 y el maíz a \$ 6, estas dos materias primas críticas podrían subir sustancialmente más. Parece poco probable que simplemente detener la impresión de dinero y aumentar gradualmente las tasas de interés con miras a mantener el mercado de valores apuntalado, haga que la inflación vuelva a estar por debajo del 2%. De hecho, uno de los factores que impulsan la escasez de mano de obra son las ganancias en papel de los jóvenes especuladores, que preferirían "comerciar desde casa" que aceptar un trabajo. Podría ser necesario un mercado bajista serio para que vuelvan a pensar en eso.

Todo nos recuerda al tema de la película de Netflix *Don't Look Up*. Nuestros líderes simplemente no son serios cuando se trata de abordar problemas genuinos. ¿Tienes un gran evento para celebrar enfrentando el desafío? Por supuesto. ¿Tomar decisiones difíciles, que conllevan costos reales, para enfrentar el desafío? No tanto.

La inflación no destruirá el planeta como un cometa. Sin embargo, los pobres del mundo corren el riesgo de congelarse y morir de hambre debido a las políticas monetarias expansivas del banco central combinadas con iniciativas ESG globales. En varios lugares esto está creando malestar político.

Con el tiempo, creemos que la inflación provocará una recesión, independientemente de lo que decida hacer la Fed. Los precios más altos de las necesidades finalmente harán que los consumidores de bajos ingresos reduzcan otras cosas. Hay señales de que esto ya está sucediendo.

Hemos comenzado a posicionarnos para ese escenario.

Las asociaciones tuvieron cinco ganadores significativos durante el trimestre:

Brighthouse Financial (BHF) ganó un 15% ya que las acciones se apreciaron de \$45,23 a \$51,80 cada una. La compañía reportó otro trimestre sólido y aceleró su ritmo de recompra de acciones. Para el año, BHF avanzó un 43%. Debido principalmente al sólido desempeño de las inversiones, se espera que las ganancias ajustadas por acción sean de \$18,52 en 2021, en comparación con las expectativas de hace un año de \$11,45. Esperamos que BHF anuncie que ha recomprado alrededor del 12 % de sus acciones durante 2021. Los analistas siguen sin estar impresionados, ya que el único alcista de la acción rebajó su calificación, y BHF ahora tiene 8 calificaciones de 'mantener' y 2 de 'vender'. calificaciones BHF mismo es el principal comprador de sus propias acciones; esperamos que la compañía retire otro porcentaje de dos dígitos del capital flotante en 2022.

Green Brick Partners (GRBK) avanzó un 48% de \$20,52 a \$30,33 por acción. No hubo novedades significativas en el trimestre. Quizás el mercado decidió que \$30 era más apropiado en comparación con \$20, dado que se espera que GRBK gane \$3,65 por acción en 2021 (un 62 % más año tras año) y \$4,28 en 2022. Aunque las acciones avanzaron un 32 % en el año, el El múltiplo P/E se redujo a medida que las ganancias crecieron más rápido que el precio de las acciones.

Obtuvimos una ganancia material en Rivian (RIVN) como resultado de su oferta pública inicial. Conocimos a los patrocinadores de RIVN en 2018 como parte de nuestro trabajo continuo en vehículos eléctricos y quedamos gratamente impresionados por su tecnología y disciplina. A mediados de 2020, hicimos una pequeña inversión con una valoración de \$ 10 mil millones. En noviembre, RIVN se hizo público con una valoración de \$ 70 mil millones y se negoció a una valoración máxima de \$ 162 mil millones. Nos cubrimos en el mercado de opciones para fijar una valoración mínima de unos 120.000 millones de dólares para una buena parte de nuestra posición. Si bien creemos en la empresa, no teníamos una exposición importante al final del año.

Durante el trimestre contribuyó una canasta de acciones en corto de burbujas. A menudo hemos comentado que el doble del precio de una acción tonta no es el doble de tonta. Por el contrario, la mitad del precio de una acción tonta no es *valor profundo*. De hecho, dada la magnitud de la burbuja, estas acciones todavía nos parecen tontas incluso a la mitad del precio... o menos. Pensamos que la burbuja alcanzó su punto máximo antes, pero en retrospectiva, realmente parece que la cima llegó en febrero pasado. En la medida en que los accionistas de la burbuja actual tengan que ser reemplazados por un nuevo grupo de inversores que realicen análisis financieros reales, estas acciones podrían reducirse fácilmente a la mitad, nuevamente... y caer aún más a partir de ahí.

Teck Resources (TECK) avanzó un 16 % de \$24,91 a \$28,82 por acción durante el trimestre y un 59 % durante el año. Nuestra tesis de inversión principal gira en torno a los activos de cobre de TECK, incluida una nueva mina que está programada para comenzar la producción en la segunda mitad de 2022. Sin embargo, el negocio actual más grande de TECK es la extracción de carbón metalúrgico. Los precios del carbón Met comenzaron a subir a mediados de 2021 y realmente despegaron más adelante en el año. El resultado es que las expectativas de EPS para 2021, que comenzaron el año en \$ 1,67, aumentaron a \$ 3,49 a fines de septiembre y se ubicaron en \$ 4,50 al final del año. La estimación para el próximo año es ahora de \$5,52, que creemos que es probable que se supere por una buena cantidad. Además, parece que la dirección de TECK está evaluando la posibilidad de separar el negocio del carbón metalúrgico del negocio de los "metales verdes", lo que probablemente desbloquearía un valor sustancial para los accionistas, ya que ciertos inversores son sensibles a la exposición al carbón. Con alrededor de 5 veces las ganancias esperadas, con la puesta en marcha de la nueva mina y una posible escisión, creemos que esta es una oportunidad emocionante de cara al 2022.

Las asociaciones tuvieron tres detractores significativos en el cuarto trimestre:

Danimer Scientific (DNMR) cayó de \$16,54 a \$8,52. El principal impulsor fue su inexplicable mala gestión de la situación del capital. Cuando la empresa se hizo pública a través de una fusión con un SPAC a finales de 2020, se hizo creer a los inversores que el plan de DNMR de poner en funcionamiento una gran planta nueva a finales de 2023 estaba totalmente financiado. Posteriormente, la empresa duplicó el tamaño de la planta planificada e hizo una gran adquisición en efectivo de un producto adyacente. Se les dijo a los inversionistas que la empresa tenía la intención de financiar los mayores costos de construcción con deuda a través de programas patrocinados por el gobierno o financiamiento de proyectos.

Durante el cuarto trimestre, eso resultó ser... falso. De repente, la empresa decidió que necesitaba recaudar dinero. Se emitió apresuradamente un bono convertible en términos que no eran atractivos para la empresa. En lugar de quejarnos de la dilución, invertimos en la conversión y vendimos la mayor parte de nuestro común. De esta manera, subimos un nivel en la estructura de capital, cobraremos un cupón y, dadas las condiciones favorables, participaremos en la mayor parte del potencial alcista, en caso de que se desarrolle.

En ese sentido, verificamos dos veces nuestra diligencia debida y hablamos con varios clientes de DNMR. Seguimos creyendo que habrá una enorme demanda de su plástico biodegradable.

Los otros dos detractores importantes fueron una cobertura del índice de acciones y una posición corta no revelada.

Agregamos o iniciamos varias posiciones largas durante el trimestre:

Establecimos una nueva gran posición larga en Pagos Globales (GPN). GPN ofrece tecnología de pago y soluciones de software para permitir que los comerciantes pequeños y medianos acepten pagos electrónicos en varias formas, tanto en ubicaciones físicas como en línea. GPN también ofrece servicios auxiliares como nómina, tiempo y asistencia, gestión de inventario y software específico de industrias verticales (por ejemplo, para restaurantes o dentistas).

GPN se beneficia de los cambios continuos en las preferencias de los consumidores hacia los pagos electrónicos, lo que impulsó un crecimiento anual de ingresos de dos dígitos desde 2012 hasta 2019. GPN se beneficia de la inflación, ya que generalmente cobra un porcentaje del volumen en dólares comerciales. Obtiene márgenes operativos sostenibles del 40% al cobrar pequeñas tarifas en miles de millones de transacciones de una base de clientes diversificada. Rara vez encontramos un negocio de tan alta calidad a una valoración que nos parezca atractiva. GPN cotizaba regularmente muy por encima de un múltiplo de mercado hasta principios de 2021.

Sin embargo, las acciones cayeron un 46 % entre abril y diciembre debido a que los inversionistas se preocuparon por la interrupción de la tecnología financiera. Creemos que el mercado está exagerando la amenaza y creemos que es más probable que un disruptor compre GPN por su escala, fuerza de ventas y relaciones, que superar a GPN. Adquirimos nuestra posición a un precio promedio de \$ 126.67 o 13 veces el consenso esperado EPS 2022. GPN terminó el año a \$135,18 por acción.

Mucho ha cambiado en la compañía anteriormente conocida como Michael Kors Holdings desde que salimos de nuestra inversión en 2016. En ese entonces, la compañía operaba su única marca homónima y vendimos nuestras acciones después de que la gerencia ejecutó con éxito un cambio comercial y desplegó el exceso de efectivo en acciones. recompras Desde entonces, el renombrado Capri Holdings (CPRI) adquirió las marcas Versace y Jimmy Choo y la compañía ha estado haciendo la transición a una plataforma de lujo a gran escala.

Desde que CPRI compró Versace, hizo la transición de la marca a una variedad completa de nuevos productos y estilos más accesibles. Mientras tanto, CPRI ha redimensionado la presencia de Michael Kors al reducir casi el 30 % de su negocio mayorista y más del 10 % de sus establecimientos minoristas en América del Norte. Con estos cambios, Michael Kors ya no está sobredistribuido y disfruta de cierto poder de fijación de precios.

Creemos que las acciones tienen una ventaja sustancial, ya que el mercado vuelve a calificar a la empresa como propietaria de una marca de lujo diversificada. Mientras tanto, CPRI generará alrededor del 10% de su capitalización de mercado actual en efectivo este año. CPRI ha anunciado recientemente un programa de recompra de acciones que equivale al 11% del capital flotante. Empezamos a adquirir nuestras acciones en

febrero y se añadió a nuestra participación en mayo y diciembre, lo que la convierte en una posición de tamaño medio. Nuestro precio promedio de entrada fue de \$55.86. Las acciones de CPRI terminaron el año en \$64.91.

Galapagos NV (Países Bajos: GLPG) es una empresa de biotecnología que se dedica a la identificación y desarrollo de medicamentos de molécula pequeña. Las acciones de GLPG cayeron un 48% durante los primeros 11 meses de 2021 después de una serie de decepciones en las últimas etapas de los ensayos de medicamentos, lo que llevó su valoración significativamente por debajo de la posición de efectivo neto de la compañía. Empezamos a construir nuestra posición en el cuarto trimestre a un coste medio de 47€ por acción. La empresa tiene 73 € por acción en efectivo neto, el fármaco Jyseleca (aprobado para tratar trastornos inflamatorios en la Unión Europea y Japón) y una cartera de otros fármacos en fase inicial. Excluyendo la pila de efectivo, creemos que Jyseleca y el oleoducto combinados valen mucho más que su valoración negativa implícita de 2.000 millones de euros. Las acciones de GLPG terminaron el año a 49,22 €.

ODP Corporation (ODP) es una sociedad de cartera que opera marcas minoristas, incluidas Office Depot y OfficeMax, y brinda servicios y productos comerciales a través de una plataforma de distribución B2B. ODP está experimentando una transformación corporativa que esperamos que concluya durante el próximo año, lo que resultará en la separación de sus divisiones de soluciones comerciales y minoristas. ODP tiene una sólida posición de efectivo y una valoración poco exigente y está en proceso de recomprar el 20% de sus acciones para mediados de 2022.

Dado que la empresa se está desintegrando, creemos que es apropiado un análisis de suma de las partes. En junio, Staples ofreció mil millones de dólares en efectivo por la división minorista de ODP, así que usaremos eso. El negocio B2B restante tiene mejores perspectivas y creemos que merece un múltiplo más alto. Vemos \$ 200 millones de EBITDA proforma de 2022 para este segmento y al asignar un múltiplo de 7x llegamos a \$ 1.4 mil millones para esta pieza. Sumando \$ 400 millones de efectivo neto y nuestra estimación de \$ 219 millones de valor actual para su venta recientemente anunciada de CompuCom Systems (una unidad de servicios y soporte tecnológico), nos lleva a poco más de \$ 3 mil millones de valor total. Usando el último recuento de acciones informado, esto equivale a alrededor de \$ 55 por acción.

Suma de las Partes				
	2022 PF		Valor	Valor/
	EBITDA Múltiple 193		(en millones)	Cuota
Consumidor ODP ("Minorista")	5,2x		de dólares)	\$18
ODP B2B ("RemainCo")	200	7.0x	1.000 1.400	\$25
Consideración de CompuCom (est.)			219	\$4
Efectivo Neto al 3T21			400	\$7
Suma del Valor de las Partes			\$3,019 ?	\$55

Valoración de Varis

No incluido en nuestra valoración es Varis. ODP ha reunido un equipo de clase mundial para crear este naciente negocio de compras y SaaS de comercio digital. Creemos que Varis es prometedor y ofrece a los accionistas de ODP una opción potencialmente valiosa. Primero adquirimos acciones de ODP en febrero y establecimos una posición mediana durante todo el año a un precio promedio por acción de \$43,69. Las acciones de ODP terminaron el año en \$39.28.

Abrimos una posición en Rheinmetall AG (Alemania: RHM), un productor de vehículos militares terrestres y componentes automotrices, luego de que las acciones de RHM se vendieran debido a la preocupación de que las elecciones alemanas pudieran resultar en un menor gasto de defensa alemán y que la escasez de semiconductores pudiera afectar temporalmente reducir la demanda de componentes automotrices de RHM. Sin embargo, creemos que el ciclo de reemplazo para la OTAN y sus aliados con respecto a los vehículos militares terrestres, muchos de los cuales ya tienen décadas en servicio, probablemente generará un crecimiento anual del 8% al 10% tanto en los ingresos como en las ganancias operativas para RHM's Defense. segmento en los próximos años. El segmento de Defensa contribuye aproximadamente en un 75% a la utilidad operativa de RHM. Adquirimos nuestras acciones a un precio medio de 82,49 € o 9 veces el BPA estimado de consenso para 2022. RHM cerró el año en 83,06€.

También salimos de algunas posiciones.

Después de siete años, salimos de AerCap Holdings. Fue principalmente una inversión exitosa que se vio interrumpida por el pánico en los viajes aéreos causado por COVID. Cuando se asentó el polvo, obtuvimos un rendimiento compuesto del 9 %, con una angustia superior a la media.

Escribimos sobre Countryside Properties el trimestre pasado. Cambiamos de opinión. Esperábamos una perspectiva positiva del Día de los Mercados de Capitales de noviembre, ya que anticipamos que la compañía describiría los efectos positivos de liquidar su constructora de viviendas e invertir en su división de sociedades residenciales. En el evento, la gerencia presentó una perspectiva mucho más desafiante, por lo que salimos con una pequeña pérdida.

Invertimos en fuboTV antes de su cotización pública en 2020. Inicialmente, las acciones funcionaron muy bien y recortamos varias veces la fortaleza. Eventualmente, el precio de las acciones se debilitó, pero afortunadamente en ese momento nuestra propiedad era pequeña. Aunque el resultado del tercer trimestre cumplió con ciertas expectativas, no cumplió con otras. En nuestra llamada posterior al trimestre con el CEO, le preguntamos por qué creía que las acciones cayeron. Él respondió: "Necesitamos nuevos accionistas". Obligamos y vendimos nuestras acciones restantes. En total, nuestra inversión tuvo un excelente rendimiento compuesto.

Tenemos un par de anuncios de personal.

Bruce Gutkin se retirará a fin de mes. Bruce celebró recientemente su 18.º aniversario con Greenlight, se unió en enero de 2004 como nuestro Head Trader, pero ha sido parte del equipo de Greenlight desde el día que comenzamos. Primero conocimos a Bruce durante su tiempo en Sanford Bernstein y luego en Stuart Frankel. Más allá de sus responsabilidades comerciales, Bruce ha sido un líder discreto y un asesor de confianza. Si bien es agri dulce para nosotros hacer este anuncio, ¡le deseamos una cariñosa despedida!

Nos complace anunciar el ascenso de John Charecky a Head Trader. Después de unirse a la firma en 2004 como Contralor, John se unió a Bruce en la mesa de negociación en 2007 al comienzo de la crisis financiera. Se mudó con su familia a Londres en 2008 para ayudar a supervisar la apertura de nuestra oficina en el Reino Unido. A su regreso a los EE. UU., continuó destacándose en su función y fue nombrado Socio en 2016. ¡Felicitaciones, John!

Al final del trimestre, las posiciones largas reveladas más grandes en las asociaciones fueron Brighthouse Financial, Change Healthcare, Global Payments, Green Brick Partners y Teck Resources. Las Asociaciones tuvieron una exposición promedio de 127% larga y 71% corta.

“La inflación es como la pasta de dientes. Una vez que sale, difícilmente se puede volver a poner”.

– Karl Otto Pöhl

Atentamente,

Greenlight Capital

Greenlight Capital, Inc.

ValueWalk

La información contenida en este documento refleja las opiniones, estimaciones y proyecciones de Greenlight Capital, Inc. y sus afiliados (colectivamente, "Greenlight") a la fecha de publicación, que están sujetas a cambios sin previo aviso en cualquier momento posterior a la fecha de emisión. Greenlight no representa que se realizará ninguna opinión, estimación o proyección. Toda la información proporcionada tiene únicamente fines informativos y no debe considerarse como un consejo de inversión o una recomendación para comprar o vender ningún valor específico. Greenlight tiene un interés económico en el movimiento de precios de los valores que se analizan en esta carta, pero el interés económico de Greenlight está sujeto a cambios sin previo aviso. Si bien se cree que la información presentada en este documento es confiable, no se hace ninguna representación o garantía con respecto a la precisión de los datos presentados.

GREENLIGHT® y GREENLIGHT CAPITAL, INC. con el logotipo de la estrella son marcas comerciales registradas de Greenlight Capital, Inc. o empresas afiliadas en los Estados Unidos, la Unión Europea y otros países del mundo. Todos los demás nombres comerciales, marcas registradas y marcas de servicio en este documento son propiedad de sus respectivos dueños, quienes conservan todos los derechos de propiedad sobre su uso. Esta comunicación es confidencial y no puede reproducirse sin el permiso previo por escrito de Greenlight.

A menos que se indique lo contrario, los rendimientos de rendimiento reflejan los rendimientos totales promedio ponderados, netos de tarifas y gastos, para un inversor "elegible para nueva emisión" invertido desde el inicio en Greenlight Capital, LP, Greenlight Capital Offshore Qualified, Ltd., y los intereses en dólares de Greenlight Capital Investors, LP y Greenlight Capital Offshore Investors, Ltd. (colectivamente, las "Asociaciones"). Para los rendimientos compuestos, los rendimientos de cada sociedad son netos de la asignación de incentivos de marca de agua modificada del 10%.

Todas las cifras no están auditadas. Greenlight no se compromete a actualizar ninguna información contenida en este documento como resultado de ajustes de auditoría u otras correcciones. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Los rendimientos reales de un inversionista pueden diferir de los rendimientos presentados debido a varios factores, incluido el momento de la actividad de capital de cada inversionista y la tasa de asignación de incentivos aplicable, que puede ser del 10 % o 20 % dependiendo de si dicho inversionista está por debajo de la marea alta modificada de dicho inversionista. marca. Cada inversionista recibirá declaraciones individuales que muestren los rendimientos del administrador. La referencia a un índice no implica que las Sociedades lograrán rendimientos, volatilidad u otros resultados similares al índice. Los rendimientos totales del índice no reflejan la deducción de ninguna tarifa o gasto que pudiera reducir los rendimientos.

Toda la información de exposición se calcula sobre una base ajustada delta y excluye las posiciones "macro", que pueden incluir, entre otros, deuda pública, divisas, materias primas, swaps de incumplimiento crediticio, swaps de tipos de interés, índices de volatilidad, índices crediticios y derivados. en cualquiera de estos instrumentos. Sin embargo, los índices de renta variable y los derivados sobre dichos instrumentos se incluyen en la exposición larga/corta. Las posiciones largas divulgadas más grandes representan emisores individuales a los que las sociedades tienen la exposición más alta. Greenlight, a su discreción, puede excluir de esta lista cualquier posición que no haya sido divulgada pero que de otro modo estaría incluida, y en su lugar incluir la siguiente posición más grande de las Asociaciones. Toda la información sobre ponderaciones, exposición, atribución y contribución al rendimiento incluye posiciones mantenidas tanto directa como indirectamente a través de los fondos maestros, refleja el promedio ponderado de dichas cifras para inversiones de Greenlight Capital, LP, Greenlight Capital Offshore Qualified, Ltd., Greenlight Capital Investors, LP y Greenlight Capital Offshore Investors, Ltd. (excluyendo cualquier respaldo de oro), y son el resultado de clasificaciones y suposiciones hechas a juicio exclusivo de Greenlight. Todos los cálculos de exposición incluyen el impacto de los reembolsos y suscripciones de fin de mes a partir del primer día del mes siguiente.

Los términos de los fondos, rendimientos y características de la cartera reflejados en este documento no son indicativos de rendimientos futuros o características de la cartera y no modifican los términos de los fondos como se detalla en el memorando de oferta confidencial de cada fondo.

Las posiciones reflejadas en esta carta no representan todas las posiciones mantenidas, compradas o vendidas y, en conjunto, la información puede representar un pequeño porcentaje de la actividad. La información presentada tiene por objeto proporcionar una idea de los eventos notables, en la opinión exclusiva de Greenlight, que afectan a las Asociaciones.

ESTOS MATERIALES NO CONSTITUIRÁN UNA OFERTA DE VENTA NI LA SOLICITUD DE UNA OFERTA DE COMPRA DE NINGUNA PARTICIPACIÓN EN CUALQUIER FONDO ADMINISTRADO POR GREENLIGHT O CUALQUIERA DE SUS AFILIADOS. DICHA OFERTA DE VENTA O SOLICITUD DE UNA OFERTA DE COMPRA DE INTERESES SÓLO PODRÁ REALIZARSE MEDIANTE DOCUMENTOS DE SUSCRIPCIÓN DEFINITIVA ENTRE UN FONDO Y UN INVERSOR.



Q4 / Enero 2022

Estimados Clientes y Amigos,

Durante el cuarto trimestre de 2021, los rendimientos de las cuentas separadas administradas por Greystone Capital oscilaron entre +3,6 % y -14,5 %. La rentabilidad media de la cuenta fue del -10,8 %, neta de comisiones. El rendimiento medio de la cuenta para todo el año 2021 fue del +39,4 %, neto de comisiones. Desde su inicio en el cuarto trimestre de 2019, una cuenta abierta con Greystone ha devuelto un +96,8 % acumulado o un +48,4 % por año, neto de comisiones*. Continúe revisando sus estados de cuenta individuales y no dude en comunicarse con cualquier pregunta o inquietud. A medida que la empresa crece y se incorpora nuevo capital, espero que nuestros rendimientos sigan siendo esporádicos en las cuentas de los clientes dado el momento y la entrada de nuevo capital.

Los resultados del cuarto trimestre y hasta la fecha se comparan desfavorable y favorablemente con los rendimientos de S&P 500 y Russell 2000 de +11,0 % y +2,0 % durante el trimestre y +28,7 % y +14,8 % para todo el año. Debido a que las carteras de los clientes se invierten de manera concentrada y consisten en pequeñas empresas en su mayoría fuera de los principales índices, nuestros rendimientos normalmente deberían variar de los rendimientos generados por esos índices. Además, hemos sido capaces de superar los índices al evitar el apalancamiento de cartera, las opciones y las acciones de historias atractivas, mientras nos apegamos a un proceso riguroso y consistente de buena investigación, estimaciones conservadoras sobre el futuro, decir no a menudo y concentrar nuestra propiedad de acciones en una pequeña colección de buenos negocios. La columna vertebral de Greystone es la estructura de la empresa, que me brinda la libertad de concentrarme en la investigación de inversiones, y el grupo de clientes que hemos atraído hasta ahora que me permiten invertir en oportunidades fuera de lo común, crear carteras concentradas y adoptar períodos de tenencia. mucho más tiempo que el inversor medio.

Como recordatorio, Greystone se estableció para ser estructuralmente diferente de la mayoría de los fondos de cobertura y las empresas de inversión e incorpora a la estructura, la filosofía y el proceso de la empresa algunas de las siguientes características:

- Estrategia long-only con foco en pequeñas empresas
- Ver las acciones como acciones de propiedad de empresas con flujos de efectivo y valoración primordiales
- Comité de inversión de un solo hombre con un enfoque en la investigación fundamental profunda
- Cartera concentrada sin diversificación convencional: solo las mejores ideas
- Adopte largos períodos de tenencia a través de la volatilidad en la búsqueda de altos rendimientos
- Límite eventual en AUM para preservar mi universo invertible, elementos de estrategia y potencial de retorno
- Alineación del cliente y el administrador de cartera donde 'como mi propia comida' y siempre lo haré

Se pueden encontrar detalles adicionales tanto en la Carta de [presentación de la firma como en la Carta del fundador](#) ubicada en mi sitio web.

Aunque estoy satisfecho con nuestro nivel de rendimiento hasta ahora y ha sido divertido manejar esta cadencia de retornos, no debería haber expectativas de que los resultados continúen en esta trayectoria. En dos cortos años Ya he cometido muchos errores, y ciertamente no terminarán con la conclusión de este letra. Sin embargo, mi objetivo es reducir su gravedad a través de una mejor toma de decisiones, una cartera mejorada

**Todas las cifras de rendimiento no están auditadas. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Los rendimientos reales de los inversores pueden diferir de los rendimientos presentados debido a varios factores, incluido el momento de la actividad de capital de cada inversor y las posiciones ponderadas dentro de cada cartera.*

***Las tarifas consisten en una tarifa de gestión del 1,5 % y una tarifa de rendimiento del 20 % por encima de una tasa mínima del 5 %*

administración y continuar modificando mi proceso para implementar nuevos aprendizajes e iteraciones a favor de la capitalización a las tasas más altas posibles.

De cara al futuro, nuestra secuencia de rendimientos será volátil (cuyo momento y magnitud seguirán siendo impredecible) y aleatorio, pero durante un período lo suficientemente largo creo que mi estrategia de inversión debería brindarnos la oportunidad de obtener rendimientos superiores al promedio. Para nosotros, el camino a seguir estará pavimentado de abajo hacia arriba, empresa por empresa con recompensas de riesgo atractivas e invirtiendo junto con las personas adecuadas. Además, mi inversión en la empresa sigue siendo significativa, y consiste en la mayor parte de mi patrimonio neto y el de mi familia. Nuestros intereses están alineados.

Comentario de la cartera

Debe haber habido algo en el agua durante 2021 ya que varias de nuestras participaciones registraron resultados récord incluyendo un crecimiento muy fuerte en ingresos, márgenes y flujo de caja libre. En algunos casos, los fundamentos crecieron mucho más rápido que los precios de las acciones de estos negocios, lo que provocó que algunas de nuestras participaciones fueran más baratas hoy de lo que eran a principios de año. Estas empresas simplemente están superando a su competencia, tomando decisiones de asignación de capital increíblemente efectivas y elevando los objetivos de orientación o reafirmando su optimismo con respecto a las perspectivas comerciales a largo plazo. Sigo complacido y espero que los sólidos resultados continúen hacia 2022. He estado agregando ciertas posiciones en consecuencia e imagino que la actividad del precio de las acciones continuará alineándose con los resultados comerciales.

A finales de 2021, nuestras cinco posiciones principales constituían más del 60 % de las cuentas de clientes y su capitalización de mercado oscilaba entre 60 millones de dólares y casi 3000 millones de dólares. La mayoría de las carteras de clientes consisten en empresas con capitalizaciones de mercado por debajo de \$ 1 mil millones, capaces de convertirse en negocios significativamente más grandes. Como recordatorio, busco ser propietario de negocios rentables/generadores de efectivo a valoraciones justas con potencial de crecimiento, dirigidos por personas que tienen en mente nuestros mejores intereses. Durante un período lo suficientemente largo, esperaré evitar perder dinero con este enfoque, aunque ciertamente se cometerán errores.

Como anécdota, la mayoría de nuestros resultados positivos de inversión durante los últimos dos años se han obtenido gracias a la inversión en empresas dirigidas por propietarios y operadores. Si bien no existe una relación directa de causa y efecto, al menos podemos estar seguros de que ciertos operadores propietarios tienen en mente los mejores intereses de los accionistas, ya que suelen ser los más grandes (fomentando la alineación, ya que pueden verse afectados por cualquier mala decisión) y han 'hecho eso allí' o han hecho del acto de construir el negocio el trabajo de su vida y la principal fuente de riqueza. Por lo general, lo que genera resultados positivos es la falta de temor con respecto a la seguridad laboral.

con la ventaja de poder pensar a largo plazo, lo que, en mi opinión, es el equivalente inversor de una superpotencia. Actualmente, el 70% de las carteras de clientes consisten en negocios operados por sus propietarios, lo que se ha convertido en mi coto de caza preferido fuera de situaciones especiales.

Hospitalidad de RCI (RICK)

Hay ciertas inversiones que me han quitado el sueño y otras que requieren menos vueltas y vueltas.

RCI Hospitality está en el último campo. La publicación de ganancias del cuarto trimestre de 2021 y el año fiscal 21 de la compañía reflejó resultados récord y el negocio continúa funcionando tremendamente bien, registrando ingresos récord, EBITDA y flujo de caja libre para el año. El progreso inicial de Bombshell ha sido excepcional y está en camino de obtener \$100 millones en ingresos durante los próximos años, seguido de márgenes operativos en el rango de 18-22%. Durante la llamada de fin de año, la gerencia describió el perfil de flujo de caja libre actual mediante el cual la compañía está ganando \$1 millón por SEMANA después del servicio de la deuda, todo lo cual es antes de su reciente adquisición de 11 clubes (que debería aumentar significativamente el EBITDA y el flujo de caja libre) y futuras fusiones y adquisiciones de clubes. La gerencia tomó una postura increíblemente optimista

durante la conferencia telefónica del cuarto trimestre sobre su capacidad para continuar creciendo orgánicamente, reinvertir los flujos de efectivo y ejecutar más fusiones y adquisiciones, al tiempo que apunta a una tasa de ejecución del año fiscal 22 de \$ 100 mm en EBITDA. La capitalización de mercado actual de RICK está por debajo de los 600 millones de dólares.

Queda una pista de reinversión importante para que RICK implemente el flujo de caja libre en cualquier lugar entre 25-35% de rendimiento con el objetivo de utilizar capital barato para hacerlo. Un riesgo es que la empresa no logre obtener un múltiplo atractivo de EBITDA o flujo de caja libre dada la naturaleza de la industria y las opiniones muy arraigadas (aunque carentes de matices) sobre el equipo de gestión. En ese caso, confío en que RICK hará dos cosas, una, continuar aumentando el valor comercial por acción y el flujo de efectivo por acción, y dos, recomprar acciones agresivamente con altos rendimientos de flujo de efectivo libre. En otras palabras, creo que el tiempo será nuestro amigo. RICK no solo es la acción más barata y de mejor ejecución de nuestra cartera, sino que ahora es una de las acciones más baratas en todo el universo de restaurantes. Sigo viendo un camino hacia una ventaja superior al 100 % en los próximos años.

1847 Goedecker Inc. (GOED)

Después de un año marcado por preocupaciones inflacionarias, aumentos en los precios de las materias primas y problemas en la cadena de suministro, Goedecker logró resultados récord como una nueva entidad combinada entre Appliances Connection y el legado de 1847 Goedecker. Digo año récord en términos de ingresos totales, crecimiento de ingresos, márgenes y rentabilidad. Esto es a pesar de que la 'tasa de cumplimiento' de la compañía (el porcentaje del valor del pedido que se completa y envía como pedidos reales) toca mínimos históricos y se ubica un 25% por debajo de su promedio. *A pesar* de la imagen de demanda masiva creada por COVID, el acceso de los consumidores a los fondos de estímulo y todo lo que funciona desde casa, sigue habiendo importantes vientos de cola de la industria a favor de Goedecker, y compensar cualquier problema de inventario y cadena de suministro es el poder de fijación de precios dentro de los electrodomésticos donde durante períodos de fuerte demanda, se pueden eliminar los descuentos. La combinación del ciclo de reemplazo y actualización de electrodomésticos, el estado actual de la construcción de viviendas y la quiebra de los minoristas de electrodomésticos debería continuar permitiendo que Goedecker tome parte en el futuro, especialmente porque vemos un mayor porcentaje de ventas de electrodomésticos en línea. La escala, las ofertas de productos, las capacidades logísticas y la experiencia en SEO de Goedecker los coloca muy por delante de las operaciones de comercio electrónico familiares más pequeñas y proporcionará ingresos significativos y oportunidades de margen en el futuro. La valoración actual sigue siendo desconcertante, ya que *nada* de lo anterior se refleja en el precio de las acciones de hoy. Se pueden encontrar investigaciones adicionales [aquí](#).

PARTSiD Inc. (ID)

Como se le informó por correo electrónico durante el segundo trimestre, actualmente ocupamos un puesto en PARTSiD Inc., que está atacando de frente los problemas de 'equipamiento' y la fricción de comprar digitalmente en el mercado de accesorios para automóviles. categoría. PARTSiD es un minorista de autopartes que opera principalmente a través de canales de comercio electrónico y se enfoca en obtener participación de los minoristas independientes y de los titulares tradicionales sirviendo lo que la compañía llama el segmento de 'deseos' del mercado de repuestos de la industria. ID ha sido nuestro mayor rendimiento inferior hasta la fecha, y aunque quiero tener cuidado al utilizar nuestro horizonte a largo plazo como excusa para dicho rendimiento inferior, no creo que muchos de los aspectos atractivos del negocio ni la posible creación de valor futuro sean reflejándose con precisión en el precio.

El fundamento de la tesis de inversión es la idea de que Internet ha desintermediado tanto el papel de las tiendas físicas como el de las redes de distribución para proporcionar valor dentro del ecosistema de accesorios con clientes y proveedores. Con la gran cantidad de SKU disponibles, los canales digitales han adoptado la curación o la solución de ajuste, lo que brinda a ID una oportunidad significativa para continuar compartiendo, mejorar la economía de la unidad y aumentar el conocimiento de la marca en el futuro. Actualmente, hay una cantidad significativa de frutos al alcance de la mano que abordar y que deberían ayudar a

ejecución desde aquí. Por ejemplo, las tasas de conversión de ID se encuentran por debajo del promedio de comercio electrónico, las compras repetidas son bajas y el valor de por vida es probablemente inconmensurable en esta etapa debido a los pasos que se están tomando para abordar la lealtad del cliente para generar una mayor participación de la billetera.

He pasado mucho tiempo con el equipo de gestión porque creo que la oportunidad que tienen frente a ellos es muy atractiva (para la cual ya han resuelto un gran punto débil del cliente), y creo que están siendo cuidadosos con la ejecución y la gestión. el negocio durante los próximos cinco años, no cinco trimestres. Esto incluye un presidente extremadamente alineado, también el mayor accionista de la empresa que cree en un enfoque de gestión descentralizado y cuya firma de capital privado adopta épocas de fondos y períodos de tenencia de casi tres décadas para sus empresas.

Independientemente de la tendencia de los resultados comerciales a lo largo del tiempo (que es en lo que le insto a que se concentre), tenemos lo que creo que es un margen de seguridad con la valoración, los flujos de efectivo, el balance y lo que creo que estaría dispuesto a comprar un comprador informado. para pagar este negocio en unos pocos años. La mala noticia es que siguen existiendo algunos vientos en contra claros que consisten en antiguos expertos con una gran propiedad de acciones que potencialmente buscan salir debido a cualquier aumento en el precio de las acciones, dos 'compensaciones de COVID' más difíciles de superar, incluido el cuarto trimestre, y problemas continuos en la cadena de suministro. , que puede no disminuir hasta el año fiscal 23. Sin embargo, creo que el verdadero factor decisivo consistiría en la falta de aceleración de los ingresos a partir de la segunda mitad de este año siguiente una mejor inversión en marketing dirigida y lo que espero que sea una normalización posterior a COVID de las tendencias de comercio electrónico. Soy optimista de que muchos de los vientos en contra temporales se desvanecerán y el crecimiento debería acelerarse significativamente en los próximos trimestres.

Nuevas Posiciones

Houghton Mifflin Harcourt (HMHC)

Durante el trimestre asumimos una posición central en Houghton Mifflin Harcourt, una empresa de educación de pequeña capitalización compañía que está experimentando un cambio de negocio estratégico establecido para mejorar su cautiverio de clientes, prop de valor y perfil de margen. Houghton Mifflin es una empresa líder en tecnología educativa y de aprendizaje que brinda servicios principalmente a estudiantes y maestros en los distritos escolares K-12 en las áreas de plan de estudios básico, servicios complementarios y servicios de aprendizaje profesional. Houghton Mifflin se fundó a principios del siglo XX y es muy probable que haya pocos lectores de esta carta que no reconozcan el nombre de su época como estudiante. Durante las últimas décadas, HMHC se ha convertido en un gigante de la industria, con sus productos curriculares básicos de matemáticas, ciencias y lectura penetrando en más del 90% de las escuelas primarias K-12, llegando a 56 millones de estudiantes anualmente. Su negocio de educación consiste en ofertas de planes de estudios **básicos** en los que tienen una participación de mercado del 30% como parte de un oligopolio, así como las **Extensiones de** crecimiento más rápido.

negocio que consiste en materiales complementarios, servicios de aprendizaje profesional e intervención programas para estudiantes que necesitan apoyo adicional para el aprendizaje. Debido a su escala, recursos e inversión en tecnología, Houghton Mifflin ofrece las soluciones más completas y orientadas a los resultados en todo el panorama elemental. Si bien el negocio principal es sólido, el aspecto más atractivo de esta inversión son los esfuerzos digitales de HMHC, así como sus ofertas de extensiones que sugieren oportunidades adicionales de crecimiento con márgenes incrementales muy altos a medida que aumentan su penetración en el gasto anual en material educativo.

A pesar de que las acciones aumentaron significativamente desde sus mínimos de COVID, creo que HMHC se clasifica (y valora) como un cíclico no rentable de crecimiento lento con un historial pobre de creación de valor. La realidad sugiere que HMHC es un negocio generador de efectivo dominante actualmente en un punto de inflexión, con un nuevo costo optimizado

estructura capaz de ofrecer fundamentos sólidos a lo largo de todos los ciclos. Creo que las malas finanzas finales, la naturaleza del gasto en educación vinculado a los ciclos de adopción del estado, contabilidad no tan sencilla relacionada a las ventas de productos digitales, y el impacto relacionado con COVID en el mundo de la educación ha proporcionado una configuración de inversión interesante con la oportunidad de comprar acciones a un precio muy favorable.

Dado el historial, las relaciones y la participación de mercado de HMHC en las ofertas principales, no debería sorprender que la empresa haya podido capturar una demanda significativa de los clientes para sus herramientas de aprendizaje digital. Antes de la pandemia, muchos distritos escolares que estaban significativamente rezagados en la proporción de estudiantes por dispositivo (computadora, tableta, etc.) no tuvieron más remedio que adaptarse durante un período que dejó a muchas escuelas cerradas permanentemente por períodos prolongados. Estos factores requirieron la demanda de herramientas de aprendizaje remoto que cambiaron rápidamente la industria a una proporción de estudiante por dispositivo de 1: 1 en casi todas las aulas de primaria, preparando el escenario para la transformación digital continua de Houghton Mifflin. En el futuro, esta es la rara situación en la que los cambios estructurales acelerados por COVID proporcionarán vientos de cola positivos y duraderos para el negocio. Este reposicionamiento masivo y acelerado debería resultar permanente, ya que sería difícil imaginar que muchos distritos estén interesados en dar un paso atrás en el uso de herramientas digitales efectivas, que ahorran tiempo y eficientes para que los estudiantes puedan seguir cargando libros de texto y hojas de trabajo físicas.

Con los mejores productos, la mayor presencia de ventas en la industria y relaciones duraderas con el distrito, HMHC ha podido hacer avances significativos en este nuevo y creciente panorama digital al proporcionar las herramientas necesarias, acreditadas y basadas en resultados necesarias para mantener a raya la pérdida de aprendizaje relacionada con COVID. Los esfuerzos de varios años han dado como resultado el desarrollo de un negocio digital de rápido crecimiento que genera más de \$ 120 millones en ingresos recurrentes anuales que actualmente son responsables de más del 40% de la facturación TTM. HMHC ha logrado el ajuste del mercado de productos a medida que las ventas digitales crecieron un 123 % año tras año a partir del tercer trimestre, y las cifras de retención neta alcanzan el 150 %. Como era de esperar, el negocio digital viene con un perfil de margen mucho más alto y, en el futuro, el cambio continuo de la mezcla hacia los productos de aprendizaje digital debería tener el efecto de impulsar los márgenes generales del negocio, así como aumentar significativamente la generación de flujo de caja libre. Si esto sucediera, creo que la categorización incorrecta de HMHC descrita anteriormente desaparecerá, lo que conducirá a una posible expansión múltiple.

Una buena configuración de inversión a veces puede consistir en que la gerencia haga una gran apuesta, ya sea personalmente o mediante el cambio de recursos, en un producto o línea de servicio específico, que es exactamente lo que está sucediendo dentro de HMHC. Tras la venta a principios de 2021 de la división de medios y gran impresión de HMHC, HMH Books & Media, No es ningún secreto dónde se encuentra el enfoque de la gerencia, ya que la compañía liberó los recursos para dirigirlos a los servicios de tecnología educativa digital mientras brilla en el frente de asignación de capital al pagar una gran parte de la deuda y reducir significativamente los costos fijos.

Además de los esfuerzos internos altamente efectivos del equipo de administración, actualmente existen vientos de cola significativos en la industria que existen en forma de un mayor gasto en educación por parte de los distritos estatales y locales, con un gran impulso proporcionado por el gasto de "recuperación" destinado al aprendizaje relacionado con COVID. pérdida. Estos dólares entrantes, en decenas de miles de millones, no solo brindan una protección contra pérdidas interesante, sino que también deberían fluir de manera desproporcionada en algunos casos a las empresas educativas líderes en la industria. Con más de \$ 10 mil millones gastados en materiales educativos por año (\$ 7.5 mil millones de los cuales se destinan a las ofertas de Extensions), queda un largo camino para el crecimiento dada la fuerza de ventas de la industria dominante de HMHC y solo el 10% de penetración de facturación. La adopción del plan de estudios es un proceso interesante que, lamentablemente, no siempre se centra en el estudiante o en generar los mejores resultados, pero el historial, la presencia en la industria y la reputación de HMHC brindan enormes ventajas competitivas, ya que siempre se escuchará su discurso, sus aportes de RFP siempre serán lea, y comprar sus productos nunca hará que nadie sea despedido. No veo ninguna razón por la que HMHC no pueda capturar una gran parte del gasto en educación digital a medida que pasa el tiempo.

En el futuro, confío en que HMHC podrá implementar de manera efectiva el flujo de caja futuro en recursos de ventas, desarrollo de productos, recompra de acciones y posibles fusiones y adquisiciones para impulsar aún más el valor. Deberíamos seguir viendo resultados muy sólidos en los próximos años, y existen múltiples vías para hacerlo muy bien al poseer nuestras acciones, especialmente dado nuestro precio de compra de lo que calculo que es un múltiplo de un dígito del flujo de caja libre normalizado. Espero proporcionar más detalles sobre esta inversión en futuras cartas y potencialmente agregar a nuestra posición si se presenta la oportunidad.

***Actualización de HMHC**

A principios de enero, una [noticia \[aparentemente\] filtrada](#) dio lugar a un rumor que indicaba que Houghton Mifflin estaba potencialmente explorando una venta tras una oferta realizada por una firma de capital privado. Los detalles no fueron revelados y este rumor no ha sido confirmado ni negado por la gerencia. No me queda claro el beneficio de poner la empresa a la venta en esta etapa, ni está claro por qué la gerencia consideraría aceptar un precio por debajo de cualquier cosa significativamente más alta que la valoración actual, especialmente dado que los esfuerzos estratégicos de la empresa y la transformación digital apenas están comenzando a inflexionar y podría proporcionar una pista sostenible para un mayor crecimiento y generación de flujo de caja libre en el futuro.

Corporación IDT (IDT)

Mi comentario anterior sobre los propietarios-operadores es apropiado, ya que durante el trimestre asumimos una posición central en IDT Corp., una empresa dirigida por su fundador con un historial increíblemente sólido de creación de valor y múltiples catalizadores en el horizonte para una posible apreciación del precio de las acciones. IDT es una empresa de telecomunicaciones con cero compensaciones que se malinterpreta y se pasa por alto como un negocio de telecomunicaciones confuso, de crecimiento lento y en declive secular que no paga dividendos y tiene finanzas históricas poco atractivas. IDT no es para la multitud de especialistas de la industria, no tendría sentido para las estrategias cuantitativas o de impulso, no está incluido en ningún índice pasivo y tiene una capitalización de mercado inferior a \$ 1 mil millones con el 70% del poder de voto en manos de personas con información privilegiada. Esto deja al pequeño grupo de inversores activos de pequeña capitalización como los únicos participantes que podrían estar interesados en analizar IDT. Agregue el hecho de que la gerencia participa en una conferencia de inversionistas por año y ha hecho poco para obtener cobertura de investigación para IDT o cualquiera de sus subsidiarias, y aquí existe la posibilidad de errores en los precios. Estos factores, junto con la reciente liquidación del mercado, han provocado que IDT parezca infravalorado. mirando algunos años hacia adelante, utilizando supuestos comerciales conservadores. Hasta hace poco, yo estaba entre el grupo descrito anteriormente, ya que estudiar IDT tomó un poco de mi propio camino para apreciar.

El motivo de la falta de atractivo del terreno anterior tiene que ver con el manual histórico de IDT, donde el desarrollo de las subsidiarias comienza con la implementación de la idea, seguida de la ejecución y la incubación, y termina con desbloqueos de valor a través de spin-offs o dividendos libres de impuestos. Desde 2012, cuando se promulgó esta estrategia derivada, IDT se separó de cinco empresas valoradas en casi \$ 3 mil millones y colectivamente distribuyó más de \$ 200 millones en dividendos. Este historial de creación de valor ha dado como resultado que cada dólar invertido en IDT en 2012 tenga un valor de más de 45 dólares en la actualidad. Eso no es un error tipográfico. Sin embargo, una mirada al precio de las acciones de IDT y las finanzas consolidadas de 2012-2020 revelaría nada menos que un 'perdedor' con 8 años de rendimientos planos y un crecimiento limitado de ingresos o ingresos operativos a nivel consolidado. En mi opinión, este enfoque en los números consolidados o de seguimiento, que todavía sucede hoy en día, ha provocado que la mayoría de los inversores pasen por alto e ignoren las acciones de IDT.

Muchos también consideran que IDT es la suma de la historia de las partes y, si bien eso no es incorrecto, la aversión por las inversiones de SOTP, las divulgaciones limitadas y la baja flotación han reducido el universo de inversores interesados en descubrir los aspectos atractivos del negocio. Por cada tesis de la suma de las partes que funciona, hay

sigue siendo otro en el que los valores inmobiliarios no son lo que parecen, una línea de negocio heredada es peor de lo que pensaban los inversores, o una 'parte' de la 'suma' termina sin valor. De esa manera, ciertas valoraciones de la suma de las partes son como la belleza... existente en el ojo del espectador. Sin embargo, con IDT, la filial 'parts' son negocios probados que se ejecutan tremendamente bien, no dependen de los mercados de capital para crecer y tienen espacio para un aumento significativo en el futuro. El equipo de gestión también ha hecho carrera construyendo valor por acción a largo plazo de manera paciente y poco convencional. Hoy, no creo que los inversores estén pagando mucho por *una* de las partes, y mucho menos por la suma.

Además, entre los análisis muy completos disponibles públicamente para IDT que ha publicado [Alta Fox Capital](#) e [Immersion Partners](#), ha habido un gran enfoque en los múltiplos de ingresos para cada una de las subsidiarias en crecimiento. No creo que este sea el enfoque incorrecto dadas las comparaciones entre pares, la reinversión y (hasta hace poco) múltiplos elevados para comps como RingCentral, 8x8, Lightspeed, Toast y PayPal, entre otros. Pero las condiciones del mercado impulsan los múltiplos de ingresos (como algunos están experimentando dolorosamente en este momento), e IDT se ha visto presionado de alguna manera por esta compresión a pesar de tener lo que creo que son los mejores negocios de su clase con enfoques diferenciados, menos competencia, caminos largos para el crecimiento y finanzas superiores.

en las áreas de Transferencia de Dinero, Punto de Venta y Servicios de Comunicaciones Unificadas. Como resultado, podría ser más instructivo tratar de proyectar los márgenes y la utilidad de operación para algunos años, lo que solo sirve para resaltar aún más la manipulación de precios.

Me gustaría resumir mi punto de vista sobre cada uno de los diversos segmentos comerciales y proyectar lo que podrían valer potencialmente dentro de unos años.

Comunicaciones tradicionales

El segmento de comunicaciones tradicionales de IDT se compone de tres negocios separados que consisten en BOSS Servicios de llamadas de Revolution (tarjetas telefónicas prepagas y otros servicios prepagos), llamadas mayoristas de servicios de operador (para terminación de minutos globales) y Mobile Top Up (un servicio de 'recarga' de minutos inalámbricos globales). Juntos, estos negocios representan el 92 % de los ingresos de IDT y generan el 100 % del EBITDA a partir del año fiscal 21. A medida que crecen las llamadas basadas en Internet, los servicios de llamadas móviles y el uso de la tecnología VoIP, pocos argumentarían que los servicios de llamadas tradicionales no están en declive. Como resultado, la mayoría considera que Traditional es un cubo de hielo que se derrite, pero aun así genera un importante flujo de efectivo libre a través del cual invertir en las numerosas subsidiarias de crecimiento de IDT. Más importante aún, el crecimiento del segmento ha sido restaurado recientemente por la gerencia que eliminó una gran cantidad de costos fijos, invirtió en nuevos productos y verticales e incubó una subsidiaria de rápido crecimiento (Mobile Top Up) que podría tener el potencial de transformar todo el perfil de margen de Comunicaciones Tradicionales. En la actualidad, la gerencia ha cambiado a Tradicional de un negocio de línea superior en declive y margen plano a uno que crece a un solo dígito alto con cierto espacio para la expansión del margen. Si bien las llamadas de Carrier Services y BOSS Revolution deberían continuar disminuyendo en línea con las tendencias de la industria, la función Tradicional debe mantenerse respaldada por Mobile Top Up y, como resultado, podrá aumentar los ingresos y el EBITDA en un solo dígito medio-alto. Traditional Communications registró \$ 91 mm en EBITDA para FY21 que

tienen un crecimiento conservador a \$ 115 mm para 2026.

Calculo que las comunicaciones tradicionales por sí solas podrían tener un valor **de \$ 20 por acción de IDT** dentro de unos años . (o 5x EBITDA), compensando a los inversores (en el punto medio) efectivo e inversiones *más* los tres negocios de crecimiento restantes por menos de \$350 millones. En mi opinión, esto sería menos de lo que pagaría un comprador informado por solo *UNA* de las subsidiarias en crecimiento.

Aquí existe la opcionalidad con el negocio de recarga móvil ('MTU'), que aún no se ha desatado, una historia de crecimiento sorprendente dentro de las comunicaciones tradicionales dadas las tendencias recientes de demanda de servicios de recarga móvil.

a través del mundo. Mobile Top Up permite la transferencia de tiempo de uso, mensajes y datos a cuentas móviles dentro de los EE. UU. e internacionalmente donde los clientes pueden comprar una transferencia de minutos de tiempo de uso al agregar un crédito al número de teléfono móvil prepago local del destinatario en cuestión de minutos. MTU ahora genera el 35% de los IDT ingresos totales y ha crecido más de un 20% en los últimos años. Mobile Top Up vende sus servicios a través de socios minoristas y directamente al consumidor. El canal minorista tiene un margen muy bajo dados los pagos a los proveedores, mientras que los directos al consumidor tienen aproximadamente 3 veces los márgenes dada la menor dependencia de los socios operadores móviles, por lo tanto, tarifas y comisiones más bajas. COVID aumentó drásticamente el cambio de MTU a ventas directas al consumidor, que de persistir tendrá como resultado transformar significativamente todo el perfil de margen de Tradicional, lo que resultó en una generación de flujo de efectivo significativamente mayor.

Si bien aún no se ha desglosado la economía unitaria de MTU, mi trabajo indica que a medida que el porcentaje de ventas directas al consumidor continúa creciendo durante los próximos años, MTU podría generar una porción significativamente mayor de los ingresos de comunicaciones tradicionales con un camino para duplicar el bruto y los márgenes EBITDA de un solo dígito medio hoy a dos dígitos bajos. Un negocio que crece más del 20 % por año mientras expande los márgenes, valorado en 15 veces el EBITDA, podría tener un valor cercano al valor empresarial total de IDT en la actualidad.

Como prueba de cordura, el negocio de recarga global Ding Mobile, una compensación decente para MTU, recibió [una inversión estratégica en septiembre de 2021 valorando el negocio en 20x EBITDA](#). Usar el mismo múltiplo para Mobile Top Up, que tiene márgenes brutos y EBITDA más altos, reflejaría una valoración de \$ 600 millones o **\$ 22 por acción de IDT** solo para Mobile Top Up. Además, Mobile Top Up tiene vías adicionales para el crecimiento, incluida la expansión geográfica y ventas adicionales, como la entrega de tarjetas de regalo.

Sin mencionar la **recarga** móvil, al precio de hoy, los inversores están pagando 8,6 veces el EBITDA **por todo IDT mientras obtienen** los tres negocios en crecimiento, la destreza de asignación de capital de la gerencia y la futura opcionalidad incluido en ese precio.

Transferencia de dinero del jefe

Una de las mayores fortalezas de IDT consiste en la capacidad de aprovechar las relaciones existentes con los clientes en nuevos productos, servicios y líneas comerciales. BOSS Money Transfer es una división de la marca de llamadas BOSS Revolution de IDT mediante la cual IDT está aprovechando las relaciones con los clientes existentes y la distribución mediante el desarrollo de un negocio de transferencia de dinero dirigido a los clientes de BOSS Revolution (un grupo de 3 mm solo en los EE. UU.), entre otros. BOSS Money Transfer es un servicio internacional de remesas de dinero diseñado para permitir que los clientes envíen dinero a destinatarios en 37 países, a 306 000 ubicaciones o digitalmente a través de la aplicación Boss Money. Los clientes pueden hacer que el efectivo esté disponible para el retiro, seleccionar la entrega a domicilio o digital a una billetera móvil, o enrutar una transacción a una cuenta bancaria. Durante los últimos doce meses se han realizado más de 8 millones de transacciones. procesado, con BOSS Money en camino de reportar más de \$60 millones en ingresos para el FY22.

BOSS Money genera ingresos sobre la base de una tarifa por transacción, donde las transacciones deberían seguir aumentando a medida que IDT explora nuevas geografías, aumenta la penetración minorista y la aplicación BOSS Money continúa afianzándose. Este último punto es importante ya que un gran porcentaje de las transacciones se realizan actualmente a través de la aplicación, que conlleva costos de adquisición de clientes más bajos debido a la naturaleza directa de las transacciones, una alta tasa de repetición de clientes del 80 %, baja rotación y mayores márgenes brutos como comisiones minoristas. son eliminados. La industria de remesas de dinero es masiva y altamente competitiva con Boss Money como un jugador pequeño, pero satisfacen una necesidad crítica de los clientes que dependen de los servicios de remesas de dinero para enviar fondos a amigos y familiares fuera de los EE. UU. Esto, sumado al creciente mercado de servicios de remesas digitales, debería continuar brindando un largo camino para el crecimiento de clientes y transacciones.

La adquisición eficiente de clientes, la expansión de la red de pagos y la entrada a nuevas geografías como Canadá y el Reino Unido han permitido que BOSS Money casi duplique sus transacciones cada año durante los últimos cuatro años. Las transacciones crecieron un 18 % año tras año durante el primer trimestre de 2022 y, excluyendo el impacto de las condiciones del mercado de divisas que afectaron positivamente los ingresos y las transacciones durante la segunda mitad del año fiscal 2020 y la primera mitad del año fiscal 2021, las transacciones habrían aumentado un 38 % año durante el año.

Estimo que el volumen de transacciones de BOSS Money crecerá a una tasa de entre 10 y 12 años en su camino hacia el procesamiento. más de 15 mm en transacciones para 2026 con tarifas de transacción que crecen en dos dígitos bajos a alrededor de \$ 6.75 / transacción. Estimaría, de acuerdo con las empresas de pago y los pares de pagos digitales, que BOSS podría obtener márgenes EBIT del 18-20 % a lo largo del tiempo, generando (en el punto medio) \$19 mm en EBIT con un poco más de \$100 mm en ingresos durante los próximos años . Dado el posicionamiento competitivo, las oportunidades de expansión, la oportunidad de transacciones digitales y el crecimiento de BOSS, creo que se justifica un múltiplo de mercado de los ingresos operativos. A 15x EBIT, BOSS Money valdría \$ 285 mm o **\$ 10 por acción de IDT**. Creo que esta valoración puede resultar conservadora en 2,8 veces los ingresos.

Net2Phone

Net2Phone es el negocio de servicios de comunicaciones unificadas (UCaaS) de rápido crecimiento de IDT que se fundó en la década de 1990 antes de los avances en la tecnología basada en la nube, luego se vendió a AT&T y posteriormente recomprado por IDT en 2006. En pocas palabras, los servicios UCaaS son herramientas modernas de comunicación empresarial basadas en la nube que consisten en funciones como llamadas basadas en la nube, mensajería en la oficina, videoconferencias y capacidades de subcontratación del centro de conferencias.

La industria UCaaS es grande (se estima que será un mercado de \$ 70 mil millones en unos pocos años) y está creciendo rápidamente entre 20-25% por año. Existe una gran oportunidad para que las empresas de UCaaS desempeñen un papel en la transición de la mayoría de los clientes locales o de centralitas privadas (PBX) a la nube, y muchos de los principales jugadores de UCaaS citan un TAM de más de 400 millones de clientes potenciales o 'asientos'. Cualquiera que haya utilizado herramientas modernas de comunicación en la oficina comprenderá las ventajas y los beneficios sobre las líneas telefónicas de oficina tradicionales, ya que UCaaS requiere un hardware mínimo o nulo, menos mantenimiento continuo y proporciona una comunicación más fluida. Net2Phone ha estado desarrollando su propia plataforma de comunicación durante cinco años y ahora vende sus servicios a través de representantes de ventas directas, socios agentes maestros y una red de más de 5000 socios de canal (revendedor, proveedor de servicios, vendedor, etc.).

La industria de UCaaS en los EE. UU. es altamente competitiva con bajas barreras de entrada, poca diferenciación en forma de tecnología mercantilizada y actualmente experimenta entre los titulares una "apropiación de tierras" total.

lo que resulta en descuentos, pagos de incentivos masivos a los socios de canal y una 'carrera hacia el fondo' de precios/ARPU (suena atractivo, ¿verdad?). El enfoque en aterrizar y expandirse es el resultado de la rigidez exhibida por los clientes, ya que muchos quieren elegir un proveedor todo en uno para los servicios UCaaS, y los ingresos en la parte final de un contrato son un margen muy alto luego de una alta adquisición de clientes por adelantado. aumentar su recuento de asientos.

IDT y Net2Phone tomaron la decisión consciente (e inteligente) de diferenciarse atacando geografías fuera de los EE. UU., incluida América del Sur, y centrándose en pequeñas y medianas empresas con tan solo 25 a 100 puestos donde hay menos competencia y la incapacidad para grandes fuerzas de ventas de la empresa para hacer que la economía de la unidad funcione. A pesar de las barreras de entrada muy bajas en los EE. UU., América del Sur es un mercado muy diferente que requiere relaciones, socios de canal e infraestructura establecida para tener éxito.

Actualmente, más del 50 % de los puestos de Net2phone se encuentran fuera de los EE. UU., y su ventaja de ser los primeros en moverse, el uso de socios de canal y los costos favorables de adquisición de clientes les permiten obtener márgenes brutos superiores a sus

Pares UCaaS. Si bien los inversionistas pueden resistirse a pagar un múltiplo superior a sus pares por una empresa que vende cuentas de 25 puestos a la oficina de contabilidad de Joe Shmoe en Brasil, las soluciones galardonadas, la propuesta de valor y los incentivos para los socios de canal de Net2Phone les han ganado clientes como ESPN Brasil, Allstate, Shopify y Berkshire Hathaway Home Services.

Este enfoque geográfico ha resultado en un crecimiento de asientos superior al 50% durante los últimos años a más de 250,000 asientos totales con los mercados fuera de EE. UU. representando los segmentos de más rápido crecimiento. Durante el primer trimestre de 2022, Net2Phone reportó un crecimiento del 58 % en América Latina año tras año frente al 42 % en EE. UU. El sur La oportunidad en Estados Unidos es tremenda, ya que hay una competencia significativamente menor para Net2Phone en estas geografías dado el gran enfoque en las regiones de EE. UU., Europa y APAC. Para poner esto en perspectiva, una lectura completa de los informes anuales y conferencias telefónicas de cada competidor, además de hablar con expertos de la industria, competidores, proveedores, empleados, clientes y equipos de gestión, reflejó un resultado *cercano a cero* . centrarse en América del Sur. Curiosamente, esto no se debe a la falta de atractivo de la geografía. Si bien las grandes cuentas no constituyen la mayor parte de las posibles adiciones de asientos, la infraestructura sudamericana se basa en gran medida en PBX, lo que proporciona una larga vía de crecimiento entre las muchas empresas disponibles para la transición a UCaaS durante los próximos cinco años. Especialmente largo para el pionero con la mayoría de los socios de canal.

Dado el enfoque de las pequeñas empresas y la competencia de EE. UU., es probable que Net2Phone no sea inmune a las ligeras disminuciones en el ARPU en el futuro, por lo que con estimaciones conservadoras tanto para el crecimiento de asientos como para la desaceleración del ARPU de sus tasas de crecimiento recientes, estimo que Net2Phone puede alcanzar más de 600,000 asientos para 2026, ganando alrededor de \$ 16 / asiento en ingresos recurrentes mensuales, un 11% menos que hoy. Esto fijaría los ingresos totales de Net2Phone en 115 millones de dólares. Con un margen operativo proyectado del 20 %, ligeramente por debajo de sus pares al vencimiento proyecciones, Net2Phone podría generar alrededor de \$ 23 mm en ingresos operativos. No creo aplicar un ligeramente por encima del múltiplo de mercado de 16x sería notorio dadas las ventajas geográficas de Net2Phone, los márgenes brutos, las tasas de crecimiento líderes en la industria y la pista continua para la expansión. En este escenario, la propiedad del 86,4 % de IDT en Net2Phone valdría 317 millones **de dólares o 12 dólares por acción de IDT**. Creo que esta es una valuación increíblemente conservadora, ya que este escenario implica una valuación de ingresos de 3.2x cuando los pares en el espacio han negociado regularmente por una mediana de ingresos de 6.6x con negocios maduros de crecimiento más lento en el extremo inferior y los de crecimiento más rápido con adolescentes altos para múltiplos bajos de 20.

Soluciones Minoristas Nacionales

National Retail Solutions o 'NRS' es la plataforma de pago y punto de venta de IDT que se vende en los mercados de supermercados, bodegas y tiendas de conveniencia de un solo operador. NRS siguió el camino de 'negocios que se están incubando dentro de IDT' y se lanzó oficialmente en 2016 al aprovechar las más de 40,000 relaciones minoristas que IDT tiene a través de la venta de sus productos de tarjetas telefónicas prepagas BOSS Revolution. Los terminales de punto de venta (hardware) se venden a los clientes por un pago único por adelantado, mientras que NRS también genera ingresos a través de suscripciones mensuales de software, tarifas de procesamiento de pagos a través de NRS Pay y la venta de datos y pantallas de publicidad exterior. El desarrollo de una solución de punto de venta personalizada para su base de clientes preexistente no solo permitió a IDT incursionar como pioneros en los mercados de inmigrantes, tiendas de conveniencia y bodegas, sino que también les permitió adaptar una solución especializada fuera de el enfoque de talla única para otros negocios de POS empresariales.

Los esfuerzos de IDT en esta área han dado como resultado un crecimiento de terminales NRS de alrededor del 40 % anual durante los últimos tres años, después de haber superado las 15 000 terminales instaladas a partir del primer trimestre de 2022. Es importante destacar que la base instalada de clientes de terminales ahora se puede vender más procesamiento de pagos/comerciante capacidades de servicios a través de NRS Pay, así como características y funcionalidades adicionales, como capacidades de gestión de inventario y protección remota de efectivo, entre otras. Hoy, las cuentas de procesamiento de pagos representan solo el 45% del total de terminales,

lo que indica un camino largo para el crecimiento que proporcionará tanto un aumento del ARPU como del margen bruto para las nuevas cuentas de NRS Pay.

Las inversiones en representantes de ventas y un centro de llamadas bilingüe han comenzado a dar sus frutos, ya que los resultados trimestrales más recientes reflejaron un aumento del 104 % en los ingresos año tras año, mientras que los ingresos por terminal crecieron un 63 % durante ese mismo periodo. Esto sigue la trayectoria de crecimiento de tres dígitos que NRS ha visto desde que reveló públicamente los detalles del segmento en 2018. Para IDT, el proceso de ventas es menos intensivo de lo que sería para los competidores debido a las relaciones integradas, así como a los requisitos bilingües para que los vendedores de IDT penetrar estos mercados. Por lo general, NRS reemplazaría una caja registradora heredada en lugar de otro sistema POS, porque muchos propietarios de tiendas estaban formados por familias inmigrantes menos familiarizadas con la tecnología POS moderna y porque este mercado sigue sin penetración debido a la naturaleza única para todos. negocios de puntos de venta empresariales y falta de fuerzas de ventas especializadas. IDT estima que el TAM para NRS es un gran porcentaje de las 200,000 tiendas de conveniencia y bodegas de un solo operador en toda la industria,

proporcionando una pista importante para el crecimiento. Es importante destacar que IDT implementó recientemente capacidades de autoinstalación para comerciantes, que ya no requieren la presencia física de una persona de ventas o tecnología, lo que debería tener el efecto de acelerar aún más el crecimiento.

Si bien ciertamente hay competidores más grandes y mejor capitalizados, especialmente en el lado empresarial, IDT se contenta con dejar que sus pares luchan por las tiendas de conveniencia, restaurantes y estaciones de servicio de múltiples ubicaciones a medida que NRS continúa atacando su nicho. Lo que es más importante, no quedan competidores con los datos y la oportunidad de publicidad que *no se puede exagerar*. NRS recopila datos de escaneo increíblemente valiosos en cada transacción, lo que brinda una mirada al comportamiento del consumidor en mercados y geografías típicamente desatendidos.

Los clientes comerciantes de NRS podrían proporcionar a las empresas de CPG información sobre el comportamiento de compra en categorías clave de tiendas de conveniencia, como alcohol, tabaco, bebidas y refrigerios. Múltiples operadores de la industria han confirmado que los datos básicos de las transacciones (como las compras de tabaco/bebidas) se pueden vender por montos de hasta \$1,000 al mes. Los ingresos recurrentes mensuales de NRS por terminal son actualmente de \$196. Además, NRS puede empaquetar, segmentar y trocear los datos para proporcionarlos de forma personalizada a las empresas de CPG y tabacaleras.

lo que significa que potencialmente podrían firmar múltiples acuerdos por terminal en el futuro. La oportunidad se puede ilustrar así: si NRS entrara en 5 acuerdos de datos a solo \$ 65 / mes, obtendría \$ 325 de ingresos recurrentes mensuales solo con **SOLO** datos, en comparación con el MRR **TOTAL** de \$ 196 en este momento. Eliminando cualquier conjetura, están los acuerdos que NRS tiene actualmente con Swisher y Turning Point Brands para los datos de compra de tabaco. En mi opinión, existe una oportunidad de **MRR de \$400-500 por terminal** para que NRS avance y actualmente se encuentra en las primeras etapas. En este caso, la economía se acumularía para NRS muy rápidamente y de manera muy lucrativa. La base instalada actual de terminales es de 15.100. En 25.000 terminales en pocos años

hacer potencialmente \$ 5,000 ARR por terminal lleva a NRS a \$ 125 millones en ingresos recurrentes. Con unos ingresos conservadores multiplicados por 10, la propiedad del 83,5 % de IDT en NRS valdría más de 1000 **millones de dólares**, o 38 dólares por acción, en comparación con un valor empresarial de 776 millones de dólares para **TODO** IDT en la actualidad. En particular, las terminales de 25k solo representarían una pequeña fracción del mercado total direccionable.

Aunque sería falso proyectar un crecimiento de los ingresos a tasas de tres dígitos en el futuro, estima que NRS podría terminar 2026 con ingresos en el rango de \$ 160-190 mm, el extremo superior de los cuales representaría solo un crecimiento del 35% a partir de hoy. A medida que las ventas de datos y publicidad se conviertan en un porcentaje más alto de los ingresos por terminal, casi un 100 % de margen en efectivo, estimo que NRS podría publicar entre 30 y 35% de márgenes operativos. Un negocio con un crecimiento superior al 30 % con ingresos recurrentes, poca rotación, competencia limitada y una pista de crecimiento largo continuo con esas unidades económicas debería valer al menos 20 veces el EBIT. En el punto más bajo de ese rango de ingresos y márgenes y utilizando un múltiplo de 20x, NRS valdría la pena \$960mm o \$35/por acción de IDT. Creo que estas suposiciones demostrarán ser increíblemente conservadoras. especialmente a medida que se afianza la oportunidad de los datos. Creo que NRS es el mejor margen bruto de su clase, el ARPU más alto y

las CAGR de ingresos entre pares y el valor de la ubicación con una competencia limitada deberían permitirles operar con una prima frente a las comps (aunque no hay grandes comps). Además, [en septiembre se completó una transacción mediante la cual Alta Fox Capital adquirió el 2,5% de NRS por \\$10 millones](#), lo que implica una valoración de \$ 400 mm o 19 veces los ingresos actuales. La anualización de los ingresos de NRS del primer trimestre de 2022 implica que para fin de año, los ingresos se habrán duplicado desde que se anunció el acuerdo.

Según la gerencia, el valor de NRS se desbloqueará a través de una escisión libre de impuestos dentro de 12 a 24 meses, dependiendo del progreso comercial y las condiciones del mercado. Lo que es más importante, el crecimiento de las terminales no requiere nada más que el bloqueo continuo y el abordaje de un producto con una propuesta de valor muy alto para los clientes.

Poniendolo todo junto

Como se mencionó anteriormente, la valoración de las subsidiarias de crecimiento de IDT generalmente ha requerido un enfoque de múltiplos de ingresos dado que están en modo de crecimiento y, por lo tanto, reinvierten (como debe ser) mientras generan ligeras pérdidas operativas.

La utilización de múltiplos de ingresos *conservadores* por debajo de las valoraciones de los pares a pesar de los aspectos competitivos discutidos anteriormente generaría un precio de la acción de alrededor de \$60 para 2023, o un 70 % más que el precio actual. Hago hincapié en la palabra conservador dados los múltiplos más bajos que los pares, la exclusión de la opción de recarga móvil y un múltiplo bajo de EBITDA para las comunicaciones tradicionales, suponiendo un crecimiento cero en el flujo de efectivo a partir de hoy.

Precio de las acciones de IDT (25/01/22)	\$35.85
Acciones en Circulación (<i>mm</i>) (<i>Clase A&B</i>)	25.7
Tapa del mercado	\$921.3
Dinero en efectivo	\$145.0
Deuda	\$0.0
Valor de la empresa	\$776.3
2023	
Comunicaciones tradicionales @ 5x EBITDA Net2Phone	\$450.0
@ 3.0x ingresos Boss Money @ 3.5x ingresos NRS @	\$225.0
8.0x ingresos (+) Caja (-) EV corporativo	\$210.0
	\$600.0
	\$153.0
	-\$80.0
	\$1,558.0
Valor por acción	\$61.10
al revés	70%

Con un valor empresarial de \$776 millones hoy, los inversionistas están pagando 8.6x EBITDA de comunicaciones tradicionales por **TODO IDT** y pagan poco o nada por los tres negocios en crecimiento que generarán más de \$200 millones en ingresos recurrentes para 2023, con spin-offs en el horizonte . En particular, las acciones se negociaron por encima de este precio como recientemente como noviembre después de dos trimestres fenomenales, solo para disminuir significativamente debido al mercado venta masiva que afectó especialmente a las empresas de pequeña capitalización.

La suma de las valoraciones de 2026 descritas anteriormente arrojaría un precio de acción de **\$ 75 por acción** o más del 100 % al alza con respecto al precio actual. Tenga en cuenta que esto excluye un desglose de Mobile Top Up, así como también reduce el efectivo y las inversiones a \$ 20 mm, reservando \$ 125 mm para posibles daños relacionados con la demanda en curso de IDT con Straight Path Communications (mencionado a continuación).

Precio de las acciones de IDT (25/01/22)	\$35.85
Acciones en Circulación (mm) (acciones Clase A&B)	27.5
Tapa del mercado	\$985.9
Efectivo (restar \$ 125 mm por demanda)	\$20.0
Deuda	\$0.0
Valor de la empresa	\$965.9
2026	
Comunicaciones tradicionales @ 5x EBITDA (incl. MTU)	\$575.0
Net2Phone @ 16x EBIT	\$317.0
Boss Money @ 15x EBIT	\$285.0
NRS @ 20x EBIT (+) Efectivo	\$960.0
(-) Corporativo	\$20.0
	-\$80,0
VE	\$2,077.0
Valor por acción	\$75.53
al revés	111%

Suponiendo que mis proyecciones de NRS estén respaldadas por la ejecución, los inversores obtendrán NRS por todo el valor empresarial de IDT, lo que le otorgará Traditional Communications, Boss Money y Net2Phone de forma gratuita. Alternativamente, la compensación de Tradicional del valor empresarial anterior deja \$ 390 millones que se pagan por los tres negocios de crecimiento restantes. En otras palabras, no importa cómo se corte, IDT parece estar muy infravalorado, ya que los inversores pagan poco hoy por el crecimiento y la opcionalidad. Además, creo que los giros potenciales de Net2Phone y NRS no solo servirían para resaltar el atractivo de estos negocios, sino que también eliminarían a los equipos de gestión de cada unidad de las limitaciones de IDT que ha históricamente ha sido muy disciplinado en el gasto para el crecimiento. En este caso, la ventaja podría ser aún más significativa.

Trabajar a favor de IDT es su historial de satisfacción del cliente obtenido al brindar apoyo y servicios críticos a grupos de personas y comunidades desatendidos. Cuando el mercado zigzaguea, IDT zigzaguea y, como resultado, se ha centrado en dedicar tiempo a geografías y mercados menos competitivos, ya sea que ese sea el enfoque en tiendas de conveniencia de una sola ubicación a través de NRS en comunidades de inmigrantes. (a diferencia de las ventas empresariales) o su presencia en el mercado de América del Sur y Brasil con Net2Phone (a diferencia de los mundos de perros y gatos de las regiones de EE. UU., Europa y APAC). Entonces, no debería sorprender que los servicios de transferencia de dinero de NRS, Net2Phone y Boss sean los proveedores preferidos para cada uno de sus mercados finales con la satisfacción del cliente que conduce a la permanencia, la baja rotación y el potencial de ventas adicionales para impulsar un ARPU más alto dentro de cada uno. negocio.

Un argumento bajista contra IDT consiste en reclamos de nepotismo, ya que una mirada a través de la declaración de poder y la composición de la junta revelaría que ciertamente les gusta mantenerlo en la familia. También hay un [juicio pendiente](#) que involucre a Straight Path Communications donde cualquier daño potencial debe resolverse a través del

moción pendiente para desestimar o un arreglo pequeño. La mitigación de esto son las personas dentro de la organización, así como el historial de creación de valor de IDT, que es innegable. Pondría a los equipos de gestión a la cabeza de cada una de sus unidades de negocio frente a cualquier operador de negocio con el que me haya cruzado. Este grupo es apasionado, hambriento, conocedor y está dispuesto a probarse a sí mismo, mientras mantiene la disciplina en los costos e implementa cuidadosamente sus estrategias. Muchos de los empleados de IDT tienen más de 10 a 15 años en el cargo, lo que se puede atribuir a la cultura fuerte y descentralizada dirigida por los empleados, donde se permiten (y se recompensan) los riesgos calculados, se adoptan actitudes empresariales y se les da a los gerentes el margen de maniobra y la libertad para tomar el control de sus unidades de negocio para impulsar los mejores resultados. Estoy encantado de ser parte de la cultura de IDT, que continuará impulsando sus diversos negocios. Me gusta la configuración aquí y creo que nuestras acciones podrían valer mucho más de lo que pagamos dentro de unos años.

Comentario amplio del mercado

Mientras escribo esta carta, los mercados están respondiendo negativamente al miedo y la incertidumbre con respecto al aumento de la inflación, los posibles aumentos de las tasas y la contracción múltiple entre un universo de grandes empresas tecnológicas no rentables. No me queda claro si la caída se detendrá o si la caída del mercado recién comienza.

Si bien hablar de aumentos de tasas en lugar de aumentos de tasas reales (que el mercado puede sacudirse a veces) parece hacer que el mercado caiga a toda velocidad, es posible que el miedo frente a la racionalidad esté comenzando a dominar, como últimamente he podido tamizar a través de canastas de acciones que contienen buenos negocios, por debajo de entre un 30 y un 70% de sus precios recientes. Desafortunadamente, muchas de nuestras participaciones no han sido inmunes a esta actividad negativa del mercado y, de hecho, durante la caída de un mes entre noviembre y diciembre, cuando los índices apenas se movieron desde los máximos históricos, hubo una carnicería notable bajo la superficie entre nuestro universo de empresas, algunos de los cuales son de nuestra propiedad.

Aunque no puedo predecir cómo el libro de jugadas de la Reserva Federal o la volatilidad a corto plazo afectará las carteras de los clientes, perversamente, cuanto más bajo sea el mercado, más optimista me vuelvo debido a mi disposición a buscar gangas y las mayores posibilidades de obtener rendimientos descomunales en el futuro. A pesar de que la pandemia causó estragos en la gran mayoría de las pequeñas empresas privadas, en algunas áreas de los mercados públicos hizo lo contrario, reforzando las propuestas de valor y obligando a los equipos de gestión a tomar las medidas necesarias y rápidas para racionalizar las estructuras de costos, recortar gastos y dedicar tiempo a proyectos de alto valor/iniciativas de reinversión. Estoy empezando a encontrar oportunidades que encajan en este molde y me intrigan las nuevas ideas potenciales que estoy investigando. Además, si la dirección elegida por el mercado es a la baja, aumentaré las participaciones de mi familia en Greystone, ya que estamos alineados y somos lo suficientemente pacientes como para seguir con inversiones que pueden tardar en dar sus frutos.

Desarrollos recientes

Greystone agregó un nuevo cliente durante el trimestre, con Twitter, varias plataformas de inversión y referencias como nuestras mayores fuentes de nuevos socios. Estoy increíblemente agradecido por el grupo diverso y bien informado de clientes que tenemos, muchos de los cuales agregaron a sus cuentas durante este reciente episodio de volatilidad. Les he dicho esto antes a muchos de ustedes, pero llegaremos tan lejos como nos permitan llegar, y con el grupo actual de personas que invierten en la empresa, me gustan nuestras posibilidades de éxito de inversión a largo plazo. Dicho esto, doy la bienvenida a las nuevas incorporaciones a la empresa, y las referencias siempre son útiles, ya que los socios adecuados solo sirven para fortalecer nuestra base de recursos y las posibilidades de éxito. Greystone ciertamente no es para todos, pero como dije al principio, mi visión ingenua es que si nuestros resultados son sólidos y me hago fácil de encontrar, las personas adecuadas se unirán a nosotros.

Estoy increíblemente agradecido con los clientes que aprecian lo que estoy tratando de construir y han decidido ser parte de ello. Queda un camino increíblemente largo por recorrer, pero estoy satisfecho con lo que hemos logrado hasta ahora, y me he divertido más operando Greystone que haciendo cualquier otra cosa en mi vida. Gracias por la oportunidad de administrar sus ahorros ganados con tanto esfuerzo y espero que 2022 sea un año saludable, feliz y productivo para todos.

No dude en comunicarse en cualquier momento. Gracias por leer.

adam wilk

Gestión de capital de Greystone

www.greystonevalue.com

Correo electrónico. adam@greystonevalue.com

Directo. 302.593.4483

Descargo de responsabilidad: el rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Invertir implica riesgos que los clientes deben estar preparados para asumir, incluidos, entre otros, la pérdida parcial o total del capital invertido originalmente. Invertir en empresas de pequeña y micro capitalización puede resultar en una volatilidad adicional y un mayor riesgo debido a una capitalización de mercado comparativamente baja, una mayor sensibilidad a las condiciones económicas y de mercado, y recursos administrativos y financieros más limitados. Además, las pequeñas empresas suelen comerciar en menor volumen, lo que las hace más difíciles de comprar o vender en el momento y precio deseados o en la cantidad deseada. Consulte el folleto Form ADV Part 2 para obtener más información sobre Greystone Capital Management y su personal.



CARTA TRIMESTRAL

2021 | vol. 4





15 de febrero de 2022

Estimados socios y amigos,

A veces, quedarse quieto y no hacer nada es lo más difícil de hacer. Esto es especialmente cierto durante períodos volátiles como los últimos meses, donde hemos visto grandes caídas en los precios de las acciones de empresas tecnológicas de todo el mundo.

Todo esto se desencadenó inicialmente por las conversaciones sobre la necesidad de que la Reserva Federal aumentara las tasas de interés a corto plazo para combatir el aumento de la inflación. De hecho, es un giro brusco que se aleja del entorno de dinero fácil de los últimos años. Pero si los inversores adoptan una perspectiva a más largo plazo, es poco probable que este ruido tenga un gran impacto en el éxito final de nuestra cartera.

Periodo de tiempo	Hayden (Neto) ¹	S&P 500 (SPXTR)	Mundo MSCI (ACWI)
20142	(4,9%)	1,3%	(0,9%)
2015	17,2%	1,4%	(2,2%)
2016	3,9%	12,0%	8,4%
2017	28,2%	21,8%	24,4%
2018	(15,4%)	(4,4%)	(9,2%)
2019	41,0%	31,5%	26,6%
2020	222,4%	18,4%	16,3%
1er Trimestre	1,3%	6,2%	4,9%
2do Trimestre	17,9%	8,6%	7,1%
3er Trimestre	(2,8%)	0,6%	(1,3%)
4to Trimestre	(27,5%)	11,0%	7,0%
2021	(15,8%)	28,7%	18,7%
Anualizado	24,6%	14,8%	10,8%
Regreso trotal	380,7%	168,4%	107,3%

¹ Los rendimientos de Hayden Capital se calculan netos de las tarifas reales deducidas directamente de las cuentas de los clientes, para el período desde el inicio (13 de noviembre de 2014) hasta el 31 de diciembre de 2020. A partir del 1 de enero de 2021, el rendimiento informado refleja una cuenta representativa, administrada de acuerdo con la estrategia de Hayden sin pautas o limitaciones de inversión específicas del cliente, no realizó inversiones ni reembolsos posteriores y permanece invertida. La cuenta representativa pagó una comisión de gestión del 1,5% y comisiones de incentivo del 0%. Los clientes que eligen la opción de comisión por rendimiento para sus cuentas pueden pagar comisiones más altas y, por lo tanto, obtener rendimientos netos más bajos durante los años de fuerte rendimiento de la inversión. Los rendimientos individuales pueden variar según el momento de la inversión y su programa de tarifas específico. Los resultados de rendimiento son netos de gastos, comisiones de gestión y comisiones de incentivos. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

² Hayden Capital se lanzó el 13 de noviembre de 2014. El rendimiento tanto de Hayden Capital como de los índices refleja el rendimiento a partir de esta fecha.

Dónde estará nuestra cartera en los próximos cinco a diez años, dependerá más de si los consumidores de los mercados emergentes continuarán cambiando sus hábitos de compra de fuera de línea a en línea y nuestras empresas pueden seguir siendo el principal destino de comercio electrónico, o si los consumidores de EE. expandirse y arraigarse en la vida de los consumidores principales. En una década, ciertamente no hará mucha diferencia en el éxito de nuestra cartera, si las tasas de interés a corto plazo están en 0% o 3%.

Si bien un cambio drástico en el entorno de las tasas de interés es doloroso a corto plazo para nuestras empresas (que tienden a ser más tempranas en sus ciclos de vida y no obtendrán ganancias hasta más adelante en el futuro) y, por lo tanto, presiona la valoración multiplicando el mercado. coloca en ellos, nada de esto cambia el componente de ganancias / trayectoria fundamental para nuestros negocios. Y ciertamente no estábamos respaldando nuestras inversiones esperando que las bajas tasas de interés de hoy persistieran cuando las compramos.

En efecto, si bien el aumento de las tasas de interés afectará la tasa de descuento que el mercado coloca en los flujos de efectivo futuros de nuestro negocio, creemos que el crecimiento exponencial en este perfil de flujo de efectivo compensará con creces el viento en contra de la valuación con el tiempo.

**

Como se mencionó, es difícil no hacer nada en mercados como los que hemos tenido en los últimos meses, cuando sus instintos primitivos le gritan que haga algo, cualquier cosa, para que el dolor se detenga. Pero es durante estos tiempos que necesitamos respirar profundamente, pensar un poco más y darnos cuenta de que en realidad poco ha cambiado en el panorama general. Todavía estamos muy seguros de que en cinco años, nuestros negocios valdrán muchos múltiplos más de lo que están negociando hoy.

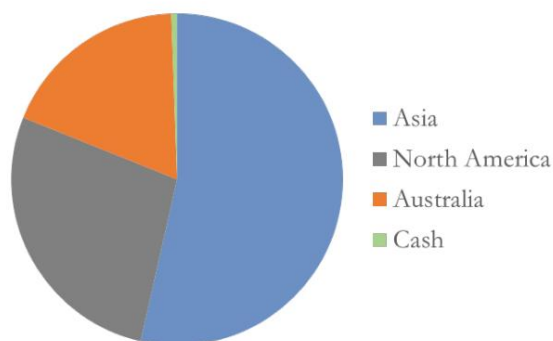
En todo caso, creo que es en momentos como estos en los que debemos ser agresivos, para aprovechar las ofertas que el mercado nos ofrece temporalmente.

Esta es la razón por la que enviamos un correo electrónico a nuestros socios hace unas semanas en nuestra segunda "llamada de capital" y por la que seguimos "golpeando la mesa" hoy. Si bien las próximas semanas y meses sin duda serán difíciles, sigo teniendo mucha confianza en la sostenibilidad a largo plazo de nuestros negocios y sus eventuales perfiles de margen.

Creo que hay una "curva de rendimiento de acciones" en los mercados, que actúa de manera similar a un "balancín". En tiempos de pánico, los inversores naturalmente se orientan más a corto plazo (los instintos de supervivencia se activan). A medida que el peso se amontona desproporcionadamente hacia un extremo del balancín, la pendiente de la balanza se vuelve más pronunciada. Como tal, los inversores que pueden adoptar una perspectiva de varios años e invertir en el otro extremo de la balanza, serán compensados mucho más por el riesgo que están asumiendo, en comparación con solo unos pocos meses atrás. Es aprovechando periodos como estos, que se hacen los retornos generacionales.

Localización geográfica %

A partir de 31 de diciembre de 2021



Durante el cuarto trimestre, nuestra cartera disminuyó un -27,5%. Esto resultó en una pérdida de -15,8 % para todo el año 2021. Esto se compara con el rendimiento de +28,7 % del S&P 500 y del +18,7 % del MSCI World en 2021. Hemos generado un retorno anualizado de +24.6% para nuestros socios, desde el inicio de nuestra cartera hace más de 7 años.

Mientras tanto, nuestra cartera finalizó el año con ~54 % de nuestros activos invertidos en Asia, ~18 % en Australia y ~28 % en América del Norte, con el resto en efectivo.

Tomando el camino largo y rocoso

Alguien una vez describió a Hayden como el de un fabricante de píldoras farmacéuticas: resolvemos una enfermedad (de inversión) de una manera específica y (con suerte) lo hacemos bien. Pensé que era una analogía bastante adecuada cuando la escuché. Ciertamente, no somos un médico general que puede diagnosticar y derivar a un paciente a múltiples especialistas, con el objetivo de administrar su salud financiera general (en nuestra industria, ese es un trabajo que se deja a los administradores de patrimonio y los CIO institucionales).

Es por eso que animo activamente a nuestros socios a diversificar la mayoría de sus carteras fuera de Hayden. Esto no solo es saludable para la salud financiera de nuestro socio, sino que a su vez hace que nuestros socios sean más resistentes a los baches en la inversión, lo que egoístamente también beneficia a Hayden con relaciones estables.

Al invertir, es inevitable que enfrente períodos de bajo rendimiento. Esto es especialmente cierto para nuestra cartera, que no solo está altamente concentrada en un puñado de negocios, sino que también tiene muchas características en común: modelos de negocios en etapa inicial basados en Internet, dentro de los sectores de comercio electrónico o fintech, etc.

Como tal, cuando el entorno macro o los factores de todo el sector se mueven en nuestra contra, puede ser rápido y doloroso. Durante los períodos de pánico o liquidaciones en todo el sector, los fundamentos de las empresas individuales tienden a

para ser arrojados por la ventana, y todas las acciones tienden a caer juntas a medida que los inversionistas "turistas" se apresuran a salir al mismo tiempo³.

Durante estos períodos, se siente como si hubiera golpeado una "bolsa de aire": la presión de venta es intensa, mientras que los compradores potenciales están todos esperando al margen, sin querer ser los primeros en pararse frente a un cuchillo que cae. Eventualmente, los vendedores se agotan, estas acciones tocan fondo y los compradores entran lentamente. Así, el ciclo de los mercados comienza de nuevo, y todo es un curso normal de ser un inversor.

Esto es importante, porque si bien es posible que no podamos evitar que ocurran estos ciclos, debemos estar mentalmente preparados para ellos y tener una estructura que nos permita soportar estas caídas (por desagradables que sean) y continuar a lo largo de nuestro viaje cuando termina.

**

He discutido muchas veces en estas cartas cómo, en un nivel muy simple, el precio de una acción se compone simplemente de su flujo de ganancias futuras, multiplicado por la valoración que el mercado está dispuesto a asignar a este flujo de ganancias futuras.

Si bien es importante comprender las expectativas del mercado en el múltiplo comercial actual de la acción, también es mucho más fructífero para nosotros dedicar nuestro tiempo a analizar la trayectoria de ganancias (tasa de crecimiento, cadencia y sostenibilidad) de nuestros negocios.

Parte de esto se debe a que el componente "múltiple" está impulsado por factores que son en gran medida desconocidos/impredecibles (como las tasas de interés, el sentimiento del mercado, si otros inversores están sobreponderados o infraponderados en ciertos sectores y si eso cambiará, etc.).

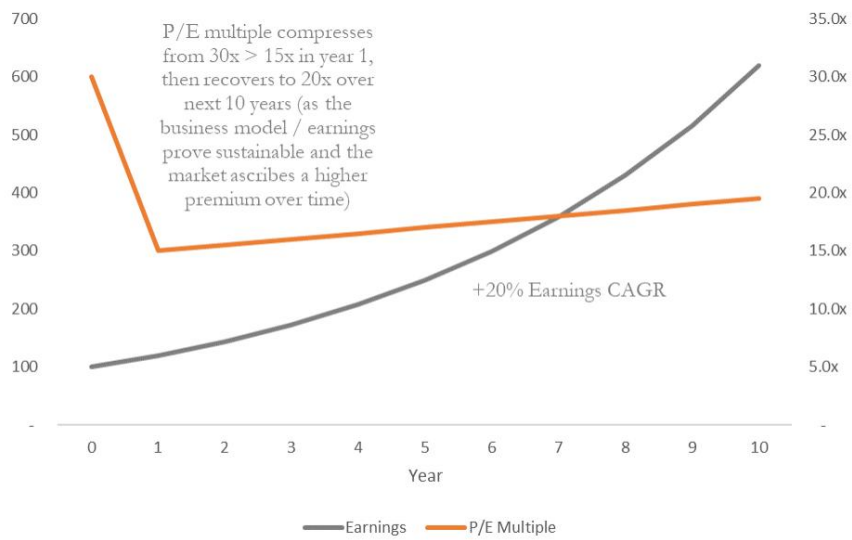
Mientras tanto, la parte de las ganancias depende de la "economía real" y de cómo los clientes del mundo real interactúan con el producto/servicio de la empresa. Esto es mucho más fácil de diligenciar, ya que podemos ir a hablar con los clientes, analizar encuestas, rastrear hábitos de gasto, hablar con competidores y proveedores, etc. Sin embargo, esto solo importa si tiene un horizonte de tiempo lo suficientemente largo, ya que estos puntos de datos pueden no se manifiesta en las ganancias durante varios años. Cuanto más corto sea el horizonte temporal, mayor será la importancia de los componentes múltiples para sus rendimientos (consulte nuestra carta del segundo trimestre de 2020, [ENLACE](#)).

³ Llamo a estos inversionistas "turistas", ya que hay algunos participantes del mercado que compran acciones simplemente en función del impulso del precio, porque un sector en particular está "funcionando" y, por lo tanto, quieren tener exposición a los factores, o porque los fundamentos a corto plazo parecen atractivos. y están negociando estas posiciones.

Estos accionistas generalmente no llevan a cabo una investigación profunda/análisis de negocios, por lo que cuando cambia el entorno, pueden carecer de convicción en estas acciones y ser los primeros en venderlas. A medida que la industria se ha vuelto más dominada por estos tipos durante la última década (supongo que se debe a un mejor acceso a los datos a corto plazo, la baja fricción para el comercio, el crecimiento de la industria AUM de quant & pod shop, etc.), la presión de venta durante estos períodos se ha vuelto más intensa y rápida.

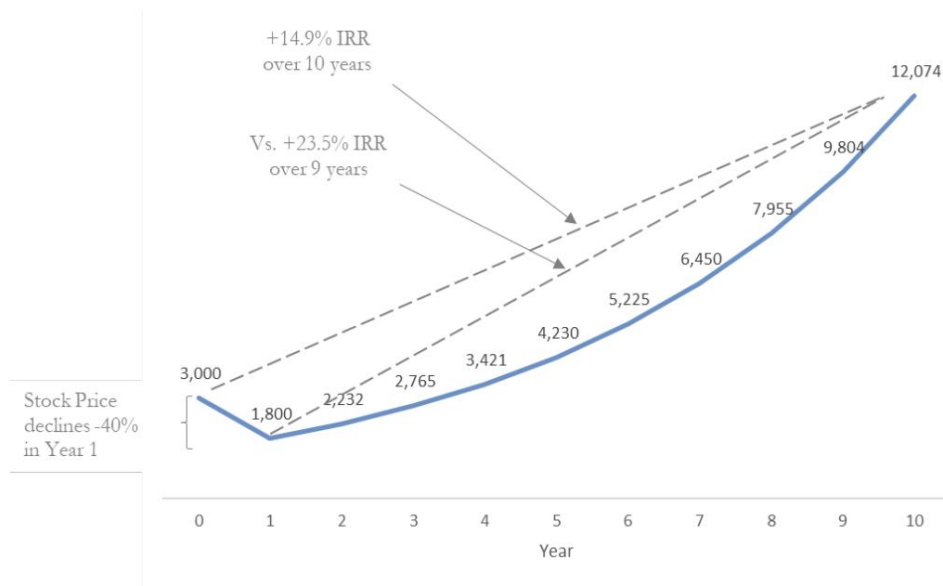
Entradas: flujo de ganancias frente a múltiplo P/E

Suponiendo un crecimiento de las ganancias del 20 % y una compresión múltiplo del 50 % en año



Salida: precio de las acciones

TIR del precio de las acciones a lo largo del tiempo



En el gráfico anterior, he tratado de ilustrar la interacción entre estos dos componentes y su efecto en el precio de las acciones a lo largo del tiempo. Traté de mostrar un escenario en el que las ganancias de la empresa se acumulan en un 20 % de manera constante a lo largo del tiempo, pero se contraen en un 50 % en el año 1 (¡doloroso!) y luego se expanden lentamente durante los años siguientes a medida que el mercado supera -reacción (pero con múltiplos terminales todavía muy por debajo de las valoraciones iniciales).

Para un inversionista en acciones, obtendría un rendimiento de +302% durante su período de inversión de 10 años, probablemente superando cualquiera de los principales índices bursátiles. Pero como inversionista, ¿preferiría tener un rendimiento constante del 14,9 % durante 10 años? ¿O preferiría tener un año de -40% y luego un rendimiento de +23,5% durante los siguientes 9 años? Los rendimientos son los mismos para el inversor a largo plazo, pero el viaje emocional no lo es.

En igualdad de condiciones, obviamente preferiríamos el retorno más estable. Pero es difícil saber cuándo llega ese descenso del -40%... ¿es en el año 1? en el año 5? en el año 9? Es difícil saberlo con certeza, dados los factores impredecibles que impulsan el componente múltiple, como se discutió anteriormente.

Entonces, como inversionistas a largo plazo, debemos aceptar que el viaje de las acciones será volátil y importante, incontrolable. Ante esto, la siguiente pregunta debería ser, ¿cómo tomamos este negativo y lo convertimos en una ventaja?

Una forma es tomar las decisiones correctas durante estos períodos volátiles: a nivel de cartera, para "cambiar" a nombres de mayor calidad, cuando todo en la cartera ha bajado en la misma cantidad y el mercado vende indiscriminadamente. Y otro está a nivel de socios, para agregar en los mínimos, siempre que continúen teniendo convicción en la trayectoria agregada de los flujos de ganancias de la cartera (que trato de transferir nuestra confianza a los socios compartiendo abiertamente nuestros "aportes" de investigación a través de estas cartas).

Para usar otra analogía, los autos tradicionalmente no fueron construidos para evitar choques⁴. Mierda sucede, y no puedes controlar las acciones de otros conductores. En cambio, los fabricantes de automóviles pueden concentrarse en lo que está bajo su control: hacer que el vehículo sea más resistente y resistente. De modo que si otro automóvil lo atropella inesperadamente, está conmocionado, pero en general está bien y aún puede continuar su viaje. Al invertir, esta resiliencia estructural es la estructura de la empresa y la alineación de los LP de calidad.

Nota: El escenario anterior es solo un ejemplo ilustrativo. Hay muchos matices en la inversión: ¿Cuál es el "múltiple" terminal correcto? ¿Qué sucede si la proyección del flujo de ganancias no es precisa, sino más bien una variedad de resultados? ¿Cómo hándicap el riesgo/recompensa? ¿Qué hace cuando, en medio de su período de inversión, las valoraciones se adelantan y superan el múltiple terminal que esperamos al final de nuestro período de inversión? Pero debido a que esperamos altas tasas de crecimiento anual de ganancias, las TIR de las acciones siguen siendo atractivas (digamos más del 15 %), por lo que podría no ser prudente recortar, salvo que se presenten otras oportunidades. Estas preguntas y muchas otras, son las que hacen que invertir sea simple, pero no fácil...

Además, es importante advertir que en realidad tratamos de evitar la compresión estructural múltiple durante nuestro período de inversión⁵. En su lugar, desea que le paguen por asumir el riesgo del modelo de negocio, dada la naturaleza de la etapa inicial (y el riesgo asociado) con estas empresas. Al hacerlo, buscamos que los rendimientos de nuestra cartera provengan de una combinación de crecimiento de las ganancias x expansión múltiple a medida que un negocio demuestra su valía. Para obtener más información, he discutido este proceso con más profundidad anteriormente, en la sección "10-Bagger Club" en nuestra carta del segundo trimestre de 2020 ([ENLACE](#)).

⁴ Aunque la conducción autónoma puede cambiar esto.

⁵ Esto no significa que los múltiplos no fluctúen a corto plazo. Más bien, nuestro objetivo es que nuestro múltiplo de "entrada" sea siempre mucho más bajo de lo que esperamos que sea el múltiplo de "salida", suponiendo que el modelo de negocio funcione y nuestra tesis sea correcta.

REVISIÓN DEL PORTAFOLIO

Sea Ltd (SE):

"Buscamos empresas que tengan el potencial para un Acto 2. Estas empresas tienen la capacidad de encontrar una segunda fase de crecimiento (un nuevo producto, un mercado adicional o innovación) después de que su primer motor de crecimiento, o Acto 1, haya seguido su curso. . Las empresas del Acto 1 que realizan la transición con éxito al Acto 2 han sido fundamentales para nuestro desempeño superior, y nuestro objetivo es asociarnos con ellas lo antes posible.

Cuando observamos un negocio del Acto 1 temprano, queremos saber que está construyendo las personas, los procesos y los sistemas necesarios para seguir ganando a escala. Nos preocupamos por la voluntad de la gerencia de invertir para el futuro, no solo por su capacidad de ejecutar en el presente.

La transición al Acto 2 requiere una serie de habilidades, incluida la capacidad de equilibrar adecuadamente a los clientes, empleados y accionistas; construir una cultura corporativa fuerte; y fomentar una mentalidad de propiedad. Pero lo más importante es que los gerentes necesitan la capacidad de adaptarse y hacer la transición.

Inevitablemente, la transición del Acto 1 al Acto 2 resultará en un período desafiante, y las transiciones son difíciles. Vital para hacer esto con éxito es un compromiso con la honestidad intelectual, la diversidad de pensamiento y el énfasis en la adaptabilidad organizacional".

- Henry Ellenbogen de Durable Capital ([ENLACE](#)) _____ 6

Sea Ltd representa una parte sustancial de nuestra cartera, y esta última recesión del mercado sin duda ha sido dolorosa para los accionistas. Si bien estimo (¿o más bien supongo?) que ~2/3 de la caída del precio de las acciones se debe a las preocupaciones sobre el entorno de tasas crecientes antes mencionado que perjudica a la mayoría de las empresas de crecimiento de larga duración, es probable que aproximadamente ~1/3 de la caída de las acciones debido a las preocupaciones de los inversionistas sobre la transición de Sea Ltd del "Acto 1" al "Acto 2", que discutiré en esta sección.

Anteriormente, Sea confiaba en el crecimiento exponencial de su negocio de juegos, Garena, y en particular en el de la sensación mundial de juegos móviles, Free Fire, para proporcionar las ganancias para reinvertir en la división de comercio electrónico de Shopee en el sudeste asiático. Entre 2018 y 2021, las ganancias de Garena crecieron más de 10 veces, todo lo cual se reinvertió en la construcción de la plataforma de comercio electrónico Shopee.

Esta estrategia ha sido tremendamente exitosa, con Shopee ahora en camino de alcanzar ~\$100 mil millones en GMV en 2022, convirtiéndola en una de las empresas de comercio electrónico más grandes del mundo⁷. Más importante aún, estos clientes nuevos en el comercio electrónico son extremadamente persistentes (ordenan más de 4 veces por mes, inician sesión varias veces al día y pasan de 30 a 60 minutos dentro de la aplicación por día).

Esto no es simplemente "clientes de alquiler" a través de códigos de promoción con grandes descuentos. Más bien, Shopee ha capacitado a un segmento completamente nuevo de la población para comprar en línea a través de su adictivo y atractivo

6 Gracias a Frederik Gieschen de [Neckar](#), para esta cita.

7 Por contexto, Shopee estaba en solo ~\$8.5BN GMV (ttm) cuando invertimos en 2018.

plataforma⁸. Hoy en día, Shopee es definitivamente el líder de comercio electrónico dominante en el sudeste asiático. (~55 - 60% de participación de mercado), y la compañía siente que está en una posición mucho más estable en comparación con hace unos años.

Como tal, la compañía ha estado flexionando su posición para aumentar constantemente sus tasas de aceptación en los últimos años (comenzó con 0% de comisiones antes de 2019). Hoy en día, ya genera ~7,5 % de tasas de adquisición⁹. Esto ha permitido a Shopee lograr márgenes de más del 30 % en Taiwán, márgenes de ~8 % en Malasia y alcanzar el punto de equilibrio en Indonesia (su mercado más grande) a pesar de las fuertes inversiones en logística y almacenes dentro del país. Es probable que estas tasas de aceptación continúen aumentando, con nuestras estimaciones superando el 10 % solo en los próximos años¹⁰.

Sea Ltd se encuentra en una etapa muy diferente a la de hace unos años. Ahora hay más de 720 millones de jugadores que juegan activamente los juegos de Garena en todo el mundo (la mayoría son Free Fire). ¡Eso equivale a casi el 10% de la población mundial, o ~15% de los usuarios de Internet globales que juegan por trimestre!

La región del sudeste asiático de Shopee también es mucho más estable, dada su posición dominante en el mercado. Y es probable que en los próximos años la división del sudeste asiático de Shopee se transforme en rentabilidad muy pronto. (especialmente porque la tasa de aceptación aumentará debido a los ingresos publicitarios de alto margen). La empresa está pasando de un período de "hipercrecimiento" a un "crecimiento estable" dentro de estas divisiones.

Con los "motores gemelos" de Garena y Shopee SE Asia pronto a punto de generar ganancias sustanciales, Sea ha estado buscando su "Acto 2" para reinvertir este capital. La compañía ha estado experimentando con varias adquisiciones en el lado de Garena y lanzando nuevos mercados de comercio electrónico fuera del sudeste asiático. Están probando la hipótesis de si el atractivo de su mercado de comercio electrónico resuena únicamente con los consumidores asiáticos, o si es un libro de jugadas/experiencia de compra que atrae a los consumidores de mercados emergentes en general.

**

Uno de estos experimentos en particular, Brasil, parece estar dando resultados. Los inversores se han estado dando cuenta de este desarrollo en los últimos meses y, al mismo tiempo, parecen estar confundidos acerca de la inversión agresiva que se está gastando en este experimento.

Si bien el experimento aún no es un éxito garantizado, hay señales tempranas de que el "libro de jugadas" de Shopee está funcionando. Cuando invertimos por primera vez en Sea Ltd, expuse los KPI que los inversores deberían buscar como señales de tracción en una presentación que di en una conferencia en octubre de 2018 ([ENLACE](#)).

En él, discutí las ventajas clave de 1) ser móvil primero, 2) centrarse inicialmente en categorías de moda y belleza impulsadas por medios sociales / impulso de alto margen, lo que lleva a un alto compromiso /

⁸ A medida que los clientes construyeron una "adicción" a Shopee, estos descuentos se han retirado constantemente durante los últimos 3 años.

⁹ Es cierto que una parte de esta tasa de aceptación más alta proviene de los ingresos de "traspaso" de la logística transfronteriza, las tarifas de pago, etc., que corren a cargo de los comerciantes. Pero espero que esto disminuya como una combinación de la tasa de aceptación con el tiempo, ya que Shopee se enfoca en aumentar sus tarifas de publicidad y comisiones.

¹⁰ La publicidad sigue siendo una parte incipiente de los ingresos de Shopee y tiene márgenes de casi el 100 %. Por ejemplo, la compañía acaba de lanzar la capacidad para que las marcas de Shopee Mall compren anuncios publicitarios en la página de inicio de Shopee hace unas semanas ([ENLACE](#)).

adicción, medida por 3) mayor tiempo pasado dentro de la aplicación en comparación con los competidores, y 4) mayores tasas de repetición de pedidos.

Una vez que se forman los hábitos de compra, los inversores deben 1) estar atentos a que se retire la estrategia de descuento/cupón (sin disminuir la participación de los clientes), 2) expansión de categoría y movimiento "de lujo" a productos de marca, ya que los comerciantes de una variedad más amplia de categorías fuera de Moda y Belleza quieren vender a esta base de clientes comprometidos, lo que a su vez aumenta el tamaño promedio de los pedidos (los clientes encuentran más productos que desean incluir en cada pedido), y 3) que Shopee aumente constantemente las tasas de aceptación a medida que monetizan este ecosistema comprometido.

A medida que crece la base de clientes (y, por lo tanto, el número de pedidos), el objetivo es fomentar la inversión de proveedores de logística externos para desarrollar la logística dentro del país, aumentando la densidad de pedidos a través del mayor número de pedidos y, por lo tanto, cambiando la rentabilidad de los 3PL. mismos para que sea rentable operar dentro del país. A medida que los modelos comerciales de 3PL se vuelvan más viables dentro del país, Shopee hará que estos 3PL compitan para ofrecer el mejor servicio, al precio más bajo, reduciendo así sus propios costos de envío por paquete. Con la combinación de valores de pedido más altos por paquete + tasas de aceptación más altas por pedido + descuentos para clientes decrecientes + costos de logística reducidos, Shopee puede lograr rentabilidad con el tiempo.

Los inversores astutos notarán que esta estrategia es "reflexiva", en el sentido de que cuantos más pedidos genere Shopee, más probable es que ellos y sus socios 3PL alcancen este estado de rentabilidad. Esta es la razón por la cual el KPI principal de Shopee en las primeras etapas se centra en el recuento de pedidos y por qué están invirtiendo tan agresivamente para aumentar esto y poner en marcha el ciclo virtuoso.

De hecho, esta es la estrategia exacta que siguió Shopee en Indonesia. Los tiempos de envío de 3PL solían ser de 2 a 3 semanas, por ejemplo, en las zonas rurales de Indonesia. Esto ahora es menos de una semana después de la participación de Shopee (y tiempos de envío del mismo día o de 2 días dentro de las principales áreas metropolitanas).

La estrategia de descuento también comenzó a retirarse en Indonesia a principios de 2019, mientras que los clientes solo aumentaron su compromiso y la frecuencia de pedidos con la empresa durante el mismo período de tiempo, mientras se movían al "mercado superior" a artículos de marca, lo que demuestra que a estos clientes les encantó el La "trampa para ratones" que Shopee había construido, mucho después de que se los atrajera inicialmente a través de los "dinero gratis" / cupones.

¿Funcionará este libro de jugadas en Brasil? Eso es con lo que Shopee está experimentando en este momento, y las primeras señales apuntan a que sí.

**

Shopee ya ha logrado la primera fase, de ganar móvil y lograr "adicción" con estos primeros clientes. Por ejemplo, Shopee ha sido consistentemente la aplicación de compras número 1 y dentro de las 5 mejores aplicaciones en general en la tienda Google Play de Brasil durante los últimos seis meses¹¹. Además, los datos de la aplicación indican que la aplicación brasileña de Shopee se descarga 2 o 3 veces más que los competidores locales.

(y ahora es la aplicación de compras descargada número 1 de forma acumulativa), tiene la mayor cantidad de usuarios activos mensuales

¹¹ Google Play/Android es más relevante que iOS, ya que ~85% de los brasileños son usuarios de Android ([ENLACE](#)).

(MAU) en el país con más de 40 millones y, según se informa, superó incluso al actual Mercado Libre en términos de Net Promoter Score (NPS)¹².

Los datos de la aplicación también indican que los clientes pasan el doble de tiempo por día dentro de la aplicación Shopee Brasil, en comparación con Mercado Libre. Y estos mismos clientes están comenzando a hacer pedidos de Shopee varias veces al mes (en comparación con Mercado Libre ~ 1.3x por mes), aumentando en frecuencia en proporción al tiempo que han sido clientes de Shopee (lo que indica una mayor comodidad y confianza con la plataforma).

La controversia entre los inversores hoy en día se refiere a la siguiente fase: si esta tracción inicial es sostenible y, lo que es más importante, si Shopee Brasil puede construir un negocio viable a partir de ella.

Es cierto que la economía unitaria de hoy no se ve muy bien tal como está. Pero tampoco lo hizo la unidad económica de Shopee en el sudeste asiático cuando invertimos hace casi 4 años. De hecho, la etapa del modelo de negocio de Shopee Brasil me recuerda mucho a su etapa en Indonesia a principios de 2019 (vea la diapositiva de economía de la unidad en nuestra presentación de 2018; [ENLACE](#)).

En ese momento, Shopee había logrado la primera posición en descargas móviles, tiempo dedicado y tenía un NPS superior y una mentalidad superior entre los consumidores. Pero los tiempos de logística aún eran lentos (Shopee recién comenzaba a construir almacenes), la plataforma acababa de comenzar a cobrar cualquier tasa de comisión y los descuentos apenas comenzaban a retirarse. Pero durante los siguientes 2 años, Shopee pudo alcanzar el punto de equilibrio siguiendo la estrategia descrita anteriormente.

Shopee Brasil – Unidad de Economía

Fuente: Estimaciones de capital de Hayden; las cifras son aproximadas

<i>Shopee Brasil - Unidad de Economía</i>	Hoy \$	Objetivo
Tamaño medio de la cesta	10	\$ 20
x Tasa de toma	18,0%	18,0%
= Ingresos de la tienda	\$ 1.80	\$ 3.60
- Descuento promocional de Shopee	2.50	0.00
- Costo Logístico	4.00	2.00
= Pérdida del cliente por pedido	\$ (4,70)	\$ 1.60
<i>Nota: Descuento promocional, como % del valor del pedido</i>	25,0%	-
<i>Nota: Costo de logística, como % del valor del pedido</i>	40,0%	10,0%
<i>nota: Margen variable, como % de las revoluciones</i>	(261,1)%	44,4%
Shopee Brasil - Tasa de consumo		
Shopee Brasil GMV (en MM)	\$ 3,000	\$ 6,000
/ VAO	\$ 10	\$ 20
= # Pedidos (en MM) x	300	300
Pérdida por Pedido	(4.70)	1.60
= Shopee Brasil - Tasa de consumo	\$ (1,410)	\$ 480

En su estado actual, el tamaño promedio de la cesta de Shopee Brasil es de ~ \$ 10 USD, en el que cobran a los comerciantes una tasa de aceptación del 18% (que incluye envío gratis). Luego asumo un descuento del 25% para nuevos clientes (aunque esto es muy variable, pero parece ser el promedio). Shopee también ofrece envío gratuito, lo que le cuesta a la compañía en promedio ~ \$ 4 por pedido para cumplir. Esto resulta

¹² El NPS de Shopee es 64, mientras que el NPS de Mercado Libre es 61. Encuesta realizada por Bank of America ([LINK](#)).

con una pérdida de -\$4.70 USD por pedido. Con su actual tasa de ejecución de GMV de ~ \$ 3BN en Brasil (1/10 del tamaño de Mercado Libre), estimo que esto les costará ~ \$ 1.4BN anualmente.

Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la clave de la estrategia de Shopee es la densidad/volumenes de pedidos. Si pueden hacer que caiga esta primera "dominó", el resto de la estrategia tiene muchas más posibilidades de caer en línea.

Y en esta métrica, podemos ver que Shopee está alcanzando rápidamente a Mercado Libre. Por ejemplo, Mercado Libre vende ~1.1BN de artículos por año, y Brasil comprende ~50% de este volumen¹³. Incluso si somos conservadores y asumimos que solo se envía un artículo por paquete, esto equivale a ~ 550 millones de pedidos por año, en su escala actual (e incluso menos, si solo se tienen en cuenta los pedidos autocumplidos por el brazo logístico interno de Mercado) .

Mientras tanto, estimo que Shopee envía ~300 millones de pedidos a su tasa de ejecución actual (y creciendo rápidamente ~8-10% por mes). A este ritmo, es posible que Shopee envíe más pedidos que Mercado en los próximos dos años.

En ese momento, Shopee cree que puede alentar a los proveedores de logística de terceros a invertir en sus redes para mejorar los tiempos de envío y reducir el costo de envío por paquete a ~\$2 por pedido.

Esto es lo que sucedió en Indonesia, por ejemplo, cuando Shopee generó un volumen de pedidos tan alto que en realidad redujo el punto de equilibrio para sus socios 3PL, lo que les permitió a su vez reducir el precio cobrado a Shopee.

KPI's de Mercado Libre

Fuente: Mercado LibreQ3 Presentación de Resultados 2021 [\(ENLACE\)](#)



Por ejemplo, escuché que durante el período 2018-19, los pedidos de Shopee representaron aproximadamente el 40 % del volumen total de pedidos de J&T en Indonesia. A pesar de ser el jugador más nuevo (lanzado en 2015), J&T superó rápidamente a los proveedores de logística indonesios establecidos en unos pocos años y ha continuado siguiendo a Shopee a medida que se expande en todo el mundo.

¹³ Basado en la tasa de ejecución del último trimestre. En el tercer trimestre de 2021, Mercado Libre vendió 259 millones de artículos en general, de los cuales 138 millones de pedidos se atribuyeron a Brasil, o el 53 % del total [\(ENLACE\)](#). De esto, el propio servicio de envío de Mercado envió 248 millones de estos artículos.

J&T acaba de seguir a Shopee a Brasil el año pasado, por ejemplo, y ya tiene ~350 empleados corporativos locales ([ENLACE](#)). Históricamente, los dos han crecido al unísono / sinérgicamente, y J&T debe gran parte de su éxito a Shopee. En cierto sentido, son casi como una subsidiaria externa de Shopee, pero con un costo de capital más bajo, dada la naturaleza diferente del negocio.

La compañía acaba de recaudar \$2.500 millones a una valoración de \$20.000 millones hace unos meses, con una gran parte de esta destinada a invertir en América Latina. J&T también planea realizar una oferta pública inicial en Hong Kong este año, lo que le proporcionará aún más capital para la expansión.

Tech in Asia acaba de publicar un artículo sobre las ambiciones globales y la estrategia agresiva de J&T, y animo a cualquier persona interesada a leerlo para conocer los antecedentes ([ENLACE](#)). Por ejemplo, según se informa, después de que J&T ingresara a China en 2020, los principales titulares tuvieron que reducir sus precios de envío en un 20-30 % para igualarlos. La compañía tiene un historial exitoso de interrupción del ecosistema logístico en mercados subdesarrollados, está bien financiada y ahora está llevando la batalla a América Latina. Como tal, la asociación Shopee - J&T es algo que tiene un gran potencial de perturbar la economía logística en la región.

Con el tiempo, Shopee continuará diversificando sus categorías fuera de las categorías de moda y belleza, en artículos para el hogar, electrónica y accesorios, etc. aumentar con el tiempo. |

cree que la empresa puede alcanzar ~\$20 USD por pedido en los próximos dos años, lo que aún se compara de manera conservadora con los ~\$28 USD por *artículo de Mercado Libre*.

A corto plazo, los costos de logística seguirán siendo un costo fijo a pesar de los tamaños de pedido más grandes (el paquete sigue siendo del mismo tamaño y se envía a la misma distancia, a pesar de que el contenido es más valioso), lo que ayuda a la empresa a lograr márgenes más altos. En el mediano plazo, una mayor competencia logística de terceros en la región podría reducir este costo a la mitad .

Además, espero que los descuentos comiencen a retirarse pronto. Shopee ya tiene ~20% de la población de Brasil que usa la plataforma mensualmente (a ~40 millones de MAU de una base de población de ~210 millones), y es alrededor de este nivel que Shopee también comenzó a retirar descuentos en Indonesia en 2019.

Con una combinación de 1) tamaños de pedido más altos, 2) descuentos más bajos y 3) costos logísticos más bajos, cree que esto pronto "volteará" la rentabilidad de la división brasileña en los próximos años.

Es cierto que todavía es temprano y se necesita una buena cantidad de ejecución para que lo que expuse arriba se convierta en realidad. Pero dada la dinámica del ciclo virtuoso, la parte más difícil es lograr que caiga la primera "dominó", para iniciar esta cadena de eventos. Hasta ahora, estamos viendo que el primer dominó de la escala de volumen de pedidos comienza a bajar. Y en cuanto a la ejecución, si hay alguien que puede hacer que esto suceda es el equipo de Shopee, que ya ha ejecutado este libro de jugadas en muchos países.

Tenga en cuenta que señalé por primera vez la expansión brasileña de Shopee hace dos años en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Los interesados pueden encontrar nuestros pensamientos originales aquí: ([ENLACE](#)).

**

¿Y qué si nos equivocamos y la expansión geográfica de Sea resulta ser un fracaso? ¿Cuál es el riesgo a la baja aquí? Bueno, con la capitalización de mercado de ~ \$ 75BN de hoy, en realidad no mucho ...

Sea actualmente tiene ~\$11BN de efectivo en su balance general¹⁴. Al ritmo actual, esto debería durarle a la empresa al menos 4-5 años, incluso si Garena disminuye y Shopee mantiene su actual perfil de margen negativo (al contrario de esto, espero que Shopee se vuelva rentable durante ese período de tiempo).

En el escenario más pesimista, la compañía gastará la mayor parte de esto en sus experimentos de Latam y otros nuevos mercados, con poco que mostrar. A los precios actuales, el mercado parece pensar que el equipo de administración continuaría siendo agresivo en tal escenario, e incluso "hipotecaría" las divisiones de juego/Sudeste asiático para financiar esta expansión. Encuentro esto altamente improbable.

En cambio, después de miles de millones de capital y varios años de intentarlo, el equipo de administración ciertamente estaría dispuesto a reducir sus pérdidas en ese punto y atrincherarse en sus raíces principales de juegos y el sudeste asiático.

En tal escenario, ¿cuál es el valor de la empresa? Bueno, si asumimos que los \$ 11 mil millones en efectivo son el presupuesto de "I + D" de Shopee y eventualmente se gastarán, lo que nos queda es Garena y Shopee SE Asia.

Si bien el mercado parece pensar que Garena / Free Fire están a punto de desmoronarse rápidamente, no lo hemos visto en los últimos datos de la aplicación. Es cierto que Garena está desacelerando su tasa de crecimiento, pero ¿qué más esperarías de lo que ya es el juego móvil más popular del mundo, que tiene 720 millones de jugadores trimestrales? En cambio, espero que Garena genere CAGR de un solo dígito/adolescentes más realistas en los próximos años.

En tal escenario, espero que Garena valga ~ 8 veces el EBITDA hoy. Esto es más bajo que otros desarrolladores de juegos, que generalmente cotizan ~15x EBITDA¹⁵. Sin embargo, es probable que se justifique un descuento porque estos otros desarrolladores tienen IP más diversificadas y también han demostrado resistir la prueba del tiempo (por ejemplo, Fifa, Call of Duty, Warcraft, League of Legends, etc.).

Krafton, el fabricante de PUBG, es probablemente la mejor comparación para Garena. Ambos obtienen más del 80 % de sus ingresos de sus juegos emblemáticos (PUBG para Krafton y Free Fire para Garena), tienen una base de jugadores que se inclina hacia Asia y los juegos también tienen el mismo estilo de tirador real. El crecimiento también es similar, con estimaciones del lado vendedor que hacen que Krafton se desacelere hasta la adolescencia / tasas de crecimiento de un solo dígito alto en los próximos años. Krafton actualmente cotiza a ~8x EBITDA hoy (y alcanzó un máximo de ~16x hace unos meses; las acciones han bajado un -55 % desde su máximo de noviembre).

Con Garena generando ~\$3BN en EBITDA hoy, y aplicando un múltiplo de EBITDA de 8x, esto implica que el negocio vale ~\$24BN.

¹⁴ ~\$6BN de los cuales recaudaron en septiembre de 2021, cuando la acción estaba en \$318. En retrospectiva, este puede haber sido uno de los movimientos más inteligentes que ha hecho la gerencia en los últimos años.

¹⁵ Electronic Arts cotiza a ~13x EBITDA, Take-two a ~19x y Square Enix a ~10x. Microsoft acaba de comprar Activision a ~18x EBITDA también.

Restando esto de la valoración actual de ~\$75BN de Sea, implica una valoración de ~\$51BN para Shopee, Shopee Pay y Shopee Food en el sudeste asiático.

Por supuesto, todas estas líneas de negocio todavía están invirtiendo agresivamente, por lo que aún no son rentables. Pero Shopee es el líder indiscutible en el sudeste asiático en este momento, y continúa ganando participación de mercado, al tiempo que aumenta sus tasas de aceptación (es decir, utiliza su posición dominante para flexibilizar su poder de fijación de precios).

Como ejemplo de su posición en el mercado, simplemente compare sus tasas de adquisición con las de Alibaba, por ejemplo. Dado que el sudeste asiático es un mercado menos competitivo, Shopee ya puede cobrar tasas de adquisición de ~7,5 % frente a Alibaba con tasas de aceptación de ~4,5 %. Esto se debe a que la penetración del comercio electrónico es de solo ~ 8 - 10 % en el sudeste asiático, frente a ~ 35 % en China. Además, Shopee está creciendo 3 veces más rápido y solo ha comenzado a monetizar a través de la publicidad (un generador de ingresos de margen extremadamente alto).

Creo que Shopee alcanzará tasas de aceptación del 10 % en los próximos dos años y logrará márgenes del 35 al 40 % a escala16.

Por ejemplo, Sea actualmente gasta ~50% de sus ingresos en gastos de ventas y marketing, principalmente en descuentos para atraer nuevos clientes. A medida que el comercio electrónico madure en la región y los usuarios se familiaricen con Shopee, espero que disminuya a los pares del mercado global maduro, en ~25% de los ingresos. Esto por sí solo debería contribuir +25% a su perfil de margen. Combinado con el aumento de las tasas de aceptación de los impulsores de alto margen como la publicidad (lo que aumentará drásticamente los márgenes brutos, y algo en lo que la empresa solo comenzó a centrarse el año pasado), y continuó reduciendo sus otras bases de gastos fijos, creo que la empresa puede alcanzar este objetivo. perfil de margen durante la próxima década.

Entonces, dado todo esto, creo que Shopee vale más que los ~ \$ 51BN que implica el mercado.

Shopee debería generar ~\$ 9 mil millones en ingresos dentro de su mercado central del sudeste asiático este año, mientras continúa creciendo rápidamente. Esto indica un múltiplo de ingresos de ~5.5x (o márgenes estructurales de ~14x).

Espero que GMV crezca ~40% a/a durante los próximos años, los ingresos crecerán aún más rápido debido a las crecientes tasas de aceptación en este GMV, y las ganancias aún más rápido que eso debido a la combinación creciente de ingresos publicitarios de alto margen. Este "efecto de apilamiento" de múltiples impulsores de crecimiento es lo que crea el perfil de crecimiento de ganancias exponencial que esperamos de Shopee.

Intuitivamente, esto nos parece una ganga, especialmente considerando que creo que los ingresos pueden crecer varias veces para el final de la década, además de obtener la opción de compra en Shopee's Latam y nuevos experimentos de mercado que resultan exitosos, junto con el desarrollo continuo de Shopee Pay (que en sí mismo tiene el potencial de ser un gran tercer impulsor para Sea Ltd).

16 Bajo un modelo comercial de mercado de terceros .

CONCLUSIÓN

Actualmente estoy escribiendo esto desde Singapur, donde estaré las próximas semanas. Es fantástico volver a la carretera, conocer empresas y reavivar las relaciones con otros inversores de la región. Las restricciones de covid y los controles fronterizos aún dificultan un poco viajar (por ejemplo, tengo programado realizar ~9 pruebas de PCR de covid para este viaje), pero no hay nada que pueda reemplazar el conectarnos con nuestras relaciones cara a cara y ver primero -Mano cómo ha cambiado esta región en los últimos dos años.

Después de Singapur, me voy a Kuala Lumpur y luego a Bangkok por un par de semanas. Como siempre, si algún amigo, inversionista o empresario de la región quiere reunirse, no dude en comunicarse y, con suerte, podemos encontrar tiempo para tomar un café.

**

En otras noticias, me enorgullece dar la bienvenida a Alyssa McCarthy al equipo de Hayden, como nuestra nueva Jefa de Operaciones. Alyssa viene de Shenkman Capital, un administrador de inversiones de renta fija de ~\$30BN. Comenzó su carrera en la firma y, durante los últimos diez años, ha desempeñado varios cargos, el más reciente como asociada sénior de relaciones con inversores.

Con el tiempo, Alyssa se encargará de nuestras operaciones diarias, la incorporación y las solicitudes de socios, el cumplimiento y las reglamentaciones, y otras tareas necesarias para mantener en funcionamiento el lado comercial de Hayden. Si nuestros socios alguna vez tienen preguntas sobre sus cuentas o necesitan ayuda, no duden en comunicarse conmigo o con Alyssa (alyssa.mccarthy@haydencapital.com) en cualquier momento.

**

Además, gracias a nuestros socios antiguos y nuevos por cumplir con nuestra "llamada de capital" el mes pasado. Es realmente un privilegio que tantos de nuestros socios hayan depositado tanta confianza en nosotros, y ciertamente es una responsabilidad que no tomo a la ligera.

Si hay algo bueno que surge de períodos volátiles como el actual, es que nos hace resistentes, tanto emocional como mentalmente.

Invertir con nosotros no es para los débiles de corazón, y después de los últimos años, nuestros socios han recibido tantos golpes que ahora se han acostumbrado (tendemos a tener más del 30% de retiros como algo habitual).

Siempre les digo a los nuevos socios que se preparen mental y emocionalmente para retiros del -50% o más durante su período de inversión. Dada nuestra cartera concentrada y la naturaleza de etapa inicial de nuestros negocios, no es solo una advertencia, es una promesa.

Solo podemos invertir de esta manera y así capturar los retornos en este segmento del mercado, por la calidad de los socios que han decidido unirse a nosotros. A pesar de la naturaleza más volátil de nuestra estrategia, es sorprendente que podamos tener una de las bases de socios más estables entre todos.

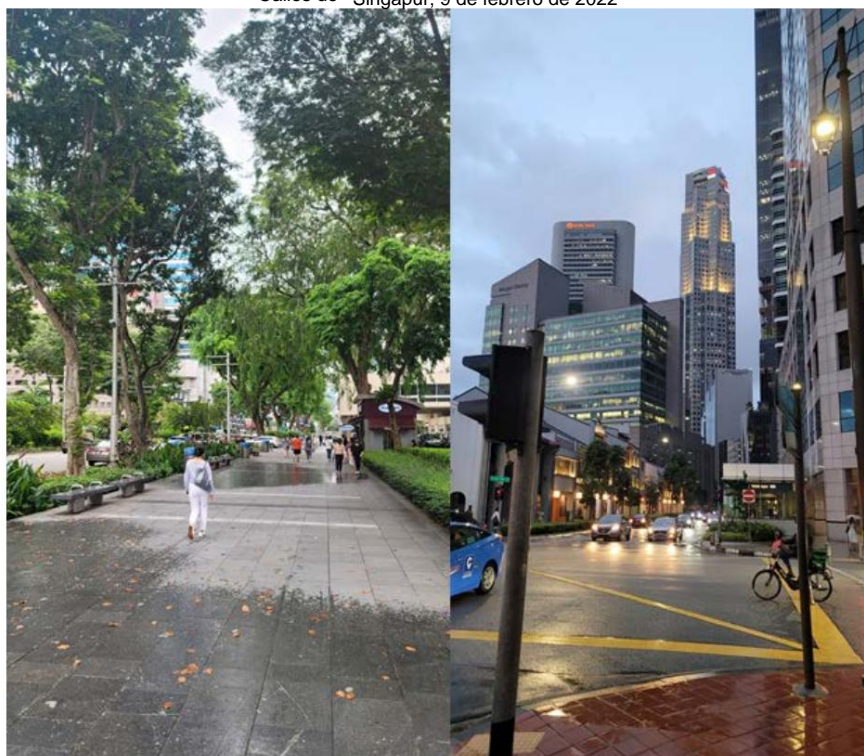
firma de inversión por ahí (nuestra "tasa de abandono" es esencialmente inexistente, y "retención neta" a la par con las mejores compañías de software).

Gracias a todos los que han decidido acompañarnos en este viaje. En todo caso, puedo prometer que nuestro viaje será más emocionante y diferente que muchas otras expediciones de inversión que podría haber realizado.

Continuaremos ampliando los límites en Hayden, y nunca permitiremos que la idea de "simplemente no es así como se hace" o las restricciones artificiales de la industria se interpongan en nuestro camino. Simplemente no es parte de nuestro ADN, y somos muy alérgicos a quienes lo hacen. En una industria que tiende a inclinarse hacia la conformidad, sospecho que ese es el primer paso para generar retornos diferenciados y es lo que nos diferencia.

De vuelta en el camino

Calles de Singapur; 9 de febrero de 2022



Atentamente,

Fred Liu, CFA

Socio director

fred.liu@haydencapital.com

La información y los datos estadísticos contenidos en este documento se han obtenido de fuentes que creemos que son confiables, pero de ninguna manera garantizamos su precisión o integridad. No nos comprometemos a informarle sobre cualquier cambio en las cifras o en nuestras opiniones. Esto no es una solicitud de ninguna orden de compra o venta. Nosotros, cualquier funcionario, o cualquier miembro de su familia, podemos tener una posición y ocasionalmente podemos comprar o vender cualquiera de los valores antes mencionados o relacionados. Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros.

Este informe incluye declaraciones y observaciones sinceras sobre estrategias de inversión, valores individuales y condiciones económicas y de mercado; sin embargo, no hay garantía de que estas declaraciones, opiniones o pronósticos sean correctos.

Estos comentarios también pueden incluir la expresión de opiniones que son de naturaleza especulativa y no deben considerarse declaraciones de hecho.

Los resultados de rendimiento histórico para índices y/o categorías de inversión se han proporcionado solo con fines comparativos generales y, por lo general, no reflejan la deducción de cargos de transacción y/o custodia, la deducción de una tarifa de administración de inversiones, ni el impacto de los impuestos, la incurrencia de los cuales tendría el efecto de disminuir los resultados de rendimiento histórico. No se debe suponer que las tenencias de su cuenta corresponden directamente a ningún índice comparativo.

Los valores discutidos aquí no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para cuentas de clientes. No hay seguridad de que los valores discutidos en este documento se mantendrán. No se debe suponer que ninguno de los valores discutidos fue o será rentable, o que las decisiones de inversión que haga Hayden en el futuro serán rentables.

Hayden Capital se compromete a comunicarse con nuestros socios inversores con la mayor franqueza posible porque creemos que nuestros inversores se benefician al comprender nuestra filosofía de inversión, el proceso de inversión, la metodología de selección de valores y el temperamento de los inversores. Nuestros puntos de vista y opiniones incluyen "declaraciones prospectivas" que pueden o no ser precisas a largo plazo. No debe depositar una confianza indebida en las declaraciones prospectivas, que están vigentes a la fecha de este informe. Renunciamos a cualquier obligación de actualizar o modificar cualquier declaración prospectiva, ya sea como resultado de nueva información, eventos futuros o de otra manera. Si bien creemos que tenemos una base razonable para nuestras valoraciones y confiamos en nuestras opiniones, los resultados reales pueden diferir materialmente de los que anticipamos.

La información provista en este material no debe considerarse una recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor en particular.

Comentario del cuarto trimestre

enero 2022

Introducción

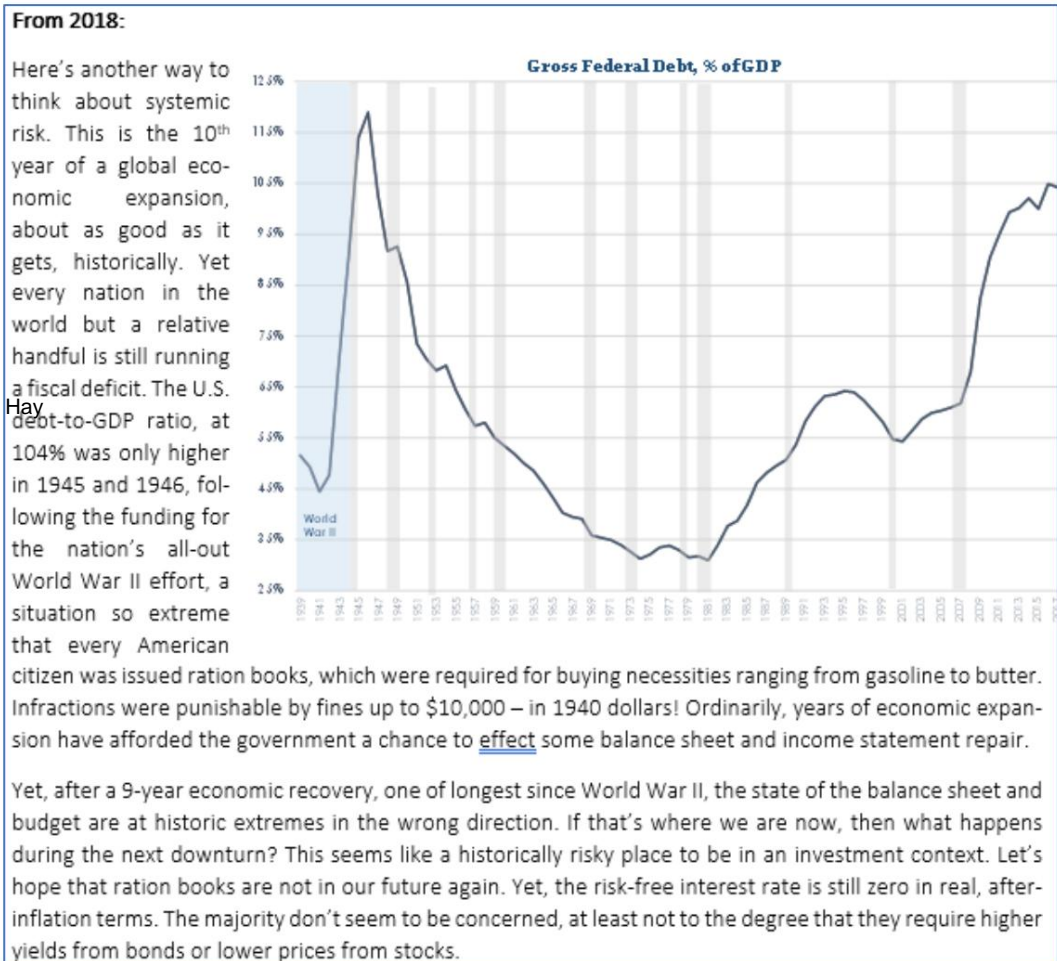
Bueno, ha comenzado. Las personas que, hace seis meses, un año y dos años, no pensaban que estaba en las cartas, los programas de noticias financieras que no le darían la hora del día, de repente no pueden dejar de hablar de ello. Inflación. La idea de esto, incluso si no es lo esencial importante, se ha convertido en la corriente principal.

Por eso dije "comenzó", no "llegó", porque lo que escuches en los 5 minutos que se le dedican en la radio o la televisión, aunque se repita dos veces cada hora, *no* son esas las razones, es decir, es *no* la inflación que es probable que tengamos. Lo que ha cambiado es que las cifras del nivel de precios en aumento finalmente han aparecido en estadísticas oficiales como el IPC, lo que legitima el tema. Luego, los medios de comunicación lo informan, que es donde el público, la mayoría de los inversores, se entera de los eventos importantes. Pero el trabajo de un reportero es informar lo que está sucediendo *ahora*, después de que lo que está sucediendo ya está sucediendo.

Ese es un mal lugar para que un inversionista esté, porque cualquier problema sistémico se ha estado desarrollando mucho antes de que 'se haga público'. Entonces, la inflación que vemos hoy es solo el comienzo del proceso. Los eventos inflacionarios seguirán desarrollándose, y las noticias y la discusión pública seguirán rezagadas. Siempre se las arreglará para sonar 'fresco', pero permanecerá desactualizado. Lo crea o no, a pesar de toda la discusión acumulada ahora, en ninguna parte las noticias o

Federal reserva discutir lo que es re aliado, estructuralmente, creando condiciones inflacionarias.

Eso no quiere decir que los datos edificantes no estén disponibles gratuitamente con suficiente antelación. Está. Hay por lo general, muchas advertencias, porque toda la economía y todo el mercado ex Los procesos tardan en desarrollarse, luego se vuelven insostenibles y luego alcanzan un punto de inflexión. Pero unos años de espera para que esos puntos finales se manifiesten es mucho tiempo suficiente para aburrirse o



distraído. Esta exposición de un *comentario trimestral* de hace unos años, por ejemplo, uno de varios indicadores históricos casi inexpugnables de la inflación futura, puede parecer familiar. Desde entonces, hemos actualizado y discutido periódicamente este y otros datos precursores.

Uno de los mensajes para hoy es que el tipo de entorno inflacionario que muy probablemente tengamos es del tipo de cambio de era. Es posible que algún día se lo considere como el cambio de un período desinflacionario de varias décadas a un período inflacionario masivo y de degradación del poder adquisitivo.

Los temas de hoy:

- Una vista del pico de la montaña de los últimos 20 y 40 años, para una imagen clara y visual (habrá fotos) de donde venimos. Para que pueda ver tanto: a) cómo los mercados que conoce llegaron a ser así y sentirse normales, y b) que las condiciones que llevaron a este lugar han terminado o están terminando. incluso mientras hablamos.
- Una revisión, porque algunas cosas importantes no pueden repetirse con demasiada frecuencia, de las presiones estructurales que ahora presagian el final de este ciclo de 40 años.
- Una mirada retrospectiva: lo que realmente significa para la ciudadanía un nivel elevado y prolongado de inflación.
- Lo que dicen sobre la inflación (y lo que no dicen). La diferencia entre lo que los hacedores de políticas y los medios de noticias de inversión hablan y los problemas reales subyacentes.
- Cómo los mercados financieros podrían distraer o dañar (o ayudar).
- Algunas formas de prepararse, para beneficiarse, en lugar de ser víctimas.

Reconozca un cambio de era cuando lo vea Puede que

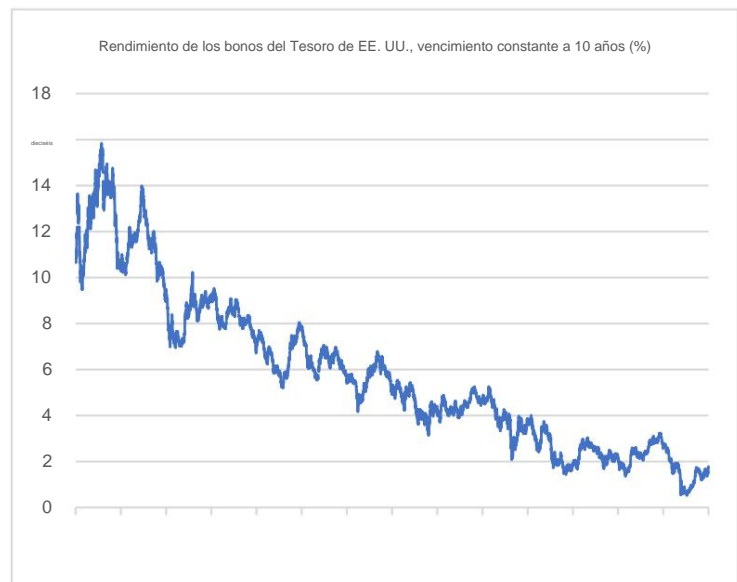
no lo sepa, pero la economía y los mercados financieros de EE. UU. han estado en un ciclo distinto durante los últimos 20 a 40 años. Eso es tiempo suficiente para que todos se familiaricen con las reglas y las acepten como algo normal. Pero no es normal en ningún sentido absoluto.

Hay condiciones que llevaron a esto

ciclo, y esas condiciones han cambiado y lo terminará. Luego habrá otros 'normales'.

Aquí hay una lista de algunas condiciones sistémicas que han ocurrido en los últimos 40 años. Considere, para cualquier factor individual, o para todos ellos en concierto, el gran beneficio que han sido para activos financieros, especialmente acciones y bonos.

La caída casi continua de 40 años en las tasas de interés, del 14% en enero de 1981 al 1,7% ahora. para Eso contribuyó a expandir los márgenes de utilidad neta, ya que las empresas podían refinanciar continuamente su deuda de mayor costo a tasas cada vez más bajas.



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis

4to Trimestre 2021

enero 2022

La disminución de las tasas de interés también fue una fuerza que apoyó mayores valoraciones de los activos financieros...

Las valoraciones de las acciones, de 0,5x aumento de 40 años en el PNB

La disminución de las tasas de interés apoyó una creciente mayor valoración por cada dólar de ganancias corporativas, *particularmente* para las empresas de rápido crecimiento.

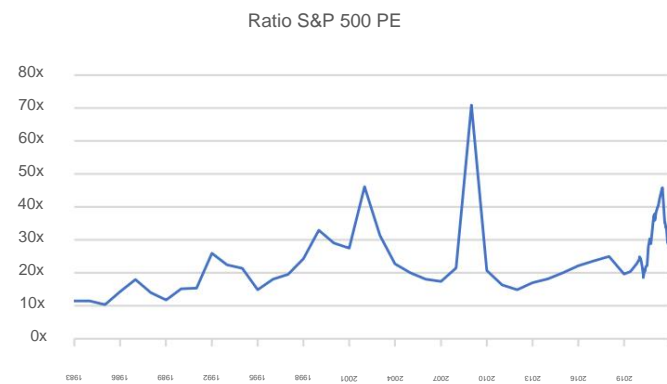
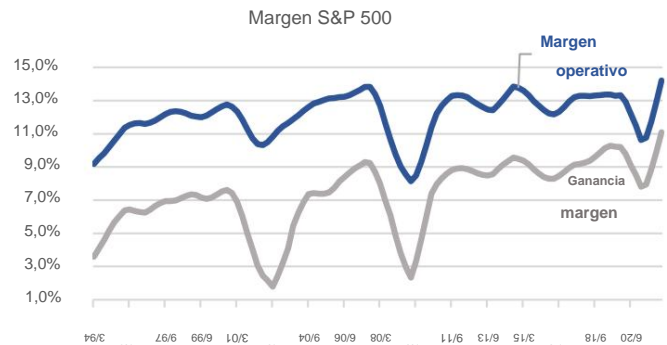
¿Por qué sucede eso?

Compare una empresa de bajo crecimiento que tiene un rendimiento de dividendos del 10% (como un REIT de madera que paga todas las tarifas de cosecha que recibe) con una empresa de alto crecimiento con márgenes de beneficio bajos o nulos, como Netflix.

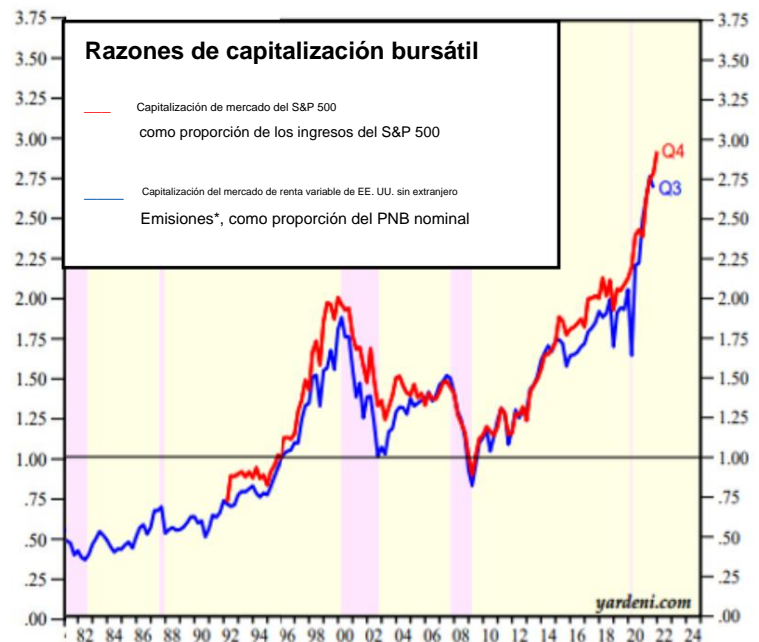
Si compra el REIT, los dividendos reembolsarán todo el precio de compra en 10 años. A una tasa de crecimiento del 3%, dentro de 9 años. Una opción para comprar Netflix en lugar del REIT sería renunciar a un rendimiento relativamente garantizado del 50 % en un plazo de 5 años y un rendimiento del 100 % en un plazo de 9, a cambio de la posibilidad de que las ganancias de Netflix superen en gran medida lo que podría recaudarse de Aquí esta. No es una decisión obvia; parece que podría ser demasiado arriesgado.

Ahora cambiemos el punto de partida de esta elección cuando las tasas de interés, y el rendimiento del REIT, hayan caído del 10 % a solo el 5 %. Netflix todavía no tiene mucho margen de beneficio y sigue creciendo rápidamente.

En este punto, se necesitarían 20 años de dividendos para recuperar la inversión en el REIT, 16 años si crece a una tasa del 3%. En comparación, la posibilidad de ganancias de Netflix de los próximos 5 o 10 años ahora pesa de manera mucho más atractiva frente a lo que se recaudará del REIT. Básicamente, las tasas de interés bajas reducen la proporción del valor total que recibe en el corto plazo, por lo que las riquezas más lejanas tienen un mayor atractivo relativo. Las personas están dispuestas a pagar más por las posibilidades a largo plazo que por una recompensa a corto plazo cierta pero disminuida.



Fuente: Bloomberg. Los márgenes son promedio para los últimos 4 trimestres.



No es casualidad que durante los últimos 40 años, el precio que uno paga por cada dólar de ventas en el S&P 500 se haya quintuplicado, o que el precio por cada dólar de ganancias se haya cuadruplicado. Más o menos, como la imagen espejadora de la caída de las tasas de interés.

de exportar inflación 40 años

A partir de la década de 1980, los márgenes de beneficio de las empresas estadounidenses se han beneficiado de décadas de condiciones de expansión global desproporcionadamente favorables. Esto comenzó con la reanudación de las relaciones diplomáticas entre Estados Unidos y China en 1979 y un estatus comercial conjunto de nación más favorecida. Empresas multinacionales estadounidenses de gran capitalización: esencialmente aquellos en la parte superior del S&P 500, comenzaron a explotar un arbitraje global de costos laborales al trasladar la producción y el empleo a China, luego a otras naciones con salarios más bajos en todo el mundo, vendiendo esa producción de menor costo en mercados más prósperos. Antes de eso, el trabajo no era globalmente transferible.

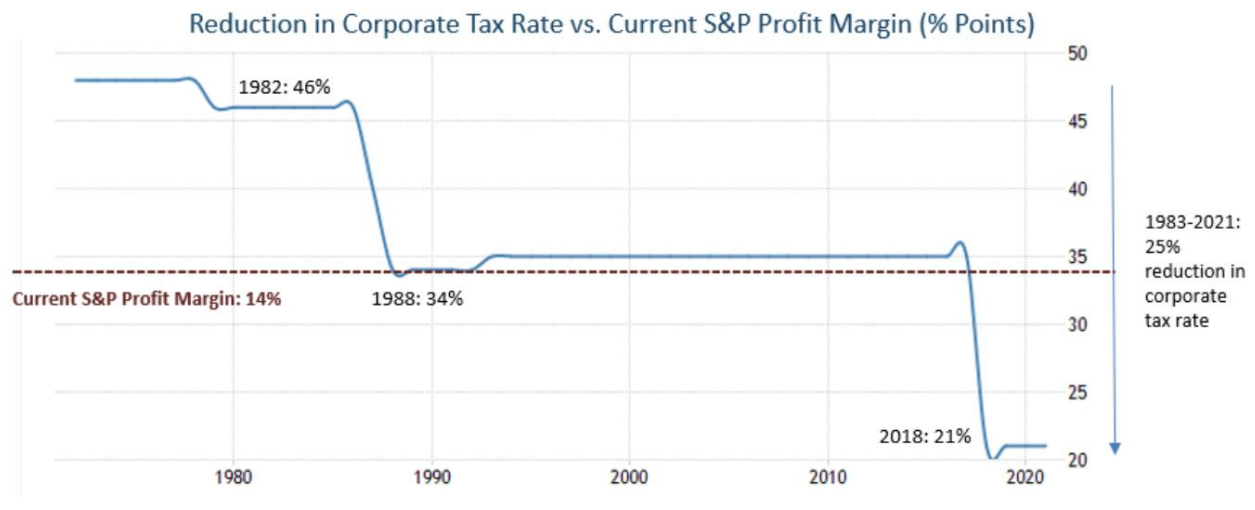
Además, entre las décadas de 1980 y 1990, la mayoría de las economías globales habían eliminado los controles de capital que hasta entonces habían sido la norma. Cualquiera que tuviera la edad suficiente para ser un turista en la década de 1970, recordaría cuán poco dinero en efectivo o el valor de un regalo comprado se podía traer de regreso en vuelos internacionales. Algunos lavarían la ropa recién comprada antes del viaje de regreso, para evitar que se contara.

Ergo, la reconocida red global de gestión de la cadena de suministro de Apple. Si bien este arbitraje producción/trabajo devastó gran parte de la base manufacturera de EE. UU., redujo la presión sobre los precios internos, contrarrestando la política monetaria ya inflacionaria de la Reserva Federal.

tasas impositivas... atención de las empresas reducidas No dar a 40

Imagine administrar un negocio con un margen antes de impuestos del 15 %, mientras que su tasa impositiva disminuye en 25 % puntos. La tasa marginal del impuesto corporativo en 1982 fue del 46%. Se redujo al 40 % en 1987, luego al 34 % en 1988 y finalmente al 21 % en 2018.¹ De principio a fin, una reducción del 25 % en la tasa impositiva.

¿Qué hace exactamente un recorte de impuestos del 25% en las ganancias del S&P 500 durante 40 años? No lo sé, francamente, ya que siempre hay soluciones y la reducción de impuestos o la evasión de impuestos engañan a un impuesto corporativo de Fortune 1000.



¹ <https://taxfoundation.org/historical-corporate-tax-rates-brackets/>

manga del contador. Pero simplemente tome ese número y colóquelo junto al margen de utilidad operativa antes de impuestos del S&P 500 en 2019, que fue todo del 15 %.²

Y de la caída de los costos de los productos básicos 40 años Comenzando con el petróleo, han sido 40 años de precios más bajos, incluidos 15 años más recientes de precios más bajos (*el segundo de estos dos gráficos*).

En términos de poder adquisitivo, el petróleo es extraordinariamente más barato que hace 40 años. Dado que el nivel general de precios, según el IPC, ha aumentado 3,0 veces desde 1981, el precio del petróleo de 1981 es de más de \$120 por barril. ahora debería costar \$360. A \$80 de hoy, el petróleo, el más crítico de todos los productos básicos, que está integrado en casi todos los productos y servicios, ha sido marcadamente desinflacionario.

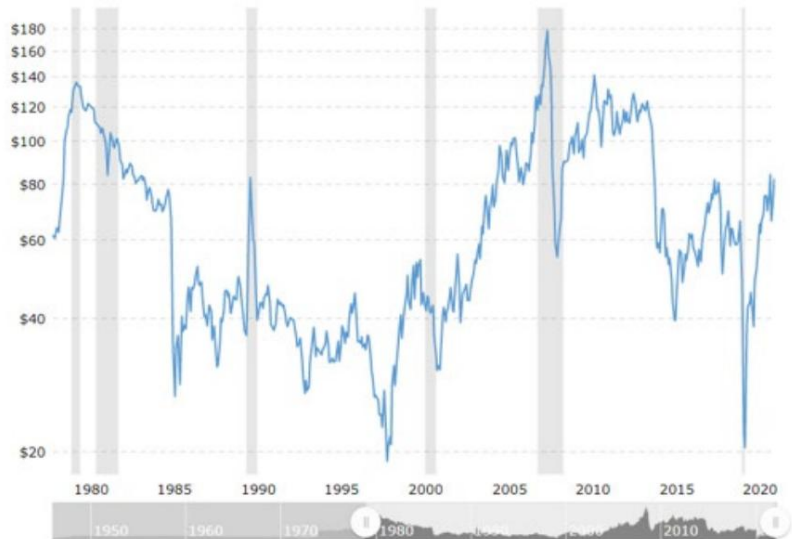
De la misma manera que la década de 1980 abrió el mercado laboral chino a los EE. UU., la disolución de la Unión Soviética en 1991

abrió un mercado de suministro de productos básicos al mundo. Las exportaciones rusas de petróleo más o menos se duplicaron desde mediados de la década de 1990 hasta la mayor parte de la década de 2000.³ Sus exportaciones de aluminio aumentaron un 50%.

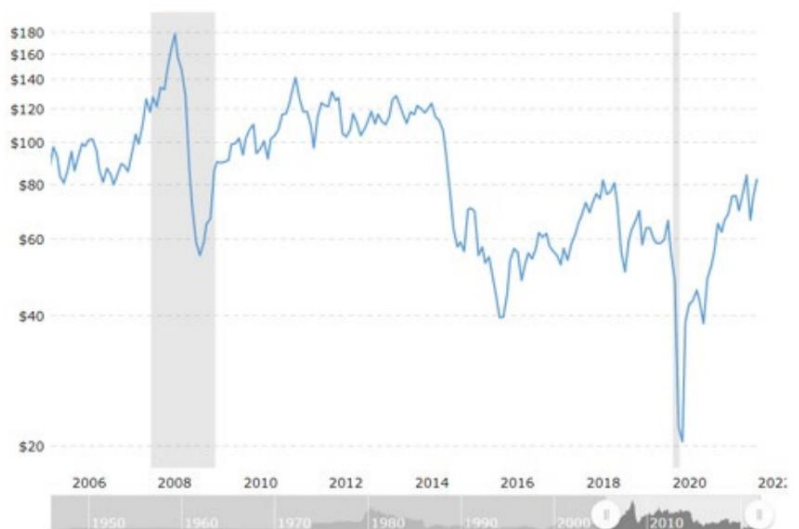
En 2015, la política económica de China pasó de un énfasis principal en la fabricación hacia el apoyo al sector de servicios; quería construir una economía de servicios de nación desarrollada. Hasta ese momento, la capacidad de producción mundial de materias primas se había expandido considerablemente para satisfacer la demanda de China y otras naciones denominadas BRIC.

40 Years of Oil Prices: Down

<https://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>



15 Years of Oil Prices: Down

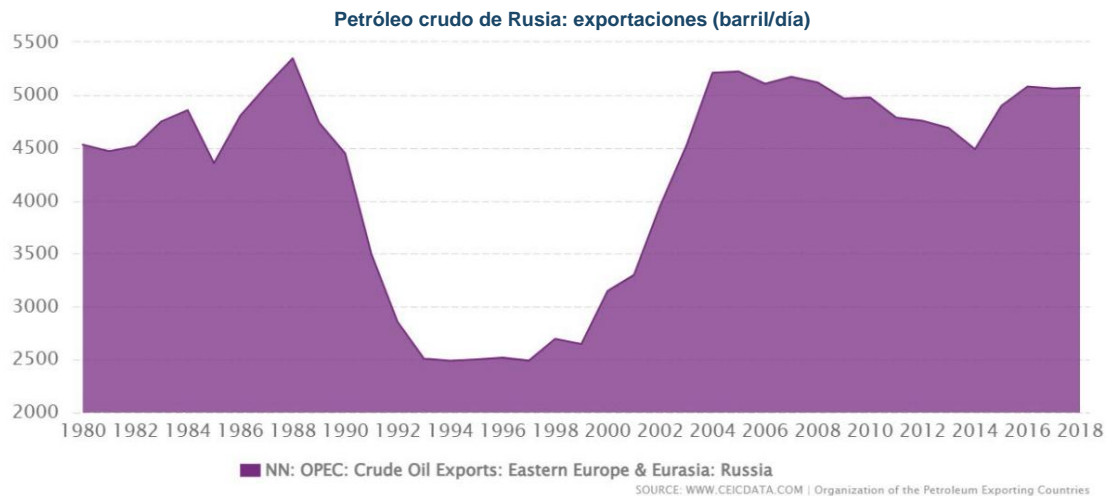


Fuente: www.macrotrends.net

² https://csimarket.com/Industry/industry_Profitability_Ratios.php?&hist=8

³ <https://www.ceicdata.com/es/indicador/rusia/exportaciones-de-petroleo-crudo>

(Brasil, Rusia, India), y los precios habían subido dramáticamente. Ese cambio de política expuso una condición de exceso de oferta que ya existía. Se produjeron caídas dramáticas de los precios. En el corto plazo, desde 2014 hasta principios de 2016, el precio del mineral de hierro cayó más de un 70%, el carbón térmico un 33% y el cobre más de un 40%.



Fuente: www.ceicdata.com

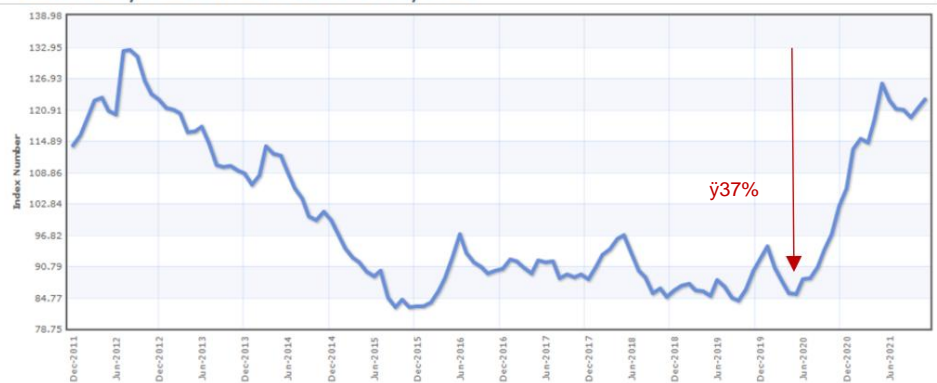
Además, la caída más reciente de una década en los precios de otros productos básicos.

Desde el pico de los precios de las materias primas duras alrededor de 2011/2012, esto es lo que ha hecho un índice de ocho metales industriales básicos. Un 37% menos hasta mediados de 2020, incluso cuando la medida del IPC del nivel general de precios ha aumentado. Eso es cobre, mineral de hierro, aluminio, níquel, estaño, zinc, plomo y uranio.

Los precios de los *alimentos* básicos (cereales, carnes, mariscos, azúcar, etc.) se parecen mucho. Han bajado un 35% desde

2012 hasta mediados de 2020. Piense en la década de beneficio del margen de ganancias para los fabricantes estadounidenses dominantes y las empresas de productos de consumo debido a la disminución de los costos de las materias primas. Piensa en Coca-Cola: cómo

Commodity Metals Price Index Monthly Price



Description: Commodity Metals Prices Index, 2005=100, includes Copper, Aluminum, Iron Ore, Tin, Nickel, Zinc, Lead and Uranium Price Indices Sources: <https://www.indexmundi.com/>, International Monetary Fund

COMENTARIO DE MERCADO

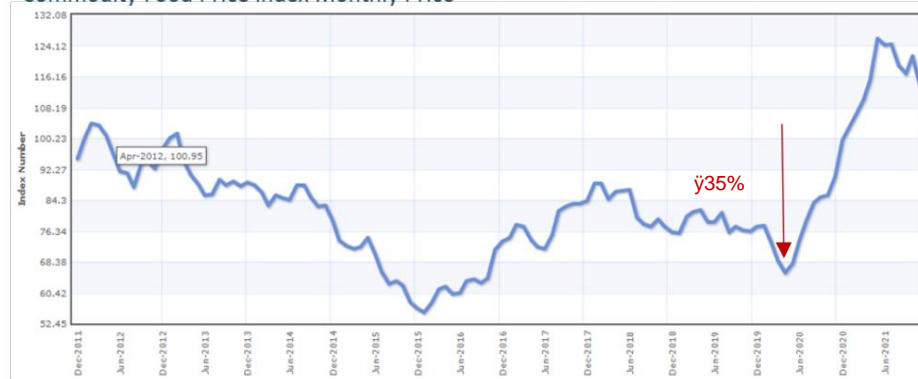
4to Trimestre 2021

mucho se benefició de precios más bajos de azúcar para sus refrescos, costos más bajos de aluminio por sus latas, y costos más bajos de diesel para su vasto flota de camiones de reparto?

Hasta los camiones de reparto cuestan menos: por los 20 años entre 2000 y 2020, el precio promedio de

automóviles y camiones nuevos aumentó un 0,2 % anual anualizado, frente a una tasa de IPC superior al 2 %.⁴ El margen de beneficio neto de Coca-Cola en 2019 fue del 24,1 %; 10 años antes era del 22,3%; 10 años antes era del 12,3%.

Commodity Food Price Index Monthly Price



Description: Commodity Food Prices Index, 2005=100, includes Cereal, Vegetable Oils, Meat, Seafood, Sugar, Bananas, and Oranges Price Indices. Sources: <https://www.indexmundi.com/>, International Monetary Fund

Y de eficiencias corporativas impulsadas por la tecnología 40 años

¿No fue también en 1981 cuando se presentó al mundo la IBM PC habilitada por Microsoft? ¿Por un precio inicial de alrededor de \$1,600?

Y la World Wide Web, Internet, se abrió al público en 1983. Solo necesitamos pensar en algunas de las eficiencias que han impactado nuestra vida diaria desde entonces, al menos eficientes desde el punto de vista de las ganancias corporativas, si no de los trabajadores. Menos grupos de secretarías (si sabe lo que es eso) a cambio de más ejecutivos escribiendo sus propios memorandos; menos cajeros bancarios, más cajeros automáticos; menos agentes de viajes devorando comisiones, más compras de reservas de aerolíneas/ automóviles/hoteles basadas en la web; menos personal del centro de ayuda, más bots de chat de IA de voz ("Déjame ver si entendí esto bien, ¿dices que tienes un incendio en tu ático?

Lo siento, no puedo ayudarte con eso. Intente decir: "Ayúdame con otra cosa"). O alquilar tiempo en una supercomputadora en la nube, para su negocio basado en la web de inicio, sin tener que poseer una supercomputadora 100% del tiempo.

⁴ <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>

Liderando, ipso facto, de 30 años de los márgenes de ganancias corporativas.

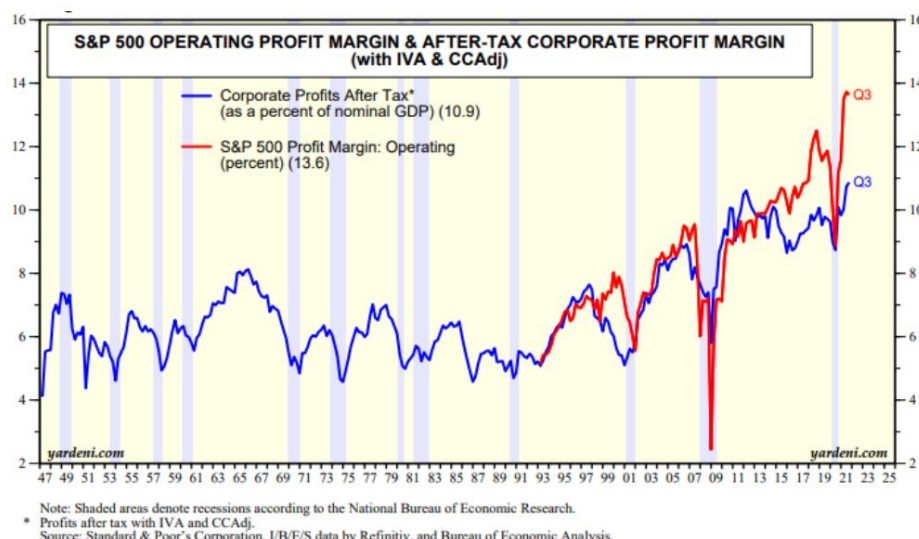
No solo ascendiendo; previamente desconocido. Hasta alrededor de 1992, la rentabilidad aumentaba y disminuía dentro de un rango "normal" de aproximadamente 4% a 8%. Durante los últimos 30 años, los márgenes se expandieron persistentemente y ahora están un 50 % o más por encima de los de la era de 1960.

pico de todos los tiempos.

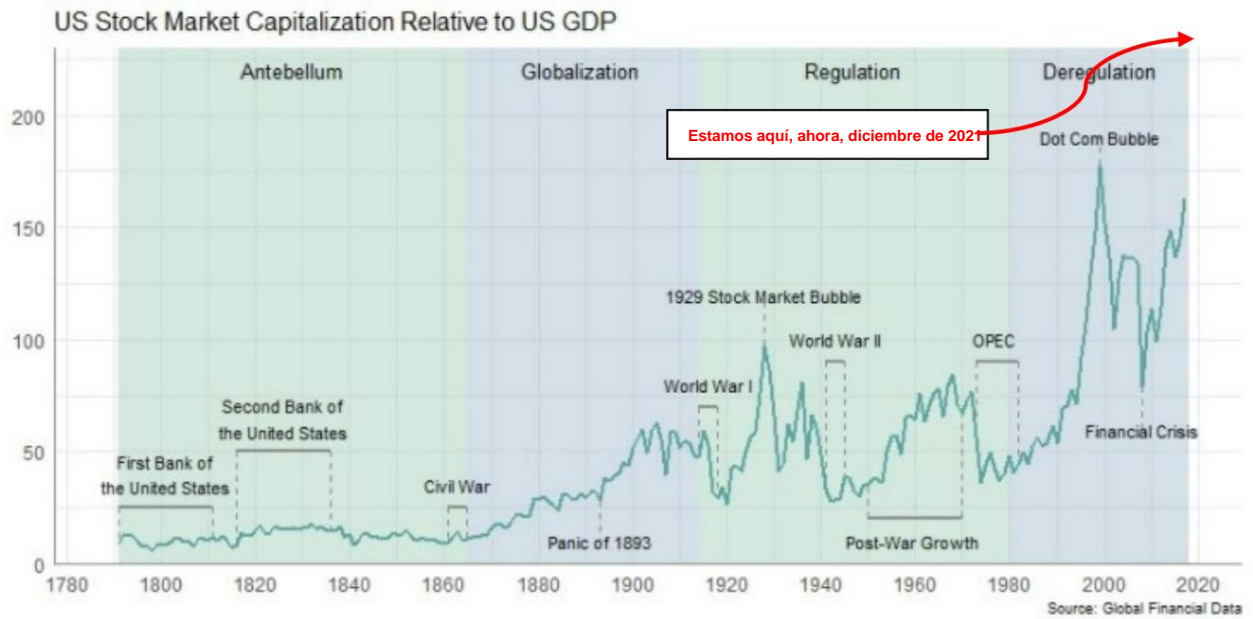
Esa imagen de lo que parece ser el carácter intrínseco de

la economía y los mercados de EE. UU. (inflación de moderada a baja, tasas de interés de moderadas a bajas y ganancias en rápido aumento, aunque temporalmente interrumpidas por la extraña burbuja tecnológica o inmobiliaria) es prácticamente todo eso un 45-años nunca ha conocido personalmente. Experimentalmente, es completamente normal y ordinario. Pero sólo dentro de ese marco de tiempo. Un marco de tiempo demarcado por una confluencia única de tendencias sistémicas discretas y poderosas que han seguido su curso, para no repetirse:

- Una disminución del 90% en 40 años en las tasas de interés. Solo pueden pasar del 14% al 1%, una vez.
- 40 años de exportación de la inflación (costos laborales y de fabricación) a través de la apertura de mercados de países en desarrollo previamente cerrados. No solo eso no se puede repetir, muchas de esas naciones han evolucionado tecnológicamente y ahora son competidores.
- Una disminución de 25% en 40 años en la tasa del impuesto corporativo. Con el 21% de hoy, eso ciertamente no puede ser repite, a menos que la tasa impositiva se convierta en una cifra negativa.
- Una tendencia de 40 años de disminución de los costos de los productos básicos, que incluye:
 - o Una caída del 45% en el precio del petróleo
 - o La apertura del mercado de suministro de productos básicos rusos/anteriormente soviéticos
 - o Una disminución de una década en una amplia franja de otros productos básicos esenciales.
- El incalculable impacto de costo/beneficio corporativo de 40 años de la aparición y ascendencia de ambos el sistema operativo de la computadora personal e Internet.
- Una tendencia de 30 años de aumento de los márgenes corporativos, a niveles nunca antes vistos.
- Una valoración bursátil máxima histórica *de todos los tiempos*, a través del cálculo más simple y directo: el total valor de la bolsa como % del PIB. Aquí hay una mirada final más larga a eso⁵:



⁵ <https://globalfinancialdata.com/el-crecimiento-del-mercado-de-valores-estadounidense>



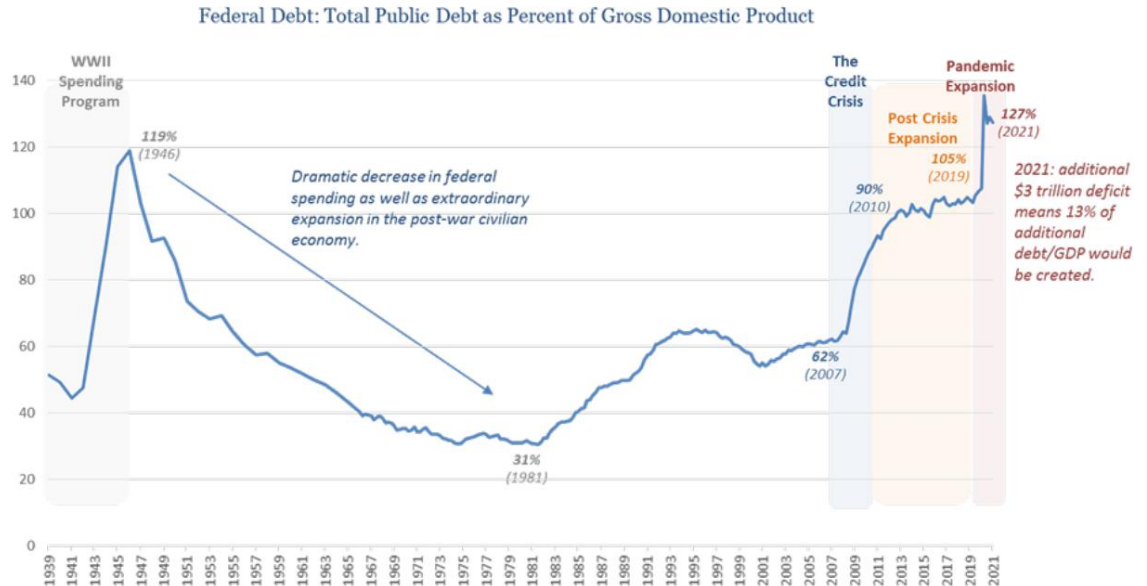
Una nueva era

Si todos esos factores simplemente dejaran de volverse *más* extremos, sin tasas de interés negativas o tasas impositivas negativas, etc., si simplemente se quedaran donde están, entonces cesarían sus benéficas influencias desinflacionarias, de ganancias y de valoración. El futuro sería mucho menos maravilloso que el pasado. Eso es todo lo que es necesario.

Pero no se quedan quietos. Las dos variables de inflación más importantes, la política monetaria y los precios de las materias primas, van en la dirección equivocada. Ya están más allá de ciertos límites y se están volviendo activamente inflacionarios.

Degradación monetaria : Esta es la más básica de la economía: la oferta frente a la demanda. En la historia de nuestra nación, nunca ha habido esta escala de exceso de creación de dinero (oferta) en relación con el PIB (demanda).

en lugar de un suministro de dinero gráfico, aquí hay un uno diferente eso se parece a eso: una versión actualizada de la Deuda-a Gráfico de relación del PIB empezamos con. Su re historia del centavo se ve bastante igual



porque realmente se vincularon están directamente entre

sí. Para que la Reserva Federal mantenga su programa de compra de bonos (mediante el cual sube los precios para mantener bajos los rendimientos), tiene que tener el dinero para comprar los bonos. Que crea, porque es el banco central. Por lo tanto, la deuda es tan inflacionaria como la oferta monetaria.

Ahora hay tanta deuda, que probablemente hayamos pasado el punto de inflexión para que la Reserva Federal permita que suban las tasas de interés. ¿Por qué no pueden? Porque desencadenarían una crisis financiera. ¿Cómo?

La deuda total en los EE. UU. ahora es de 85 billones de dólares. Eso es todo, desde deuda federal y local hasta préstamos para automóviles, tarjetas de crédito e hipotecas. El costo de interés promedio es de 4.1%. ¿Qué pasaría si la Fed permitiera que las tasas subieran 2 puntos porcentuales? No parece mucho. Simplemente llevaría el rendimiento a 10 años al 3,7%. Dios mío, era el 6% hace solo diez años. Entonces, ¿qué pasaría? Aquí hay dos formas de ver cómo podría ser el impacto. Esto es extremadamente simplista y ciertamente no pasaría la prueba en ninguna clase de econometría.

Sin embargo, solo para simplificar, digamos que el 2% se filtró inmediatamente a través de todos los diferentes tipos y vencimientos de deuda. Eso significa que todo el país experimenta una mayor carga de gastos por intereses del 2% x \$85 billones de deuda, lo que equivale a \$1,70 billones. ¿Y eso que significa?

• \$1,7 billones de gastos de intereses adicionales reducirían nuestro PIB de \$23 billones en un 7,4%. Una recesión significativa es una contracción del PIB del -3%. La Gran Recesión de 2008/2009, tras la crisis de las hipotecas subprime, que fue una auténtica crisis financiera, supuso una contracción del -5,1%.

• Para hacerlo aún más comprensible, digamos que los \$1,7 billones adicionales de gastos por intereses se asignaron de alguna manera solo al petróleo, como un impuesto especial especial. Estados Unidos consume aproximadamente 20 millones de barriles de petróleo por día. Eso es 7.300 millones de barriles al año. Si pagamos 1,7 billones de dólares adicionales al año

para ese petróleo, eso sería \$232 adicionales por barril. Dado que el petróleo está a unos \$85 ahora, eso sería \$317/barril de petróleo.

La economía no podría manejarlo, al menos no a un costo político aceptable para quienes se identificarían con esa decisión política. Entonces, algunos creen que la Reserva Federal no aumentará las tasas de interés, independientemente de lo que digan al respecto (*más sobre eso más adelante*). Pero, para no subir las tasas, el banco central necesita continuar comprando bonos, para así suprimir los rendimientos. Y para hacerlo, debe seguir imprimiendo más dinero para comprar los bonos.

Es por eso que el recurso estándar del banco central (cualquier banco central) es jugar este juego de degradación monetaria que se refuerza a sí mismo durante el tiempo que sea necesario para 'crecer' fuera del problema. Y *puede* surgir del problema. Es solo que tiene un costo, un costo económico y social a largo plazo en oposición a un costo político y social a corto plazo.

Ese costo es la inflación basada en el dinero, o la devaluación de la moneda, y sus consecuencias. Si posee \$ 1 millón en efectivo hoy, y si la oferta monetaria aumenta un 10% más de lo que crece la economía, entonces habrá un 10% más de dólares cada año por cada unidad de bienes y servicios que pueda tener que comprar. Necesitará más dólares para comprar los mismos artículos. En 10 años, necesitará \$2.6 millones para comprar los mismos artículos; o, por el contrario, su millón de dólares valdrá sólo 389.000 dólares de los dólares futuros.

Puede ver cómo, si el banco central mantiene esto durante el tiempo suficiente, la cantidad actual de deuda se reducirá en relación con el PIB, porque los salarios se pagan y las ganancias se obtienen en dólares inflados. Así como se cobrarán impuestos sobre esos ingresos inflados, aumentando los ingresos fiscales del gobierno.

Ese es un método de puerta trasera probado y verdadero para que los gobiernos de todo el mundo y a lo largo del tiempo reduzcan su carga de la deuda.

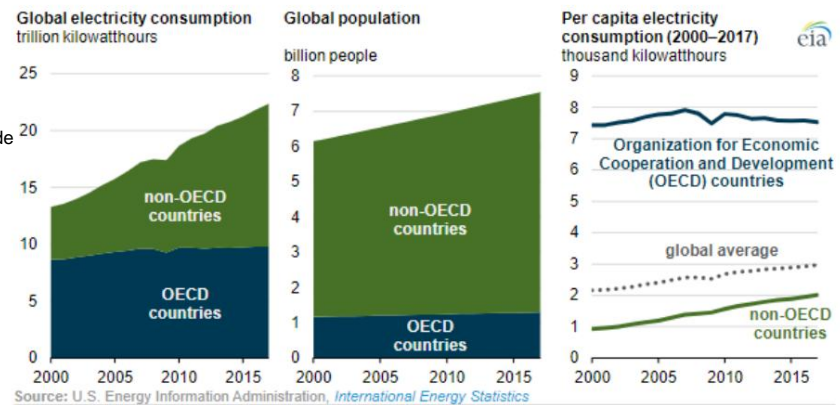
Desafortunadamente, también hemos comenzado a experimentar una inflación basada en la escasez de productos básicos. Y eso es igual de grave e intratable. Hemos tenido esta discusión tan repetidamente que tengo miedo de exagerar. Entonces, tal vez solo un ejemplo nuevo, diferente a los anteriores, sirva como indicador del desafío de la creciente escasez global de recursos.

Cobre

La imagen de la demanda

A diferencia de muchos metales estratégicos, el cobre *no* es geológica o geopolíticamente raro. Podría ser interesante examinar las restricciones de oferta/demanda inflacionarias para un metal base ordinario, no un metal de tierras raras ya restringido que se usa en pequeñas cantidades en aplicaciones especiales. Como el segundo metal más conductor después de la plata, el cobre se encuentra en casi todo lo eléctrico. La mayor parte se utiliza para la electricidad. Por lo tanto, como caso general, los aumentos en el uso de energía implican más cobre.

El consumo mundial de electricidad es aumentando más rápido que el crecimiento de la población, la mayor parte del aumento proviene de países no pertenecientes a la OCDE como estándares de vivir mejorar. El conjunto de tres gráficos adjunto de la Administración de Información de Energía de EE. UU. lo resume sucintamente. El consumo mundial de energía eléctrica en los tres años hasta 2019, la cifra más reciente, creció a una tasa anual de 2,92%.



A ese crecimiento de la demanda existente se sumarán los esfuerzos globales masivos para la transición de los combustibles fósiles a las energías renovables y también para electrificar transporte. Los encargados de formular políticas y las empresas involucradas en esta área anticipan 30 años de escalamiento cada vez mayor.

La demanda de cobre aumentará desproporcionadamente más. Eso es porque La energía solar y eólica consumen mucho más cobre que las plantas de combustibles fósiles. Los proyectos solares requieren cableado entre todos los paneles y arreglos de paneles; transformadores elevadores para convertir la energía de CC en CA; y a menudo se encuentran a largas distancias de la infraestructura de la red eléctrica existente. Las turbinas eólicas, además del cobre para las dinamos y el equipo de manejo de energía, pueden requerir 20 millas o más de cableado submarino para llegar a la costa. Los vehículos eléctricos requieren una gran cantidad de cobre para los inversores de potencia, aparte de todos los demás dispositivos electrónicos a bordo. A su vez, una flota de vehículos eléctricos requiere una red de estaciones de carga a escala nacional.

Y nada de esa electrificación es factible sin una red eléctrica ampliada y actualizada masivamente. La infraestructura de la red eléctrica no son solo las líneas de transmisión de alto voltaje y las líneas eléctricas locales de bajo voltaje, sino también las subestaciones, así como los transformadores locales, como los que se ven sobre los postes telefónicos. Cada uno de ellos contiene grandes cantidades de bobina de cobre.

Hace varios años, Scientific American hizo referencia a un estudio publicado en Proceedings of the National Academy of Sciences of the US, escrito por investigadores de la Universidad Noruega de Ciencia y Tecnología⁶. Fue el primer análisis de si la descarbonización de la electricidad a través de un despliegue global de instalaciones eólicas, hidroeléctricas y solares, junto con la captura y el almacenamiento de dióxido de carbono en las centrales eléctricas convencionales, aumentaría o disminuiría la contaminación en relación con la generación de energía con carbón y gas natural. Se realizó sobre la base del ciclo de vida que incluía el impacto de las materias primas de la construcción de dichas instalaciones. Se basaba en una presunción de energía renovable.

Electric utility substation transformers: outside look, and inside



⁶ Actas de la Academia Nacional de Ciencias de mayo de 2015, 112 (20) 6277-6282; DOI: 10.1073/pnas.1312753111 <https://www.pnas.org/content/112/20/6277;>

participación de la energía en la generación total de electricidad pasando del 16,5% en 2010 al 39% en 2050, que es uno de los escenarios más positivos propuestos por la Agencia Internacional de la Energía.

El estudio encontró una reducción general en los impactos ambientales relacionados con la contaminación. Curiosamente, este estudio en particular también determinó, y esto fue en la oración final de la conclusión del estudio, que el cobre es el único material cubierto en su estudio que podría tener restricciones de suministro.

Entre los hallazgos del estudio relacionados con el cobre: dependiendo de su diseño, se supuso que los sistemas de energía solar requieren de 11 a 40 veces más cobre que la energía eléctrica basada en combustibles fósiles. Si eso parece extraño, piense en Solar Star. ¿Qué es Estrella Solar? Es la granja solar más grande de los EE. UU., con una potencia nominal de 579 MW. En total ocupa más de 5 millas cuadradas, que serían 2 ¼ millas de cada lado. Contiene 1,7 millones de paneles solares. Ahora uno puede imaginar más fácilmente cuánto cableado de cobre debe haber entre tantos paneles. Además, dependiendo del diseño, cada panel puede tener su propio inversor central.

El estudio de la Universidad Noruega de Ciencias también concluyó que "solo dos años de la producción mundial actual de cobre" serían suficientes para alcanzar la meta de 2050. "Solo" es una elección interesante. Probablemente no sería utilizado por alguien con una orientación en torno a la economía de la producción y venta de productos básicos:

Dos años de producción mundial de cobre es lo mismo que decir que se requiere otro 200% de la producción anual actual, incluso si se distribuye en 30 años. Eso sería otro 6,7% anual.

• No tiene en cuenta las ya existentes

2,9% de crecimiento anual de la demanda. Juntos, al menos durante un año, se requiere un aumento en la producción global de casi el 10%.

• Falta de esto, porque eso no estaba en el estudio, es la demanda de electrificar una flota de vehículos global de 1.400 millones, o las necesidades de cobre para una red de carga de vehículos eléctricos.

• Asimismo, casi con seguridad más allá del alcance de la estudio sería la demanda adicional de capacidad de transmisión de la red.

Un estudio como ese proporciona hallazgos generales, pero no todos los supuestos que se incluyen en esos resultados. Se puede abordar la cuestión de la demanda de cobre desde un ángulo más granular, de abajo hacia arriba, utilizando cifras fácilmente disponibles. Un estudio encargado por la Asociación Internacional del Cobre (su sesgo está claramente en su nombre) estima los requerimientos de cobre para aerogeneradores: 21,000 lbs. por megavatio para instalaciones en alta mar; 5.600 a 14.900 lbs./MW para eólica terrestre, y entre 5.400 y 15.400 lbs. por megavatio para instalaciones solares (los amplios rangos dependen de si los transformadores elevadores son de cobre o de aluminio). Con esa información y un ejercicio quizás dudoso simplista (por ejemplo, estamos mezclando diferentes estudios y fechas de estudio), se puede hacer una estimación del cobre necesario para alimentar todos los hogares de EE. UU. Supondremos, por simplicidad, que se hace exclusivamente a través de la energía eólica. Obviamente, esto no es realista, aunque solo sea porque ignora la energía solar, pero la energía solar parece compartir requisitos de cobre más o menos comparables con la energía eólica. Pero el ejercicio proporciona una base para estimar la escala de la próxima demanda.

Conclusions

Our analysis indicates that the large-scale implementation of wind, PV, and CSP has the potential to reduce pollution-related environmental impacts of electricity production, such as GHG emissions, freshwater ecotoxicity, eutrophication, and particulate-matter exposure. The pollution caused by higher material requirements of these technologies is small compared with the direct emissions of fossil fuel-fired power plants. Bulk material requirements appear manageable but not negligible compared with the current production rates for these materials. Copper is the only material covered in our analysis for which supply may be a concern.

4to Trimestre 2021

La pregunta a responder es cuántos MW de capacidad nominal de energía eólica se necesitan y cuál es el requerimiento de cobre asociado.

• Digamos que la energía será proporcionada por un mix 50:50 entre aerogeneradores marinos y terrestres, con un requerimiento promedio de cobre de 13,000 lbs./MW de capacidad, en base a las cifras anteriores.

• Las turbinas eólicas instaladas en 2020 tenían una capacidad de potencia promedio (si 50:50, entre tierra y mar) de 5 MW.⁷ Cada turbina, entonces, podría requerir 65,000 lbs. de cobre

• Pero la cifra de 5 MW es la potencia máxima, como si el viento soplara las 24 horas del día dentro de un rango óptimo de velocidad del viento. El factor de capacidad promedio real de las turbinas eólicas es 35%⁸, ya que el viento es a veces inexistente y, a veces, demasiado bajo o demasiado alto. Entonces, la producción efectiva de cada aerogenerador sería de 1,75 MW (5MW x 35%).

• Se necesita una estimación del consumo de los hogares. Un punto de referencia común en los EE. UU. es de aproximadamente 1,000 kWh por hogar por mes⁹.

• Con esa información, cada turbina podría atender 1.278 viviendas. Hay 123 millones de hogares en EE. UU., por lo que se necesitarían unas 96 200 turbinas eólicas.¹⁰

A 65.000 libras. de cobre por cada uno de los 96,200 molinos de viento, eso sería 6,200 millones de libras. de cobre. Eso sería aproximadamente el 13,7 % de la producción mundial de cobre.¹¹ *Si la energía solar y eólica fueran solo el 40 % del suministro eléctrico doméstico, estaríamos hablando del 5,5 % de la producción mundial de cobre. Eso no incluye:*

• necesidades de energía eléctrica industrial o comercial (separadas de las domésticas);

• demanda de potencia de los vehículos eléctricos; o

• el resto de las necesidades mundiales de energía renovable y vehículos eléctricos;

• el crecimiento del consumo de energía anual mundial existente del 2,9%.

Un mundo que está cambiando a la energía eólica y solar y a los vehículos eléctricos es un mundo que necesitará mucho más cobre.

⁷ <https://www.energy.gov/eere/wind/wind-market-reports-2021-edition> <https://www.eia.gov/>

⁸ [electricity/monthly/epm_table_grapher.php?t=epmt_6_07_b](https://www.eia.gov/electricity/monthly/epm_table_grapher.php?t=epmt_6_07_b)

⁹ <https://www.nrc.gov/docs/ML1209/ML120960701.pdf>

¹⁰ El consumo doméstico mensual en kWh/mes debe convertirse a una escala de medición común con potencia clasificaciones de capacidad de la planta, que están en MW, lo que realmente significa megavatios *por hora*. Poniendo ambos sobre una base anual: • el consumo doméstico mensual de 1.000 kWh asciende (x 12 meses) a 12.000 kWh por año = 12 MWh/año.

• Un aerogenerador con un factor de capacidad de 1,75 MWh produciría 15.330 MWh al año (1,75 MW/h x 24 horas/día x 365 días/año)

• Por lo tanto, cada turbina podría soportar 1.278 hogares (23.650 MWh/año ÷ 12 MWh/hhd/año)

¹¹ La producción mundial de cobre fue de 20,4 millones de toneladas métricas en 2019, 20,0 millones en el año 2020 afectado por la pandemia.

Imagen de suministro

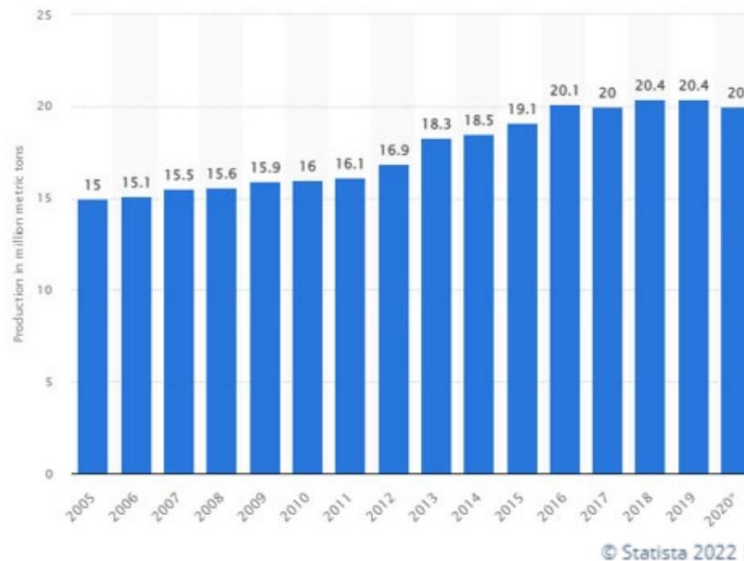
Esas fueron algunas ideas sobre la *demanda de cobre*. Aquí hay algunos detalles sobre el suministro.

La producción minera mundial de cobre en los 10 años de 2005 a 2015 aumentó un 2,45 % anual. En los próximos 5 años, hasta 2020, aumentó solo un 0,9% anual. Incluso ignorando el año de la pandemia 2020, para los 4 años desde el 2019, la tasa de expansión fue del 1,66%. Ya tenemos el contexto histórico para esto: el desplome de los precios de las materias primas antes de 2015, desde una posición de exceso de capacidad.

Lo que los productores deben hacer en esa situación, debido a que tienen altos costos fijos y gastos de deuda, es reducir sus gastos de exploración y desarrollo y reducir los costos operativos. En cambio, confían en las minas existentes y en sus minerales de mayor ley y producción de menor costo. Es posible que en realidad no reduzcan la producción actual, pero no reemplazan las reservas que se están agotando lentamente. Puede ver esto en el trabajo a nivel de empresa individual.

Freeport-McMoRan ilustrará. Es el tercer mayor productor de cobre del mundo, siguiendo de cerca a la chilena Codelco y al grupo BHP de Australia. En 2014, a pesar de que Freeport vendió más cobre que el año anterior, sus ingresos cayeron más del 25% y pasó de \$4.8 mil millones de ganancias operativas (un margen del 22%) a una pérdida de \$(0.2) mil millones.

Total copper mine production worldwide from 2005 to 2020
(in million metric tons)



Fuente: Statista, Servicio Geológico de EE. UU.

Los gastos de capital de la empresa alcanzaron su punto máximo en 2014 con 3860 millones de dólares y serán de 1720 millones de dólares en 2021, lo que significa que la empresa está gastando un 55 % menos ahora que hace siete años. En términos ajustados por inflación, hoy gasta un 61% menos que hace siete años.

Curiosamente, su producción es más o menos plana con 2014, e incluso con 2008, que fue hace 13 años. Sin embargo, uno notará en la tabla adjunta que sus reservas disminuyeron cada

		Freeport-McMoRan Inc.				ajustado por IPC	
		Producción de Reservas		Gastos netos de precio de capital realizados		gastos	
		(factura de libras)		en efectivo (por libra) (mill.)		(molino.)	
		(facturado.	(por	4,22 \$	2,95		
Est. 2021	¹	n/d	libras)	libra) 1,30			
20 de diciembre		113,2	(3,8) \$	\$ 1,48		1.717	1,362
19 de diciembre		116,0	(3,2) (3,2)	1.74	2.78	1.877	1,562
Dic-18	²	119,6	(3,8)	1.07	2.91	1.839	1,577
Dic-17		86,7	(3,8)	1.19	2.93	1,157	1,016
Dic-16	³	86,8	(4,2)	1.26	2.28	1.509	1,354
Dic-15		99,5	(4,0)	1.53	2.42	3.219	2,924
Dic-14		103,5	(4,0)	1.51	3.09	3.861	3,512
Dic-13		111,2	(3,9)	1.41	3.30	3.446	3,184
Dic-12		116,5	(3,7)	1.48	2.00	3.140	2,944
11 de diciembre		119,7	(3,7)	1.01	1.72	1.939	1,856
dic-10		120,5	(3,9)	0.79	1.40	1.239	1,223
Dic-09		104,2	(4,1)	0,55	1.12	1.434	1,439
Dic-08		102,0	(4,0)	1.16	1.51	2.434	2,434

¹ Producción: basada en 9 meses. % cambiar; Costos netos en efectivo: basado en 9 meses. % cambiar; Cap Ex: 9 meses. tasa de correr

² Aumento de reservas debido a la adquisición de reservas de Indonesia por \$3.500 millones: precio de compra ~ 10% de la capitalización de mercado de Freeport en ese momento.

³ Venta de interés en las reservas de la República Democrática del Congo (~7 mill lbs)

año desde 2010 hasta 2017¹². En 2018, las reservas volvieron a alcanzar el nivel máximo, porque compró \$ 3.5 mil millones de reservas en Indonesia, un precio equivalente a aproximadamente el 10% de la capitalización bursátil de Freeport en ese momento. No obstante, las reservas continuaron disminuyendo en los dos años siguientes. Las cifras de 2021 aún no están disponibles.

Oferta y demanda

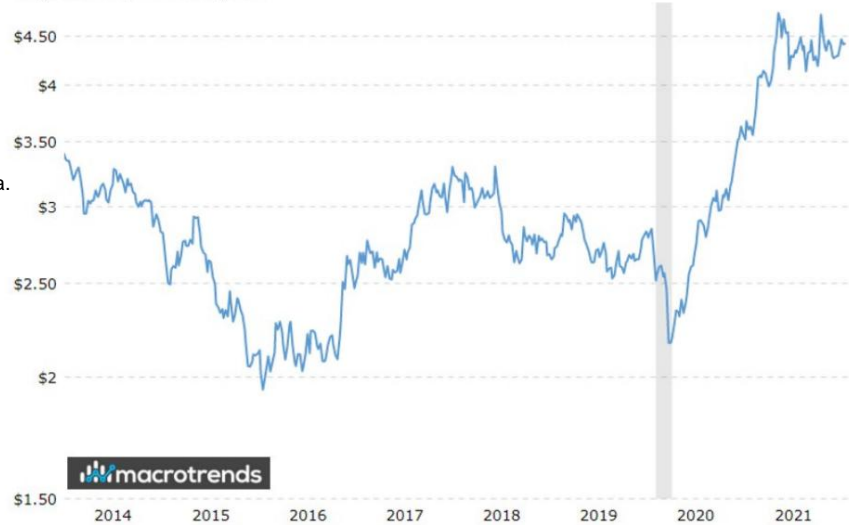
Entonces, tome cinco años más o menos de volúmenes de producción de cobre estables mientras la demanda mundial de energía eléctrica aumenta en un 12 o 13% (2,5% al año), y ahora, no más exceso de oferta. De hecho, con los esfuerzos globales de electrificación, la demanda está aumentando. Desafortunadamente, en las industrias extractivas de materias primas, lleva mucho tiempo desarrollar un nuevo suministro sostenible.

En lo que respecta a las minas existentes, podría ser muy antiguo, con los minerales más accesibles y de mayor ley haber sido ya explotado. La producción adicional de la misma mina se encarece.

En cuanto al desarrollo de nuevas minas, la logística de ingeniería pura puede significar fácilmente varios años antes de que se pueda producir el mineral. Un impedimento más serio puede ser el logística regulatoria y política, particularmente por el daño ambiental local por la fundición, y el uso intensivo de agua, entre otros factores.

Luego están los más amplios presiones para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, que es el centrar en frente y el informe anual de casi todas las empresas.

Copper Prices, the last 8 years:



Copper Prices, the last 63 years:



¹² La disminución de las reservas en 2016 se vio exacerbada por la venta de algunas reservas, pero habría ocurrido de todos modos.

4to Trimestre 2021

enero 2022

El presidente y director ejecutivo de Freeport-McMoRan, Richard Adkerson, ha dicho repetidamente, en entrevistas, que llevar nuevos suministros al mercado puede llevar fácilmente de cinco a diez años.

Solo se necesita un modesto déficit de oferta para una cosa, cualquier cosa, para la cual hay una fuerte demanda, para catalizar aumentos de precios muy grandes.

Para el cobre, eso ya está sucediendo. El cobre cerró 2013 a \$3,36/lb. Seis años después, a principios de 2020, todavía era un 35 % más bajo (2,17 USD).

A fines del año pasado, 2020, era más alto que en 2013 antes del colapso de los precios. Hasta el viernes pasado, 14 de enero, era de \$4,42, un 25 % más que a finales de 2020 y un 104 % más que a principios de 2020.

Más importante que eso, en realidad es un máximo histórico.

Y más importante que eso, para el mensaje de hoy, es darse cuenta de que todas estas nuevas fuentes de demanda de cobre de varias décadas apenas se han afirmado, y todos los esfuerzos serios que podrían realizarse para crear una nueva oferta no han comenzado. En cuyo caso, un aumento de precio del 104 % en 1 año y un precio máximo histórico son solo el punto de partida.

Y más importante que eso, si he hecho el caso, es tomar esta comprensión y aplicarla a... todo lo demás que comparte más o menos la misma historia: mineral de hierro, petróleo y gas natural, plata, litio, etc. así sucesivamente.

Antes de pasar al siguiente tema, me detendré en la medida de una exhibición.

Acabamos de ver la forma en que se curan los excesos de inventarios de productos básicos. Porque el petróleo y el gas son los productos básicos fundamentales en todas las economías, y debido a que Texas Pacific Land Corp ocupa un lugar tan destacado en muchas de nuestras estrategias, aquí hay una actualización de un gráfico de inventario de petróleo de revisiones anteriores cuando las personas estaban preocupadas de que la demanda de petróleo nunca se recuperaría y que el exceso de inventarios nunca se retiraría. los

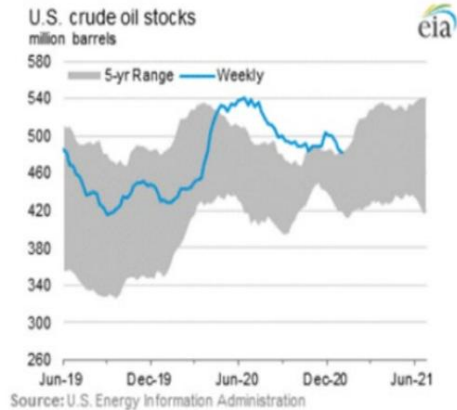
La progresión de estos gráficos en los últimos 12 meses debería presagiar la oferta/demanda y el desarrollo del precio del petróleo.

Y ahora consideremos brevemente lo que la inflación prolongada le hace a la gente, porque ha pasado un tiempo, y luego lo que dicen los medios de noticias financieras y la Reserva Federal al respecto y lo que dicen que harán al respecto.

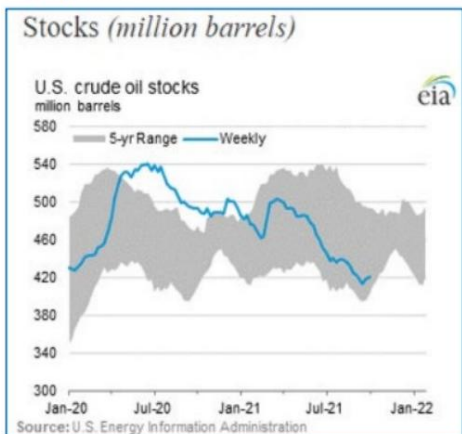
eso.

MARKET COMMENTARY

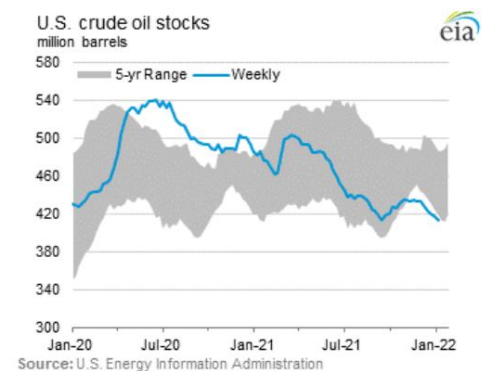
4th Quarter 2020



MARKET COMMENTARY

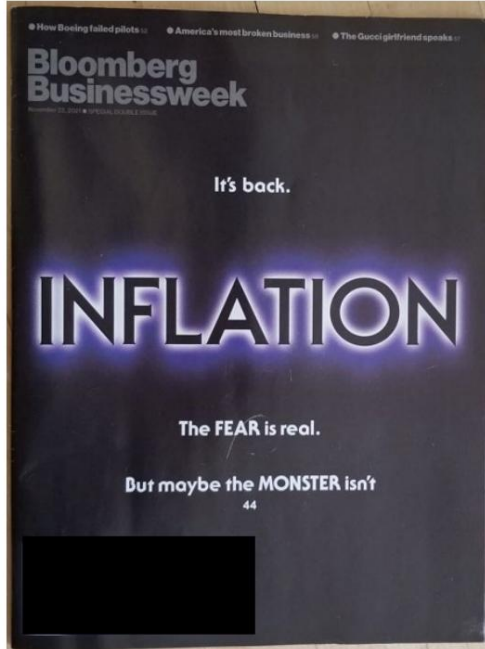
3rd Quarter 2021

Stocks (million barrels)

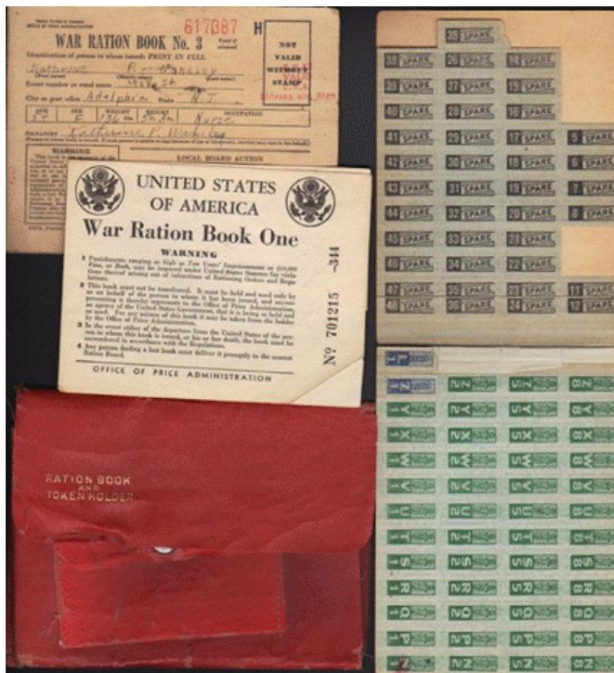


¿Qué hace la inflación?

Alguien recordando la década de 1970:



Y la década de 1940:



Este juego de libretas de racionamiento de la Segunda Guerra Mundial, estampillas, libreta de racionamiento de tela y portamonedas, con 24 meses de estampillas, se entregó en 1942 a una enfermera que vivía en Adelphia, NJ. Hace un par de años se podía comprar por \$35 en Biblio.com. Esos \$35, convertidos al poder adquisitivo de 1942 después de 75 años de inflación, habrían sido equivalentes a \$550 para esa enfermera, aproximadamente el valor de la renta de un año.

El alquiler medio promedio en Nueva Jersey en 1940, según la Oficina del Censo de EE. UU., era de \$36 por mes. La cifra más reciente es \$1,376. Así es como se ve una inflación anual de alquiler del 4,7% en 80 años. Si un tío rico te dejó el dinero de la renta de 80 años en efectivo, eso habría sido \$34,560. ¿No parece mucho? Si un tío hiciera eso por usted hoy, con los alquileres de hoy, serían \$1.3 millones en efectivo.

Eso es alrededor del 97% de degradación del poder adquisitivo del dólar estadounidense en una vida. En cualquier caso, con una tasa de inflación del 4,7%, esos \$34.560 del dinero del alquiler se habrían agotado en 34 años, no en 80 años.

Manhattan, por supuesto, era más caro que NJ, aunque los alquileres en el Lower East Side eran menos de \$30 (un "agradable" 4-habitación en la planta baja de un apartamento de Greenwich Village sin calefacción costaba 27 dólares), los alquileres de Washington Square Park llegaban a 150 dólares o más. ¿No es siempre así?

Lo que dicen sobre la inflación (y lo que no) [se adjuntan anexos]

Lea un artículo sobre la inflación en Bloomberg Newsweek, o en el Wall Street Journal o el NY Times, y encontrará explicaciones y frases compartidas. Las frases cambian cada pocos meses, pero la coherencia mutua permanece. Las muestras en la exhibición adjunta le resultarán muy familiares.

“Transitorio” se utilizó durante gran parte del año pasado cuando el IPC subió de una tasa anual de 1,4% a 5,4%. Presuntamente se refería a fluctuaciones a corto plazo en los precios de los productos básicos o la logística de la cadena de suministro.

En enero, después de que se publicara la cifra de inflación del 7% en diciembre, se eliminó el término "transitorio" en favor del "cuello de botella" o "interrupción" de la cadena de suministro, que se relacionó con la escasez de trabajadores debido a la pandemia; y a “gastos excesivos de alivio de la pandemia”. Eso describe a los consumidores confinados en sus hogares que, con el dinero en efectivo de los cheques de estímulo del gobierno, compraron productos minoristas adicionales, lo que estresó aún más la cadena de suministro.

Estas explicaciones más recientes se interpretaron como favorables, sobre la base de que, si bien el exceso de efectivo del estímulo pandémico podría demorar uno o dos años en gastarse, y mientras que la interrupción de la cadena de suministro podría demorar aproximadamente un año en resolverse, que es demasiado tiempo para llamen transitorios: se resolverán por sí mismos y, por lo tanto, no tienen una naturaleza más permanente.

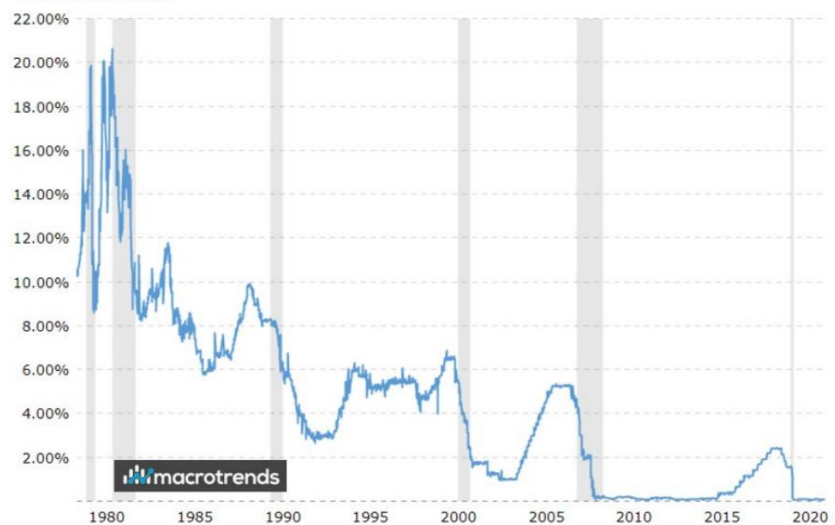
La fraseología y las explicaciones no solo son similares en diferentes periódicos. También son similares al lenguaje que usa la Reserva Federal. Porque es lo mismo, de verdad. Es solo informar y repetir.

Además, ahora se informa que la Reserva Federal indica claramente que muy bien podría aumentar la tasa de fondos federales a corto plazo 3 o 4 veces durante este año, para suprimir las expectativas inflacionarias. El objetivo: tan alto como el 1%. Si, tan alto como el 1%. Y tal vez un 2% al año siguiente. Tal vez lo hagan. ¿Qué peso le das a estos pronunciamientos? Los analistas de noticias financieras y los mercados están pendientes de cada palabra.

¿Alguna vez ha leído cinco años de comentarios de la Fed? Durante al menos cinco años (consulte el Apéndice para las exhibiciones), de esa manera cuidadosa y desnaturalizada de la información, han sugerido que están a punto de hacerlo. Si una determinada estadística o dos alcanzan un cierto umbral. La explicación podría ser tan simple como que simplemente no pueden permitírselo.

Aunque la Fed y las noticias mencionan regularmente la meta de inflación y tasas de empleo y de una amplia variedad de indicadores económicos, no leerá sobre los conceptos básicos esenciales que pensaría que le preocuparían a un banco central. como el tamaño de su balance general, del tamaño o cambio en el gasto de interés federal como proporción del presupuesto, o del aumento total en la oferta monetaria en proporción al crecimiento económico, todo lo cual está dentro de su rango de responsabilidad, incluso si los precios de los productos básicos no son .

Fed Funds Rate



Cómo los mercados pueden distraer o dañar (o ayudar).

Esta sección fue motivada por un cliente inversionista profesional, quien sugirió una actualización sobre la concentración en el S&P 500. Es una solicitud acertada, ya que el tema de esta revisión del cuarto trimestre es analizar de dónde venimos, para ayudarnos a saber A donde vamos.

Centrándose en el ruido de la 'noticias' quita toda perspectiva.

En este gráfico del S&P 500 de diciembre de 2010, las 10 principales empresas tenían el mismo valor de mercado agregado que las 255 acciones inferiores. Eran el 18,7% del valor del índice.

S&P 500 de hoy: los 10 primeros tienen el mismo valor de mercado. como el fondo 408 Ahora son el 30,5% del mercado.

En 2010, las 10 principales incluían dos empresas petroleras, una empresa industrial, una empresa de productos de consumo, una empresa farmacéutica, empresa de telecomunicaciones y un banco. Más 3 empresas de tecnología.

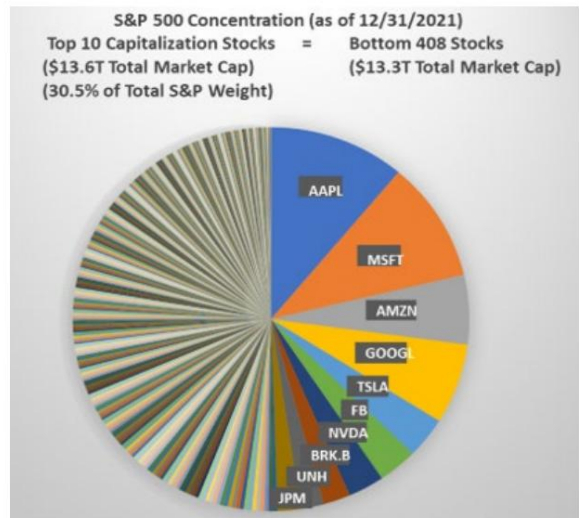
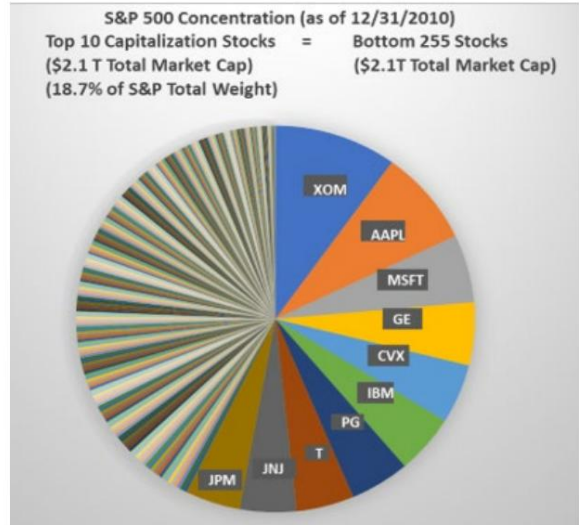
Hoy, 7 de las 10 principales son empresas de TI. Todavía hay un banco, pero no hay compañías petroleras. Esas son las concentraciones.

Todo eso sucedió en la última década, la fase de crecimiento de poder de la industria de ETF. ¿Qué significa 'poder' aquí?

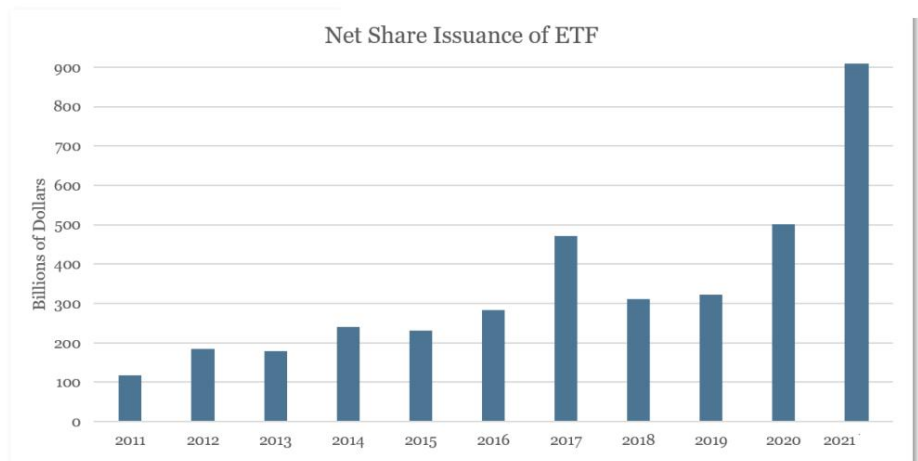
Significa un peso abrumador de dinero, de entradas en las mismas acciones centradas en índices:

De \$ 100 mil millones de entradas netas en ETF en 2011 a un récord de \$ 500 mil millones en 2020, que casi se duplicó a \$ 900 mil millones el año pasado. El nuevo dinero neto solo en diciembre, a \$ 99 mil millones, fue casi igual al año completo de 2011.

La implicación obvia es que uno está expuesto a una concentración de riesgo sistémico/de una sola industria. Uno que está sobrevalorado. Es no Es un misterio cómo terminó cada concentración anterior, ya sea Energía en 1980, Tecnología/Telecom en 1999 o Finanzas en 2006. *Esto es válido para la mayoría de los índices de gran capitalización, incluso si no es el S&P 500.*



Fuente: Factset, basado en iShares S&P 500 ETF Holdings



Fuente: Statista, ICI, datos de 2021 hasta el 9/12/2021, emisión neta de acciones en EE. UU.

Antes de llegar a las otras dos implicaciones de la concentración del mercado actual, hagamos una pausa y pensemos qué tan bien le ha ido al mercado desde que comenzó la era de la inversión en ETF. Es un buen momento para hacerlo, porque ya tenemos 20 años de historia, un elemento más del ciclo de una y dos generaciones en el que hemos estado.

Desde que iShares lanzó su primera serie de ETF a mediados de 2000, ahora hay un historial de 20 años. Haremos la pregunta: ¿qué tan bien lo han hecho los diversos índices principales? Antes de comenzar, solo como orientación, un resumen de lo constructiva y efervescente que ha sido esta era para el mercado de valores.

- Incluyó un mercado alcista récord de más de 10 años, desde marzo de 2009 hasta enero de 2020. Y si decide que está bien no contar la caída pandémica de 10 meses, porque el S&P en realidad subió un 18% en 2020, entonces tiene sido un mercado alcista de 12 ¾ años.
- El S&P 500 estableció un número récord de nuevos máximos históricos en 2021: 70 de ellos.
- El auge de las empresas de mega capitalización.
- El auge de las empresas de Tecnologías de la Información y Social Media, que son las más rentables, tanto en margen como en volumen en dólares puros, las grandes empresas de la historia.
- La disminución de la tasa del Tesoro a 10 años del 6 % a mediados de 2020 al 1,5 % a fines de 2021. Eso fue beneficioso no solo para la expansión de los múltiplos de valoración, sino que contribuyó a expandir los márgenes de utilidad neta a medida que las empresas se refinanciaban continuamente su deuda de mayor costo.
- Piense en la enorme actividad de recompra de acciones entre las empresas más grandes.
- Piense en las eficiencias de fabricación, impulsadas por el desarrollo de la cadena de suministro global de Apple, y por las eficiencias en el lugar de trabajo habilitadas por las empresas de tecnología de la información, las aplicaciones de procesamiento de datos y los servicios en la nube.
- Piense en la década, más o menos, de la disminución de los costos de los productos básicos.
- Lo que ayuda a explicar los márgenes de beneficio neto récord entre las empresas del S&P 500.

Entonces, ¿cómo han hecho los índices? ¿Sorprendente?

El verdadero problema no es ese lo han hecho tan mal.

Es la pregunta: si este es el resultado después de 20 años de todo ese apoyo, ¿cómo les irá a los índices en un ambiente difícil?

Y, ¿dónde estaba el ¿diversificación? inversión experimentada

Sería difícil para los profesionales seleccionar, según el rendimiento, el índice de valor del índice de crecimiento, el internacional del doméstico, el mercado emergente del mercado desarrollado.

Hay un par de menos obvios pero al menos

implicaciones igualmente importantes del índice de hoy concentración.

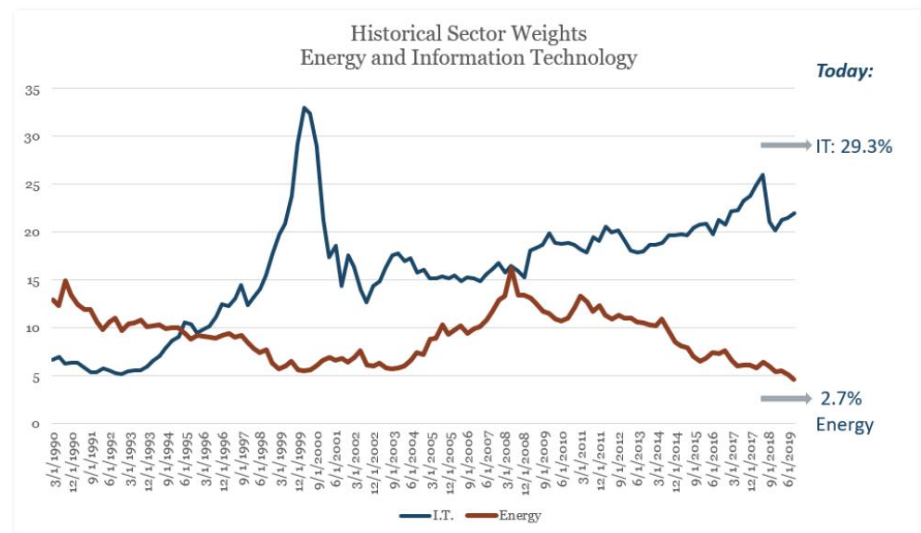
Uno es el efecto de desplazamiento. del billón de dólares y otros acciones de mega capitalización. que tiras los índices de la diversificación que era su propuesta original de no era solo para reducir el riesgo de exposición excesiva a una sola empresa e industria.

También proporcionó una razonable grado de exposición positiva a la diversidad de empresas e industrias que podrían proporcionar mayores (o un patrón diferente de) rendimientos.

Esa exposición positiva también fue un factor de reducción de riesgo, porque ¿quién sabe de dónde vendrá el próximo cambio económico o de mercado? Obviamente, la energía es un vector principal de posibles presiones inflacionarias. En su ponderación históricamente normal en el S&P 500, si se duplicara o triplicara durante un período de fuerte aumento de los precios de la energía, lo que podría, al mismo tiempo, deprimir las ganancias y las valoraciones de otras industrias, el

AI 31/12/21	AUM			Actualizado	
Fondo	Corazón	(cuenta)	Comienzo	Volver a 31/12/2021	
iShares Core S&P 500 ETF	IVV	\$327	5/15/2000	21.6	7,64%
iShares Russell 1000 Crecimiento IWF		74	22/5/2000	21.6	7,64%
iShares Russell 1000 Valor IWD		60	22/05/2000	21.6	7,60%
iShares Financials ETF	IYF	3	22/05/2000	21.6	6,13%
iShares EE. UU. Tecnología ETF IYW		9	15/5/2000	21.6	7,21%
ETF de servicios públicos de EE. UU. de iShares	UDI	1	6/12/2000	21.6	7,79%
iShares Biotecnología ETF	IBB	9	5/2/2001	20,9	7,72%
iShares MSCI EAFE	ALE	57	14/8/2001	20,4	5,8%
iShares MSCI China ETF	MCHI	6	29/05/2011	10,6	4,01%
iShares MSCI India ETF	INDA	6	2/2/2012	9,9	7,57%
iShares MSCI Brasil ETF	EWZ	5	10/7/2000	21,5	4,71%
Mercados emergentes iShares MSCI	EEM	30	4/7/2003	18,7	10,15%

Fuente: *ishares.com*, datos de AUM al 14/1/2022



Fuente: *Bloomberg*

Las ganancias del sector energético podrían compensar una gran cantidad de pérdidas de otros sectores del índice. Lo mismo para la exposición a metales preciosos o metales industriales.

La diversificación no es una cobertura, porque uno puede cubrir un riesgo conocido, como lo hace un agricultor con futuros de maíz para asegurar una parte de la cosecha, pero no riesgos desconocidos. Sin embargo, el índice tenía cierta resiliencia, ya que pretendía reflejar aproximadamente el perfil económico de la economía en general, que en sí misma tiene cierta resiliencia.

A fin de año, la totalidad de las coberturas de inflación tradicionales en el S&P 500, en torno al 3%, no cubre nada.

• La energía tuvo un peso del 2,7% en el S&P 500.

• La única exposición a metales es del 0,16% (Freeport-McMoRan, la minera de cobre).

• La única exposición a metales preciosos es del 0,12% (Newmont Mining). A pesar de que esas dos empresas son económicamente importantes y bastante grandes, con capitalizaciones de mercado en el rango de \$ 50 a \$ 60 mil millones.

• Incluso las cuatro bolsas de valores más grandes son solo el 0,46%. Estas son empresas con capitalizaciones de mercado de hasta \$ 70 mil millones. Estos son diversificadores importantes en el sentido de que tienen una exposición positiva de ingresos y ganancias a todo tipo de vector de trastorno económico: la gama completa de materias primas duras y blandas, tasas de interés, divisas y volatilidad.

Los intercambios son a donde van las personas que tienen riesgos específicos conocidos para cubrir; ahí es donde los intercambios ganan sus tarifas.

La otra implicación importante de la concentración del índice es el efecto float-squeeze o falta de liquidez.

Hace un par de años, las acciones indexadas excedieron el umbral del 50% de todas las acciones en los EE. UU. La importancia no puede subestimarse. La concepción original y elegante de la indexación era participar pasivamente en los retornos de inversión de todo el mercado sin impactar los precios.

Por ejemplo, ¿la compra de \$1,000 de cada una de las acciones en el índice S&P 500 por parte de alguien tendría algún impacto en los precios de negociación? Obviamente no, porque el comprador sólo quiere la fracción más pequeña de las acciones disponibles para la venta ese día.

¿Qué pasa con alguien que ya posee más del 50% de todas las acciones de todas las empresas S&P 500, y que cada día es el principal comprador de más de las mismas acciones? ¿Afectaría eso a los precios? A este comprador no le importa cuál es el precio, y solo insiste en que se realicen las compras. La respuesta es evidente.

¿Qué sucede cuando la demanda de compra de alguien encuentra cada vez menos flotación, lo que significa que la oferta de acciones potencialmente disponibles para negociar (acciones que aún *no* están en manos de fondos indexados o personas con información privilegiada de la empresa)? Cada vez que este alguien, que obviamente es un sustituto de los activos totales del índice, obtiene más entradas netas y compra más acciones, la flotación disminuye. A medida que la liquidez comercial disminuye constantemente, el impacto en el precio de la demanda de compra del próximo mes o año debe aumentar.

Eventualmente llegaría un punto, o una sucesión de puntos, cuando el precio requerido para asegurar más acciones resulta en un cambio de precio alcista extremo o incluso discontinuo. La volatilidad aumentaría a medida que la oferta de acciones disponibles se reduce hacia algún límite final en relación con la demanda constante.

Amazonas, por ejemplo. Si el 50 % de las acciones están en manos de índices, no disponibles para la venta mientras haya entradas netas, y los internos tienen el 13 %, entonces el 63 % de las acciones no están disponibles y la flotación es solo del 37 %.

Uno no querría confundir una apreciación de precios dramática, incluso asombrosa, como un reflejo de las perspectivas de crecimiento de una empresa cuando tal vez las acciones están reflejando una flotación en desarrollo equivalente a una contracción corta.

Eso también puede funcionar a la inversa. ¿Qué pasa si los organizadores del índice S&P 500 quieren reducir algunas de las posiciones sobreponderadas, para reequilibrar? ¿A quién se podrían vender esas acciones? Los índices tienen más activos que los administradores activos. E incluso si los gerentes activos tuvieran el dinero para comprar, ¿por qué lo harían? O, al menos, ¿por qué deberían pagar el precio actual? También podría haber precios a la baja discontinuos.

Algunas formas de prepararse o beneficiarse en el nuevo ciclo

Según lo revisado hasta ahora:

- Los índices de referencia son muy vulnerables a:

- inflación basada en la degradación monetaria; y
- inflación impulsada por las materias primas.

- Entre los sectores del índice con mayor riesgo (siempre y cuando no suban los tipos de interés; en ese caso, todo está mucho, mucho peor):

- Las empresas de crecimiento más caras, que tienen el mayor riesgo de valoración.
- Empresas con una gran fuerza laboral o activos físicos sustanciales, vulnerables a la inflación de costos de compensación y precios de activos operativos. Eso incluye a las grandes empresas de TI.

• Sin embargo, los índices no se han diversificado con el tiempo y han desplazado o eliminado la inflación clásica beneficiarios, y

• El público inversionista, que confía en los informes públicos, todavía percibe que la inflación reciente solo se debe a la cadena de suministro a corto plazo y la escasez de mano de obra, con un toque de gasto en ayuda por la pandemia y la volatilidad de los precios de las materias primas.

Hasta que esto cambie, no habrá un gran flujo de fondos persiguiendo las acciones de los beneficiarios de la inflación. Ergo, la irresistible ley de la oferta y la demanda sugiere que los beneficiarios de la inflación estarían infravalorados. De hecho, son los valores más infravalorados del universo de valores de renta variable.

Algunos clientes han preguntado sobre el 'aumento de las existencias inflacionarias' informado. Se preguntan si es demasiado tarde para comprar, y preguntar cómo pueden seguir negociando con valoraciones favorables.

Respuesta corta: por todas las razones discutidas aquí y resumidas anteriormente.

Respuesta más larga: las noticias no son análisis, y el comportamiento del precio de las acciones no es información, solo detección de patrones. La mayor apreciación del precio de las acciones podría darse en Freeport-McMoRan, que es muy económica en un escenario de inflación sostenida de las materias primas (*ver más abajo*). Además, Freeport-McMoran en sí misma no tiene tanto descuento como los modelos comerciales de activos duros no convencionales como las compañías de regalías, y no tiene una fracción de su rentabilidad actual o a largo plazo.

Sin embargo, aquí hay una imagen del comportamiento de los precios de una variedad de empresas de productos básicos en los últimos dos años:

4to Trimestre 2021

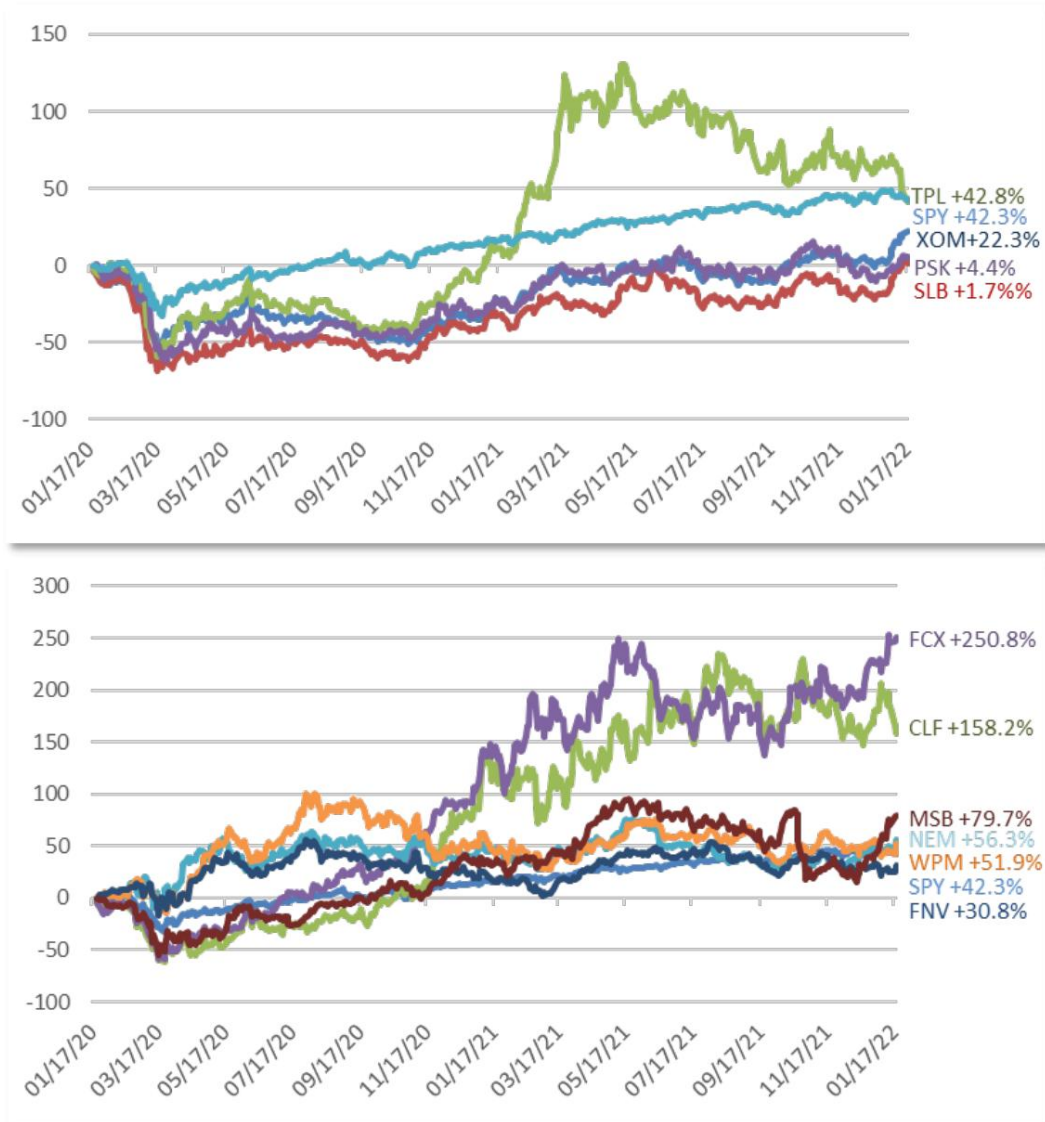
enero 2022

• Dos acciones convencionales beneficiarias de la inflación que se mantienen en muchos índices, y para las cuales el producto asociado ha subido mucho, se ha más que duplicado o triplicado (Freeport-McMoRan para el cobre y Cleveland-Cliffs para el mineral de hierro). Pero en cuanto al resto:

• Entre los mineros, no radicalmente diferente al resto de la bolsa. Sin estampida.

• Entre las acciones petroleras, todas han tenido un desempeño inferior al del mercado, con la excepción, hasta ahora, de Texas Pacific Land Corp. Tenga en cuenta que el precio del petróleo se ha duplicado durante este período.

Y nada de este rendimiento bursátil dice nada sobre la valoración o los rendimientos futuros.



Fuente: Factset. Las empresas enumeradas son solo para fines ilustrativos. Es posible que no sean participaciones reales de la cartera.

El contra-beneficio del riesgo planteado por el exceso de valor de mercado acumulado en los valores indexados de gran capitalización es que hay muy *poco* valor de mercado agregado disponible en las empresas beneficiarias de la inflación. Ellos no se puede comprar en los principales índices sin una interrupción extrema en la dirección *alcista* .

¿Cómo es posible que Freeport-McMoRan, con una posición de solo el 0,16 % en el S&P 500, absorba el poder adquisitivo de billones de dólares del índice de acciones? No hay suficiente para todos. Es por eso que cada uno de los varios ETF de minería que ofrece iShares son *globales*, como el ETF iShares Global Metals & Mining Producers.

Ese ETF contiene solo una empresa minera estadounidense (Freeport). Sume todo el resto, incluidos gigantes como BHP Group y Rio Tinto, y la capitalización de mercado agregada es de aproximadamente \$ 630 mil millones. Eso sería solo una posición del 1,5% en el S&P 500 para prácticamente toda la oferta global de capitalización de mercado de las empresas mineras. Entonces, 'el mercado', como dicen, no puede comprar sin crear una presión de compra abrumadora para estos valores.

Eso otorga una ventaja de ser el primero en moverse al sector beneficiario de la inflación, la posibilidad de cosechar las recompensas de un inventario limitado, como un club de membresía limitada, pero las membresías son negociables.

Siguiendo con Freeport-McMoRan, por un minuto más, tiene un valor bursátil de \$ 65 mil millones. Hace dos años, eran solo \$16 mil millones; se ha cuadruplicado pero no ha tenido un impacto estadístico significativo en los resultados del S&P 500.

Hace diez años, ganó \$ 4.5 mil millones en cada uno de los dos años. Si la empresa pudiera volver a ganar eso, se cotiza a 14,4 veces esas ganancias cíclicas máximas. El precio del cobre que obtuvo en ese momento era de alrededor de \$3,70/lb. Hoy ya es de \$4,44, y hasta el momento no se reconoce un auge en la demanda de cobre ni se observa una nueva producción.

Freeport tiene posibilidades de apreciación muy sustanciales en los próximos años.

Pero no estamos interesados en Freeport-McMoRan , dejemos que los compradores del índice lo tengan. Freeport-McMoRan y cualquier otra minera soportan el mismo costo de la inflación crónica que cualquier otro negocio convencional: son intensivos en activos y eventualmente deben pagar más por propiedades, arrendamientos y equipos. Tienen que pagar los costos de recuperación de la tierra y el medio ambiente. La empresa emplea a 24.500 personas. Y como observamos anteriormente, es el tipo de negocio que, en un año, puede pasar de \$5 mil millones de ganancias operativas a pérdidas operativas.

Por eso nos interesan los modelos de negocio, no solo las acciones; exactamente en lo que hace un negocio, no en lo que está etiquetado. Los que describimos como beneficiarios de inflación de activos ligeros o activos duros. En lugar de ser dueño de un minero de un metal, que posee propiedades, planta y equipo, preferimos una compañía de regalías que posee contratos para cobrar los ingresos del minero. En el ámbito de los metales industriales, hemos comprado empresas de regalía de mineral de hierro como Deterra Royalties y Mesabi Trust; para plata, Wheaton Precious metals.

Breve reseña de las características de los beneficiarios de la inflación de activos duros y de activos ligeros

Debido a que hemos revisado muchas de nuestras empresas beneficiarias de la inflación antes, hagamos algunas observaciones limitadas sobre la rentabilidad y la valoración de un par de representantes.

A Compañía de la realeza

Mesabi Trust13 ha subido un 80% en los últimos 2 años, casi el doble del 42% del S&P 500. ¿Es caro? La rentabilidad por dividendo, en base a los últimos cuatro pagos trimestrales, es del 12%.

Sus últimos cuatro dividendos son 2 ½ veces más altos que los cuatro anteriores. Eso es porque el precio del mineral de hierro es más alto. Mesabi casi no tiene gastos operativos; simplemente reparte las regalías que recibe. En los últimos nueve meses, tuvo ingresos de \$53,5 millones y una utilidad neta de \$51,3 millones, un margen de utilidad del 95%.

Los dividendos son volátiles, cambiando con el precio del hierro y el volumen de mineral de hierro extraído en las propiedades en las que tiene intereses de regalías. Con base en lo que hemos discutido hasta ahora, uno puede determinar por sí mismo si Mesabi Trust es costoso o no.

en un entorno de inflación creciente.

bolsas de valores

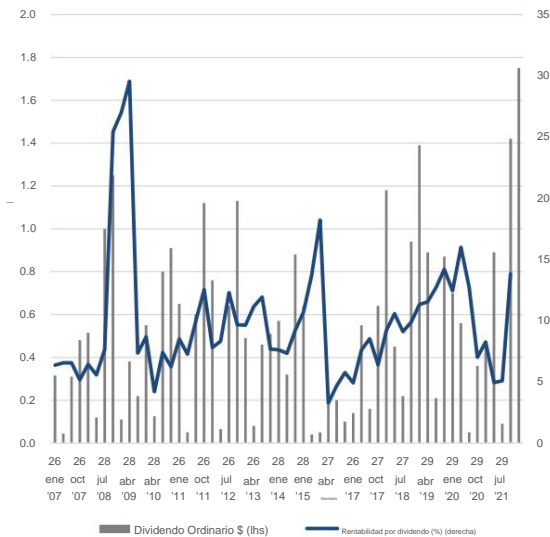
En 2020, año de la crisis de la pandemia, los ingresos del S&P 500 cayeron un 3%.

Los ingresos de tres de las empresas blue-chip de mayor calidad en el S&P 500, todas entre las Top 15, Apple, Johnson & Johnson, Procter & Gamble (tecnología, productos farmacéuticos y productos de consumo) aumentaron entre un 0,6 % y un 5,5 %.

Los ingresos de las cuatro bolsas de valores más grandes de América del Norte aumentaron un 15%.

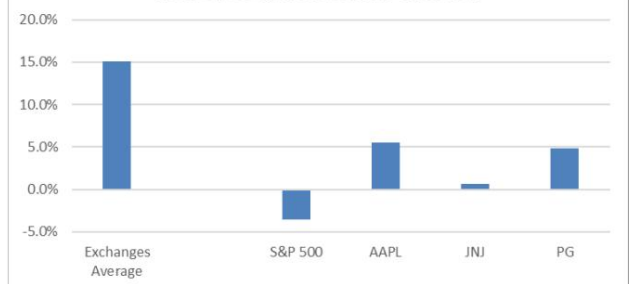
Fideicomiso Mesabi (MSB)

Historial de dividendos

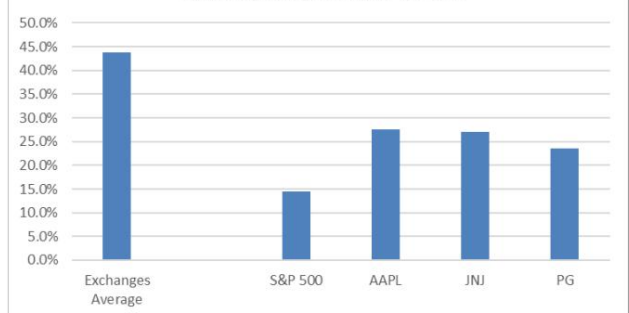


Fuente: Conjunto de hechos

Revenue Y/Y Change
In 2020/2019, the Pandemic Crisis Year



Operating Margin 3Q (or FY) 2021



Fuente: Informes de la empresa. Las empresas de intercambio incluyen CME, CBOE, ICE, TMXFF.

13 Mesabi Trust es una participación en varios fondos y estrategias administrados por Horizon Kinetics Asset Management LLC. Al 31 de diciembre de 2021, la firma poseía el 16,3% de las acciones en circulación de la empresa

Los márgenes operativos de Apple, Johnson & Johnson, Procter & Gamble son altos frente al margen del 14% del S&P 500: entre el 24% y el 28%.

El margen operativo promedio de las bolsas de valores supera el 40%.

El modelo comercial de intercambio de valores se beneficia de un apalancamiento operativo significativo para una mayor actividad de transacciones: tienen un gran costo fijo en su plataforma tecnológica, pero los mayores volúmenes de negociación implican un gasto operativo incremental extremadamente pequeño. Por lo tanto, los negocios son altamente escalables. Dado que los gastos de capital en curso son bajos, el flujo de efectivo libre a menudo supera las ganancias. No requieren apalancamiento de deuda para operar.

Son diversificadores importantes en el sentido de que cada uno está expuesto a diferentes vectores de inflación en la gama de materias primas blandas y duras, divisas y tipos de interés, diferenciales de crédito y productos de volatilidad.

Si la volatilidad aumenta a medida que aumenta la preocupación por la inflación, se benefician de la incertidumbre que a menudo promueve mayores volúmenes de transacciones. Los intercambios son donde la gente va para cubrir el riesgo.

La inflación monetaria generalizada finalmente aumenta el volumen total y la velocidad de la actividad comercial.

Ese es el atractivo.

Otras clases de beneficiarios de inflación de activos además de acciones

Hay clases de activos emergentes o, al menos, potencialmente emergentes. Eso es extremadamente inusual, históricamente. Algunos de estos están disponibles a través de ETF, que tienen la capacidad de capitalizar todo tipo de cosas, o también a través de otros instrumentos que cotizan en bolsa.

La importancia de inversión de una clase de activo emergente es que su valor final, si logra convertirse en ampliamente aceptado o utilizado, puede aumentar en órdenes de magnitud, es decir, en múltiplos de 10 o 100. Eso puede alterar por completo el rendimiento esperado de una cartera completa, incluso si se compra en una cantidad tan pequeña que no representa ningún riesgo práctico. Llámelo inversión de alto impacto y altamente diversificada.

Como en todos los artículos comerciados, el equilibrio de la oferta y la demanda son clave. Estamos familiarizados, ahora, con el ejemplo de bitcoin: dado que tiene un número fijo y conocido de unidades, el único factor de equilibrio del mercado, cuando aumenta la demanda, es un precio más alto. En términos simplificados, si el 0,01 % del mundo usa bitcoin y, finalmente, el 10 % del mundo usa bitcoin, la demanda se multiplicaría por 1000.

Un posible ejemplo diferente son los ETF que tienen futuros de créditos de carbono. Los reguladores en ciertas jurisdicciones están experimentando con asignaciones de crédito anuales para empresas a fin de asignar un costo discreto a la emisión de dióxido de carbono. Esos créditos se pueden comprar y vender. Es una forma de utilizar la economía universal y los precios de mercado para influir en la toma de decisiones corporativas con respecto a sus propias emisiones de carbono. El enfoque es disminuir el número de asignaciones de crédito anuales a lo largo del tiempo, lo que significa menos oferta. Sin embargo, el mercado total de tales créditos se encuentra en sus primeras etapas. No se puede saber si esto se desarrollará con éxito como herramienta política ni, por tanto, como inversión. Pero ciertamente tiene un potencial de clase de activos tanto antiinflacionario como de etapa inicial.

Y se están creando otras nuevas clases de activos o formas de negocios operativos. Algunos o todos ellos, aunque en ponderaciones extremadamente modestas, dependiendo de sus características individuales, pueden servir como vías adicionales de posible retorno no sujetas a los principales riesgos sistémicos a los que está expuesta la abrumadora mayoría de las inversiones financieras: tasas de interés, concentración en estructura de mercado, valoración, degradación monetaria, precios de las materias primas.

Lo que se dice en las noticias financieras (y lo que se no)

La portada de noviembre de una edición especial sobre inflación de la revista Bloomberg Businessweek decía INFLACIÓN. Además, "El Miedo es real... Pero tal vez el MONSTRUO no lo sea". Esa es la pregunta del día, ¿no? Quieren saber si. Pero para saber si, uno tiene que saber por qué, ¿qué lo está causando? Entonces, ¿qué se dice sobre el por qué?

El resumen de Bloomberg Newsweek citó el estímulo fiscal y monetario sin precedentes para apoyar la economía durante la pandemia. Los fondos de estímulo proporcionaron poder adquisitivo a los consumidores confinados en sus hogares para derrochar en bienes minoristas. Eso creó una demanda que superó la capacidad de las cadenas de suministro que sufrían la escasez de mano de obra pandémica. Menos oferta de bienes de consumo, precios más altos. Y menos oferta de mano de obra, salarios más altos. Además, los precios del petróleo subieron.

Ronald Reagan warned it was as "violent as a mugger." Milton Friedman dubbed it a "hidden tax." But for most of 2021, most central bankers and economists called inflation "transitory."

Their bet was that while prices would probably jump as the economy escaped the coronavirus-enforced recession and lockdown, the pressure would soon ease.

That may still happen. But for now, inflation is accelerating. Prices paid by Americans jumped 6.2% in October from a year earlier, the most since 1990.

Behind the surge and forecasting failure is a tremendous success: the unprecedented combination of easy fiscal and monetary policies that prevented the pandemic from inducing a global depression. The tapping of pent-up

savings and government checks to splurge on goods, frayed global supply chains, labor shortages fanning wage increases, and soaring energy costs have all worked to push up price indexes.

That leaves Federal Reserve Chair Jerome Powell slowing stimulus faster than once predicted (although not as quickly as some want) and President Joe Biden making a reversal of the trend a "top priority."

Much will depend on the behavior of consumers and companies. If they still agree inflation will slow they might not seek compensation via price hikes or higher pay. But if they decide the only way is up, they may be the ones propelling prices even higher in 2022.
— Simon Kennedy

Un artículo del Washington Post del 5 de enero que informa sobre la reunión de política de la Reserva Federal de diciembre señaló que los funcionarios de la Fed dejaron de usar el término "transitorio" para describir la inflación, porque los cuellos de botella en la cadena de suministro y la escasez de trabajadores persistirían hasta bien entrado 2022.

Un artículo del Washington Post del 12 de enero citó la causa de la alarmante cifra de inflación del IPC de diciembre del 7% (elevado gasto en ayuda pandémica que está sobrecargando las cadenas de suministro) como un lado positivo. Señaló que aunque la inflación podría durar algún tiempo, debido a que los consumidores tardarán más de uno o dos años en gastar sus saldos de efectivo históricamente desmesurados, esos saldos en exceso eventualmente se gastarán.

Una historia del 13 de enero del NY Times sobre las respuestas de la gobernadora de la Reserva Federal, Lael Brainard, a un Comité Bancario del Senado señaló que ella entendía que los desequilibrios pandémicos que interrumpieron la economía mundial el transporte marítimo eran un elemento de la inflación creciente. También citó que la Fed tenía herramientas políticas efectivas para suprimir la inflación. Esto se entendió en el sentido de la

The Washington Post
Democracy Dies in Darkness

Data released on Wednesday show that inflation for December rose 7 percent, the highest rate since 1982. The bad news is that this is likely to continue for some time. The good news is

The New York Times

Ms. Brainard acknowledged that pandemic imbalances that have roiled global shipping and shut down factories are part of what is driving high inflation today — and that the Fed's policies can do little to fix those supply problems. But she highlighted that Fed policies that affect borrowing costs can have a significant impact in cooling off demand.

"We have a set of tools — they are very effective — and we will use them to bring inflation back down," Ms. Brainard said.

Fed officials have increasingly signaled that they expect to raise interest rates in 2022 to keep high inflation from becoming permanent. Markets increasingly expect four rate increases in 2022, which would put the Fed's short-term policy [interest rate just above 1 percent](#).

La sugerencia de la Fed de hasta 3 o 4 aumentos de la tasa de interés en el próximo año, para llevar la tasa de los fondos federales del 0,08 % actual hasta el 1 %. Imagínese eso, tan alto como el 1%.

Lo que dice (y no dice) la Reserva Federal sobre la política de tipos de interés y la inflación

Junio de 2016: "Nunca me decido por completo antes de una reunión, **pero en este punto, el caso para aumentar las tasas parece ser bastante sólido en junio**. La inflación se mueve decididamente hacia el 2 por ciento. Los mercados laborales se han endurecido de manera muy significativa. Las preocupaciones, los riesgos a la baja que vimos a principios de este año, se han disipado. Y estamos muy lejos de los puntos de referencia que tenemos para guiarnos hacia dónde deberían estar las tasas. Para mí, eso se suma a un caso bastante sólido para un movimiento de junio". *Jeffrey M. Lacker, presidente de la Reserva Federal de Richmond*

Octubre de 2017: mi opinión es que la tasa normal de fondos federales en el futuro es del 2,5 por ciento, que es bastante baja. No son muchos aumentos de tarifas para llegar a ese nivel normal, **pero sí creo que queremos avanzar gradualmente hacia eso durante los próximos dos años**. *John C. Williams, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York*

Marzo de 2018: el mercado laboral se mantiene fuerte, la economía continúa expandiéndose y la inflación parece estar moviéndose hacia la meta a largo plazo del 2 por ciento del FOMC. Como ya saben, hoy decidimos aumentar la tasa objetivo para la tasa de fondos federales en $\frac{1}{4}$ de punto porcentual, llevándola a $1\frac{1}{2}$ a $1\frac{3}{4}$ por ciento. **Esta decisión marca otro paso en el proceso en curso de reducir gradualmente la acomodación de la política monetaria, un proceso que ha estado en marcha durante varios años**. *Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal*

Mayo de 2018: creo que estamos cerca de la neutralidad hoy... y no tenemos mucho problema de inflación, ni parece haber inflación en el horizonte de acuerdo con las expectativas basadas en el mercado... Mi consejo sería mantenerse firme, observe los datos cuidadosamente, esté atento a las sorpresas y ajústese en consecuencia. **Pero no creo que tengamos que luchar para llegar a un nivel más alto de tasas para contener la inflación**. *James Bullard, presidente. Banco de la Reserva Federal de St. Louis*

Octubre de 2018: en consonancia con la fortaleza de la economía, espero que la inflación de precios suba un poco por encima del 2 por ciento, pero no veo señales de mayores presiones inflacionarias en el horizonte. Y **sigo esperando que más aumentos graduales en las tasas de interés fomenten mejor una expansión económica sostenida** y el logro de nuestros objetivos de doble mandato. *Juan C. Williams, Pres. del Banco de la Reserva Federal de San Francisco*

Julio de 2019: **hoy decidimos reducir el objetivo de la tasa de fondos federales en $\frac{1}{4}$ % a un rango de 2 a $2\frac{1}{4}$ %**. La perspectiva de la economía sigue siendo favorable, y esta acción está diseñada para respaldar esa perspectiva. *Jerónimo Powell*

Febrero de 2020: **el FOMC estaba al tanto de la desaceleración de la economía durante 2019 y comenzó a proyectar menos aumentos en la tasa de política durante la primera mitad de 2019**, señaló Bullard. En junio, el FOMC indicó que podría justificarse una tasa de política monetaria más baja, dijo. Agregó que el FOMC luego hizo recortes en la tasa de política en tres reuniones sucesivas, finalizando 2019 con una reducción neta de 75 puntos básicos. *Comunicado de prensa de la Fed de St. Louis*

Marzo de 2021: con la inflación persistentemente por debajo del 2 por ciento, intentaremos lograr una inflación moderadamente superior al 2 por ciento durante algún tiempo para que la inflación promedie el 2 por ciento a lo largo del tiempo y las expectativas de inflación a largo plazo permanezcan bien ancladas en el 2 por ciento. Esperamos mantener una postura acomodaticia hasta que se logren estos resultados de empleo e inflación. **Continuamos esperando mantener el rango objetivo actual de 0 a $\frac{1}{4}$ % para la tasa de fondos federales. Un aumento transitorio de la inflación por encima del 2 por ciento, como parece probable que ocurra este año, no cumpliría con este estándar**. *declaración del FOMC*

Agosto de 2021: **el importante estímulo fiscal de este año está acelerando la recuperación de la economía para que la Reserva Federal pueda considerar elevar las tasas de interés desde casi cero a principios de 2023**, dijo un alto funcionario del banco central en un discurso el miércoles. *Diario de Wall Street, 4/8/21*

Noviembre de 2021: una mayor preocupación por el virus podría reducir la disposición de las personas a trabajar en persona, lo que retrasaría el progreso en el mercado laboral e intensificaría las interrupciones en la cadena de suministro *Jerome Powell*

Enero de 2022: Si vemos que la inflación persiste en niveles altos por más tiempo de lo esperado, **si tenemos que subir las tasas de interés más a lo largo del tiempo, lo haremos**. *Jerónimo Powell*

DIVULGACIONES DE RIESGO IMPORTANTES:

Los gráficos en este material son solo para fines ilustrativos y no son indicativos de lo que ocurrirá en el futuro. En general, pretenden mostrar cómo los inversores ven el rendimiento en diferentes períodos de tiempo.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. La información contenida en este documento está sujeta a explicación durante una presentación.

Parte del material incluido en el presente tiene por objeto representar la naturaleza general de las comunicaciones con los inversores proporcionadas por Horizon Kinetics de vez en cuando a los clientes existentes. Ninguna de las inversiones o estrategias a las que se hace referencia debe interpretarse como un consejo de inversión y el hecho de que una inversión sea adecuada para una cuenta no significa necesariamente que lo sea para otra. No se deben realizar inversiones sin el análisis de, entre otras cosas, los objetivos de inversión específicos de un inversionista, que considera su cartera general y cualquier requisito de ingresos. Las cuentas a las que se hace referencia en este documento persiguen una estrategia sin restricciones, lo que significa que no están limitadas por la capitalización, la región geográfica o las técnicas de inversión. Por lo general, buscan principalmente la apreciación del capital con un objetivo secundario de ingresos.

Tenga en cuenta que los índices no están administrados y que las cifras que se muestran aquí no reflejan ninguna tarifa de administración de inversiones ni costos de transacción. Los inversores no pueden invertir directamente en un índice. Las referencias a índices de mercado o compuestos u otras medidas de rendimiento relativo del mercado (un "punto de referencia") durante un período específico se proporcionan únicamente para su información. La referencia a un índice de referencia puede no reflejar la forma en que se construye una cartera en relación con los rendimientos esperados o logrados, las pautas de la cartera, la correlación, las concentraciones, la volatilidad o los objetivos de error de seguimiento, todos los cuales están sujetos a cambios con el tiempo.

Este material hace referencia a las criptomonedas, incluido bitcoin. Las subsidiarias de Horizon Kinetics administran productos que buscan brindar exposición a bitcoin y otras criptomonedas. El valor de los bitcoins está determinado por la oferta y la demanda de bitcoins en el mercado global para el comercio de bitcoins, que consiste en transacciones en intercambios electrónicos de bitcoins ("Intercambios de bitcoins"). Los precios en los intercambios de Bitcoin y otros lugares pueden ser volátiles y pueden afectar negativamente el valor de Bitcoin. Actualmente, hay un uso relativamente pequeño de bitcoins en el sector minorista y comercial.

mercado en comparación con el uso relativamente grande de bitcoins por parte de los especuladores, lo que contribuye a la volatilidad de los precios que podría afectar negativamente las inversiones directas o indirectas de una cartera en bitcoin. Las transacciones de Bitcoin son irrevocables, y los bitcoins robados o transferidos incorrectamente pueden ser irrecuperables. Como resultado, cualquier transacción de bitcoin ejecutada incorrectamente podría afectar negativamente el valor de la inversión directa o indirecta de una cartera en bitcoin. Solo los inversores que pueden apreciar los riesgos asociados con una inversión deben invertir en criptomonedas o productos que ofrezcan exposición a las criptomonedas. Al igual que con todas las inversiones, los inversores deben consultar con sus profesionales de inversiones, legales e impositivos antes de invertir, ya que puede perder dinero.

El índice S&P 500 ("SPX") es un índice de base amplia ampliamente considerado como un indicador del desempeño general del mercado. Es propiedad de Standard & Poor's®.

Esta no es una oferta de venta o una solicitud de inversión. Las opiniones y estimaciones ofrecidas constituyen el juicio de Horizon Kinetics LLC ("Horizon Kinetics") y están sujetas a cambios sin previo aviso, al igual que las declaraciones de tendencias del mercado financiero, que se basan en las condiciones actuales del mercado. Bajo ninguna circunstancia la información contenida en el mismo representa una recomendación para comprar, mantener o vender ningún valor, y no se debe suponer que las transacciones o tenencias de valores discutidas fueron o resultarán ser rentables.

Las subsidiarias de Horizon Kinetics LLC administran cuentas separadas y productos agrupados que pueden contener algunos de los valores individuales mencionados en este documento. Para obtener más información sobre Horizon Kinetics, puede visitar nuestro sitio web en www.horizonkinetics.com. Las estrategias de cuentas separadas Core Value y Small Cap son administradas por Horizon Asset Management LLC.

No todos los inversores experimentarán las mismas participaciones, rendimientos o ponderaciones que el compuesto correspondiente. Ninguna parte de la compensación de los analistas de investigación estuvo, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones o puntos de vista específicos expresados por los analistas de investigación en este informe.

Ninguna parte de este material se puede copiar, fotocopiar o duplicar de ninguna forma, por ningún medio, o redistribuir sin el consentimiento previo por escrito de Horizon Kinetics. ©2022 Horizon Kinetics LLC ® Todos los derechos reservados



enero, 2022

Queridos compañeros,

Para el cuarto trimestre de 2021, una inversión en acciones Clase A de Laughing Water Capital ("LWC") devolvió menos del 1 % frente al 11,0 % y el 2,1 % de la SP500TR y la R2000, respectivamente. Para todo el año, LWC rindió aproximadamente un 39 %, frente al 28,7 % y el 14,8 % de la SP500TR y la R2000, respectivamente. Le recuerdo que consulte sus estados de cuenta individuales, ya que los resultados variarán según la clase y el fondo.

Como siempre, lo animo a ignorar los índices durante períodos de tiempo más cortos. Estamos eligiendo deliberadamente hacer algo diferente a los índices, por lo que no hay razón para esperar resultados que se alineen con los índices. A veces tendremos un desempeño inferior y otras veces lo superaremos, pero en todo momento haré todo lo posible para pensar y actuar de manera independiente. Durante períodos de tiempo más largos, creo que seremos recompensados por adoptar un enfoque poco convencional y separarnos de la manada. Hasta ahora todo bien en ese frente, ya que desde su inicio hace ~6 años, Laughing Water Capital ha generado una CAGR del 29 %, mientras que SP500TR y R2000 han generado un 19,3 % y un 15,5 % respectivamente.

Al considerar esta racha de desempeño de varios años, hay buenas y malas noticias.

La mala noticia es que sería un error extrapolar este nivel de rentabilidad a un futuro lejano.

Si bien nuestro rendimiento relativo indica que nos hemos beneficiado de la selección de valores y la gestión de la cartera, nuestro rendimiento absoluto se ha beneficiado claramente de un contexto de mercado sólido que simplemente no puede durar para siempre.

La buena noticia es que, en mi opinión, nuestro desempeño en el futuro podría ser considerablemente más débil que nuestro desempeño anterior y aún podríamos generar rendimientos que nos complacerían. Como referencia, una CAGR del 15% durante 30 años da como resultado un rendimiento de ~66x. La clave será continuar ignorando los giros a corto plazo de los mercados y, en su lugar, buscar oportunidades de inversión anómalas que presenten la oportunidad de obtener rendimientos aceptables durante períodos de varios años. Como recordatorio, a menudo compro participaciones de propiedad en empresas que se enfrentan a algún tipo de problema operativo, óptico o estructural que creo que un equipo de gestión debidamente incentivado puede superar en un futuro no muy lejano. A medida que nuestras empresas superen estos problemas, deberíamos vernos recompensados por los dos vientos favorables de la mejora de los fundamentos y la mejora de la confianza.

Potencialmente también en la columna de buenas noticias, el hecho de que el mercado no pueda seguir subiendo más alto para siempre no significa que tenga que colapsar en el corto plazo, aunque la acción reciente del mercado no ha inspirado confianza. Como siempre, hay cosas de las que preocuparse, con la inflación y un entorno de tasas de interés en aumento que ocupan un lugar destacado en la lista en estos días. Estos son problemas difíciles dignos de seguimiento. Sin embargo, sigo confiando en que si simplemente invertimos nuestro capital en buenos negocios, dirigidos por personas debidamente incentivadas, en momentos en que el mercado malinterpreta y valora mal los negocios por razones fácilmente explicables, seguiremos obteniendo buenos resultados durante períodos de tiempo razonables. . Por esta razón, casi la totalidad de mi patrimonio y el de mi familia permanece invertido en nuestra estrategia. Nuestros intereses están alineados.



Factores, espectro de valor y diversificación

Con un rendimiento general de ~28 % en 2021, el mercado tuvo otro año fantástico. Sin embargo, mirar debajo de la superficie muestra que muchas acciones tuvieron problemas. De hecho, según Goldman, más de la mitad de los retornos de SP500 desde abril provinieron de los cinco nombres tecnológicos más populares, mientras que muchos otros nombres cayeron 20-40+%.

El experto ha declarado que está en marcha una rotación del crecimiento al valor, ya que el aumento de las tasas de interés disminuye el valor de los flujos de efectivo que solo pueden existir en el futuro (empresas de crecimiento) y aumenta el valor de los flujos de efectivo que existen en el presente. Esto ha llevado a que se le quite el aire a cualquier cosa "creciente".

El otro factor que ha estado impulsando la narrativa del mercado es el tamaño, con acciones de pequeña capitalización notablemente rezagadas de gran capitalización, y especialmente mega capitalización.

¿Qué significa esto para nosotros?

En cuanto al tamaño, sigo pensando que somos más capaces de flexionar nuestras ventajas competitivas como una sociedad de inversión en las secciones del mercado de pequeña capitalización, a pesar de los amplios trazos de la inversión factorial, que actualmente son un desafío para las pequeñas capitalizaciones. En cuanto al crecimiento, si bien no hemos poseído ninguna de las acciones de crecimiento más valoradas, nuestra cartera no ha sido inmune a esta marea cambiante, y varias de nuestras acciones cayeron severamente en los últimos meses de 2021. Sin embargo, aún obtuvimos rendimientos sólidos para el año.

La construcción de nuestra cartera no es infalible, pero está diseñada de acuerdo con mi opinión de que el valor existe en un espectro, desde acciones que están infravaloradas en función de los activos (descuento en libros o NAV) hasta acciones que están infravaloradas en función del crecimiento infravalorado. No es ningún secreto que durante la última década, el "crecimiento" ha superado con creces al "valor", y los gerentes de valor, una vez elogiados, han tenido problemas. Es muy posible que durante la próxima década, las superestrellas de la última década que invirtieron mucho en el crecimiento (y fueron bien recompensadas) tengan dificultades.

Mi intención es que, a nivel de cartera, nunca estemos completamente en deuda con ningún factor de valoración y que permanezcamos diversificados en este espectro de valor. En los últimos 6 años, nuestras inversiones que han sido más claramente de "valor" tradicional no se han desempeñado tan bien como nuestras inversiones que tienen más de un elemento de crecimiento, y es muy posible que en los próximos 6 años, nuestras inversiones que tener más de un elemento de crecimiento tendrá dificultades para mantenerse al día con nuestras inversiones de valor más tradicionales.

Lo que no quiero tener es una cartera de ~15 acciones que parezcan estar razonablemente diversificadas, mientras que, de hecho, esas 15 acciones son diferentes tomas de la misma apuesta. Lo que sí quiero son ~15 acciones que estén diversificadas no solo en industrias y exposiciones macro, sino también en la percepción del mercado, la trayectoria probable del evento, el rango de resultados potenciales y el potencial de crecimiento. No tengo la intención de intentar saltar de un lado a otro de lo que actualmente no está "funcionando" a lo que está a favor, por lo que, naturalmente, tendremos una parte de nuestra cartera que no funciona... hasta que el péndulo inevitablemente oscile.

En términos más generales, como ha sido el caso en el pasado, espero que en el futuro la mayor parte de la cartera esté compuesta por empresas que son esencialmente los hijastros huérfanos de las definiciones tradicionales de "crecimiento" y "valor".



Por ejemplo:

Creo que **Aimia (AIM.TO)** cotiza por debajo del valor del efectivo que pronto estará en su balance general, lo que sugiere que Aimia es una acción de valor. También creo que la empresa de cartera de Aimia, Trade X, está creciendo 300-400% por año, y podría valer más que el valor total de la empresa en unos pocos años, lo que sugiere que Aimia es una acción en crecimiento.

Las acciones de **Whole Earth Brands (GRATIS)** cotizan a menos de 8 veces mi estimación de FCF normalizado, mientras que sus pares cotizan a más de 20 veces, lo que sugiere que es una acción de valor. Whole Earth Brands también casi duplicó sus ingresos durante el último año o dos, y tiene la intención de seguir creciendo a través de la adquisición, lo que sugiere que es una acción en crecimiento.

Thryv Holdings (THRY) es propietaria de las Páginas Amarillas, un activo claramente en declive pero que genera mucho efectivo, lo que lo coloca firmemente en el campo de valor. También posee un producto SAAS rentable para pequeñas empresas que está creciendo más del 40 % al año, lo que sugiere que es una acción en crecimiento.

Desde mi punto de vista, buscar oportunidades como estas aumenta enormemente las probabilidades de éxito futuro porque podemos tener lo mejor de ambos mundos: un crecimiento potencial que en realidad no estamos pagando. Además, a menudo hay un elemento de profecía autocumplida en inversiones como estas, porque la combinación de elementos de crecimiento con elementos de valor a menudo conduce a estados financieros engañosos. Esto impide que las estrategias cuantitativas que dominan los mercados encuentren estas oportunidades, lo que ayuda a explicar por qué están mal valoradas. Con el tiempo, a medida que maduren los elementos de crecimiento de estas inversiones, los estados financieros deberían reflejar mejor lo que sucede debajo de la superficie (ya sea orgánicamente o mediante un esfuerzo deliberado de la gerencia, como spin-offs, etc.) y deberíamos ser bien recompensados. Sin embargo, la frase clave es "con el tiempo". Durante períodos de tiempo más cortos, los estados financieros engañosos pueden ser una responsabilidad, y no hay razón para sospechar que nuestra colección de inversiones idiosincrásicas será inmune a las turbulencias del mercado.

En resumen, si seguimos haciendo lo que siempre hacemos: enfocarnos en buenos negocios, liderados por buenas personas, en tiempos de incertidumbre o transición ligada a algún tipo de problema óptico, operativo o estructural.

Sospecho que seremos bien recompensados, a pesar de los inevitables baches en el camino.

Nuevas Posiciones

Countryside Partnerships (CSP-LN) : Countryside Partnerships, hasta hace poco conocida como Countryside Properties, es una constructora de viviendas con sede en el Reino Unido que se encuentra en medio de la transición de un modelo que era una parte de activos livianos y una parte intensiva de activos, a un activo de juego puro. modelo ligero.

En resumen, la construcción de viviendas tradicional es una empresa intensiva en capital, ya que los constructores de viviendas deben inmovilizar el capital en la tierra y luego pasar un período de tiempo desconocido buscando permisos, encontrando compradores y construyendo casas. La querida industria estadounidense NVR, Inc. (NVR) fue pionera en un enfoque de activos ligeros para la construcción de viviendas luego de su bancarrota en 1993, por lo que en lugar de comprar terrenos (lo que provocó su bancarrota), cambiaron a opciones de compra en terrenos. Este enfoque mejora en gran medida el ROIC y libera capital que se puede utilizar para recomprar acciones. Como resultado, NVR ha compuesto capital a más del 20 % durante décadas.



El negocio de Countryside's Partnership rima con el enfoque de NVR en el sentido de que se trata de activos ligeros. A diferencia de NVR, donde se opta por la tierra, el negocio de Countryside's Partnership entra en empresas conjuntas con las autoridades locales de vivienda, donde la Autoridad Local aporta la tierra (que ya ha sido autorizada) a la JV, y Countryside contribuye con su conocimiento sobre construcción de viviendas y desarrollo comunitario. También cabe destacar que Countryside normalmente solo asume el riesgo de venta del 30-40 % de las viviendas en un desarrollo, con ~20 % pre-vendido a patrocinadores financieros que tienen la intención de colocar estas viviendas en el mercado de alquiler, y ~40 % de las viviendas siendo marcado como "asequible" y propiedad de la Autoridad Local. El hecho de que el 60-70 % de las viviendas desarrolladas por Countryside se prevendan efectivamente reduce en gran medida los aspectos cíclicos de la construcción de viviendas para Countryside.

La decisión de centrarse en el negocio de las asociaciones fue motivada por inversores activistas, incluido David Capital, con sede en Chicago y amigo de LWC desde hace mucho tiempo. Si bien la campaña de activistas se resolvió recientemente, parece claro que los activistas tienen la intención de ejecutar el mismo libro de jugadas que NVR ha ejecutado con tanto éxito en los Estados Unidos. Como evidencia, tenga en cuenta que la compañía eliminó su dividendo, lo que creo que condujo a la venta forzada por parte de los accionistas heredados centrados en los dividendos, lo que nos permitió comprar nuestras acciones a precios favorables. Además, la empresa ha indicado que las ganancias de la gestión de su negocio tradicional de construcción de viviendas se utilizarán para recomprar 450 millones de libras esterlinas de acciones, que en el momento de nuestra compra se aproximaba al 25 % de la flotación efectiva.

La combinación de comprar a vendedores forzados y una recompra masiva crea un contexto favorable en el que parece poco probable que se produzca una caída sostenida. Al mismo tiempo, la empresa está preparada para beneficiarse de un contexto macroeconómico favorable y de oportunidades interesantes para mejorar su negocio.

Hay 1,1 millones de hogares en las listas de espera de las autoridades locales para viviendas asequibles, y solo unas 24.000 viviendas propiedad de las autoridades locales están actualmente desocupadas. Además, el Reino Unido sufre una escasez crónica de viviendas y se estima que se necesitan 250.000 viviendas al año para cubrir el déficit.

En pocas palabras, esta capacidad no existe. Para ayudar a satisfacer esta necesidad, Countryside ha anunciado planes para duplicar su capacidad en los próximos años. La compañía actualmente opera en 12 regiones, con solo 5 de ellas maduras, lo que impulsará este crecimiento. Es importante destacar que la empresa tiene visibilidad de este crecimiento futuro, ya que actualmente controla más de 53 000 Parcelas en sociedad, lo que equivale a 10 años de entrega en las tasas actuales.

Este crecimiento potencial, combinado con la intención declarada de reducir agresivamente el recuento de acciones, establece una dinámica interesante en la que, si la empresa se ejecuta sin problemas, nuestra inversión funcionará bien, pero si la empresa tropieza a veces, es probable que lo hagamos incluso mejor a largo plazo. Después de fin de año, la compañía de hecho tropezó, ya que reportó ganancias muy por debajo de las expectativas. Que yo sepa, una mejor trampa para ratones en la industria de la construcción de viviendas no apareció mágicamente en el cuarto trimestre de 2021, y el historial de éxito de 40 años de la compañía permanece intacto. Como tal, creo que este tropiezo fue simplemente parte de la vida en una industria llena de bultos. Aproveché esta oportunidad para contribuir a nuestra posición, al igual que varios de los inversionistas activistas que están impulsando el avance de la empresa. Como lo demuestra el éxito anterior de NVR, aquí hay una pista para un rendimiento superior sostenido durante muchos años, pero gran parte de este éxito a largo plazo puede impulsarse en el mediano plazo a medida que la empresa ejecuta, y el mercado reconoce que Countryside tiene como objetivo imitar el éxito de asignación de capital que NVR ha disfrutado.



Cesta Cannábica

Como padre de tres niños pequeños (6, 2 y 1), descubrí que una de las muchas alegrías de ser padre es que los hermanos parecen querer siempre lo que no tienen. Un niño pasará semanas ignorando cierto juguete, hasta que un hermano comience a jugar con él, y luego ese juguete se convierte en lo único que quiere.

En la actualidad, el cannabis sigue siendo ilegal a nivel federal en los Estados Unidos, a pesar de la creciente ola de legalizaciones estatales y la creciente evidencia de que el cannabis tiene claros beneficios médicos y sociales. Como tal, las empresas de cannabis con sede en los EE. UU. que tocan la planta suelen cotizar en bolsa en Canadá, y la mayoría de las instituciones financieras con sede en los EE. UU. no custodiarán estas acciones canadienses. Somos afortunados de que nuestro custodio nos permita mantener las empresas canadienses de cannabis estadounidenses que cotizan en bolsa, ya que están creciendo como malas hierbas (juego de palabras intencionado) y parecen objetivamente baratas en comparación con su potencial de crecimiento. Cada vez es más claro para mí que dentro del próximo año o tres, el cannabis se legalizará a nivel federal en los EE. UU., o al menos crecerá la percepción de que la legalidad está a la vuelta de la esquina.

Cuando eso suceda, se pondrá en marcha lo que es esencialmente una situación especial gigante. Los jugadores de EE. UU. se incluirán en la lista de los intercambios de aguas estancadas canadienses en el Nasdaq y se agregarán a los índices. Es probable que se eliminen los estados financieros engañosos que actualmente impiden que estas empresas deduzcan los gastos operativos antes de calcular su factura de impuestos. Las tasas de interés usureras serán cosa del pasado y estas empresas se beneficiarán de costos de financiamiento estructuralmente más bajos. Además, mientras que en la actualidad solo un subconjunto muy limitado de custodios y corredores permitirá a los inversores estadounidenses invertir en estas acciones, las compuertas se abrirán cuando Robinhood y otras plataformas enfocadas en el comercio minorista permitan el acceso al cannabis por primera vez. Creo que todos estos elementos harán que el espacio del cannabis sea similar al juguete que mis hijos solo quieren porque no pueden tenerlo, y las acciones volverán a cotizar significativamente más alto.

Si bien hay enormes vientos de cola estructurales, tampoco me queda claro cómo será la estructura de márgenes final en esta industria, o qué empresas terminarán como ganadoras. Como tal, estoy adoptando un enfoque de canasta, eligiendo poseer posiciones más pequeñas en varios negocios, cada uno de los cuales tiene múltiples caminos hacia el éxito. Tampoco me queda claro si seremos dueños de estos negocios el tiempo suficiente para ser parte de la estructura de margen final y de los ganadores y perdedores, ya que al menos es posible que la euforia que rodea la legalización haga que las acciones superen cualquier valoración razonable. También me gustaría señalar que, a nivel de cartera, estoy feliz de tener exposición a algo cuyo resultado a mediano plazo será casi en su totalidad acerca de la legalización y el crecimiento intermedio en el espacio en blanco, en lugar de las tasas de interés o la inflación.

Sin embargo, a corto plazo, espero que el espacio del cannabis sea extremadamente volátil. Parafraseando a un ejecutivo de la industria que señaló recientemente que en los últimos años solo se han reunido con los mismos 20 o más inversionistas una y otra vez sin caras nuevas, si un gran inversionista en el espacio elige vender o necesita vender, hay No hay compradores incrementales sin legalización. Lo contrario de esta dinámica es, por supuesto, que estos 20 o más inversores no estarán dispuestos a vender cuando ocurra la legalización, por lo que las acciones deberían subir mucho más. Como siempre, estoy dispuesto a cambiar la incertidumbre a corto plazo por el éxito a mediano y largo plazo.

Si está interesado en una exposición más directa al espacio del cannabis, le sugiero que se comunique con Aaron Edelheit de Mindset Capital, ya que administra un fondo dedicado al cannabis. Conozco a Aaron desde hace casi década, y tiene un historial impresionante como inversionista, operador y autor. También se ha convertido en un experto en el espacio del cannabis en los últimos años.



Las 5 principales posiciones largas divulgadas

Aimia, Inc (AIM.TO) – El holding a largo plazo Aimia continúa acercándose a la fecha en que Aeroméxico salga de la quiebra. Cuando eso suceda, creo que Aeroméxico comprará el ~49% de PLM (programa de lealtad de Aeroméxico) que es propiedad de Aimia. Los documentos de quiebra sugieren que un precio de \$ 375 millones está a la vista, pero creo que habrá una consideración adicional para los ajustes del balance. Incluyendo estos ajustes, creo que Aimia podría salir de esta transacción con más de C\$6 por acción de efectivo adicional en su balance. Además, en los próximos trimestres espero que Aimia aumente la divulgación de las inversiones en Kognitiv y Trade X, lo que podría incluir planes para obligar al mercado a reconocer el valor a través de una oferta pública de acciones en estas subsidiarias o mediante una venta.

Cannabis Basket – Presentado arriba.

Asociaciones de campo (CSP.LN) : presentado anteriormente.

Houghton Mifflin (HMHC) - Houghton Mifflin, el mayor proveedor de materiales de instrucción K-12 en los EE. UU., se presentó en nuestra carta de 1H'21, y hay una presentación de diapositivas que describe la tesis disponible en www.laughingwatercapital.com. El mercado ha comenzado a darse cuenta de que, gracias a los cambios drásticos en su estructura de costos y un cambio continuo hacia un primer enfoque digital de la educación, HMHC ya no es el perdedor de dinero perenne que alguna vez fue. De hecho, HMHC ahora está preparado para generar dinero en efectivo en los próximos años a medida que el país intenta compensar la pérdida de aprendizaje creada por Covid. La compañía tiene vías muy atractivas para redistribuir este efectivo, lo que sugiere que las ganancias por acción normalizadas podrían duplicarse en los próximos 4 a 5 años. Además, la compañía se está volviendo más predecible a medida que la combinación de negocios cambia hacia soluciones digitales y SAAS, lo que sugiere que sería apropiado un múltiplo más alto que el histórico. Esta combinación de aumento del flujo de efectivo y probable expansión múltiple tiene el potencial de recompensarnos durante años venir.

Sin embargo, debido a su balance poco apalancado, su capacidad para generar efectivo y su baja valoración, durante mucho tiempo temía que un comprador de capital privado comprara la empresa y disfrutara de la mayor parte del botín. A mediados de enero, Bloomberg informó que la empresa está explorando una venta. Desde mi perspectiva, dados los múltiples catalizadores inminentes que podrían contribuir a que las acciones vuelvan a calificar más alto, solo tiene sentido explorar una venta ahora si la empresa ya tiene una oferta en mano de un posible comprador. El capital privado ha amado durante mucho tiempo el espacio educativo, y dado el valor estratégico de la fuerza de ventas líder en la industria y la plataforma conectada de la compañía, creo que HMHC representa el potencial de enormes sinergias tanto en costos como en ingresos para cualquier comprador potencial. El potencial de una venta debería ayudar a aislar a HMHC de los cambios más amplios del mercado, y podemos terminar con una "ganancia a corto plazo" con una oferta de compra divulgada públicamente. Sin embargo, dado el tamaño de la oportunidad frente a HMHC, en ausencia de una prima muy sustancial, somos felices poseedores.

Transact (TACT) : Transact, nuestra empresa de impresoras de nicho que también alberga un producto SAAS (¡BOHA!) de rápido crecimiento para tiendas C/restaurantes, se presentó por primera vez como la empresa n.º 1 en nuestra carta del primer trimestre de 2021. La empresa se ha estado desempeñando bien, pero las acciones se desplomaron en la segunda mitad de 2021. Creo que la liquidación estuvo relacionada con tres factores, todos los cuales son temporales. En primer lugar, la gerencia ha indicado que, debido a problemas en la cadena de suministro, han tenido problemas para asegurar el inventario y las instalaciones se han ralentizado aún más debido a la incapacidad de los clientes para encontrar mano de obra. Por supuesto, esto es frustrante, pero se arreglará solo con el tiempo. En segundo lugar, cuando los casos de Covid comenzaron a aumentar cuando el clima se volvió frío, la gerencia presentó una oferta de almacenamiento, lo que el mercado tomó como una señal de que la compañía estaría recaudando capital social dilutivo. Creo que el estante era



se presentó solo para uso de emergencia, porque si el mundo volviera a entrar en los bloqueos de Covid, la empresa podría tener problemas de liquidez. Como ha quedado claro que existe una enorme vacilación en torno a los bloqueos renovados a gran escala, creo que el riesgo de un aumento de capital adicional ha disminuido. Por último, dado que las acciones cayeron ~40% desde los máximos anteriores, la acción se convirtió en un candidato atractivo para la venta de pérdidas fiscales.

De cara al futuro, con la gentil insistencia de 3 inversionistas activistas, creo que es probable que la compañía comience a explorar la venta de su negocio de impresoras de máquinas tragamonedas generadoras de ingresos en el próximo año. Creo que esta venta podría generar ingresos que cubrirían la mayor parte de la capitalización de mercado de la empresa. Este efectivo luego se usaría para continuar impulsando el crecimiento de BOHA! de más del 100 %, que en última instancia podría valer múltiplos del valor empresarial actual de Transact.

También de nota

Hay tres nombres adicionales que se han discutido anteriormente que permanecen a una distancia sorprendente de nuestros 5 principales, y dependiendo de qué dirección sopla el viento en un día determinado, pueden ser elevados.

Tecnología PAR (PAR) : PAR, nuestro negocio de tecnología para restaurantes, restó rendimiento durante el año pasado debido a que las acciones de crecimiento fueron ampliamente castigadas. Sin embargo, la compañía continúa ejecutando y es probable que venda su negocio de electrónica de defensa en el corto o mediano plazo, y también continúe expandiendo su oferta de plataforma de restaurantes. Con el tiempo sigo creyendo que PAR será el activo más valioso en el espacio de los restaurantes y que seremos bien recompensados por nuestra paciencia.

Thryv Inc (THRY): Thryv se presentó como la empresa número 2 en nuestra carta del primer trimestre de 2021. La compañía continúa trabajando en el crecimiento de su incipiente negocio SAAS mientras extrae flujo de efectivo de su negocio heredado de Páginas Amarillas. Las acciones de la empresa continúan sufriendo bajo el exceso de una gran cantidad de acciones en manos de un inversor que compró acciones durante la anterior quiebra de la empresa y actualmente está reduciendo su posición. En la columna positiva, este vendedor está vendiendo en parte al presidente y director ejecutivo de Thryv, quien tiene un largo historial de creación de valor. Creo que el valor de la señal de esta compra de información privilegiada por parte del operador es mucho más alto que el valor de la señal de la venta de información privilegiada por parte de un propietario financiero cuyo mandato está vinculado a la inversión en dificultades, no a la inversión SAAS de rápido crecimiento. Con el tiempo, este saliente desaparecerá y espero que seamos bien recompensados por nuestra paciencia.

Whole Earth Brands (GRATIS) : no hay mucho que informar sobre Whole Earth Brands, nuestro negocio de edulcorantes "libres de". La gerencia está trabajando arduamente para digerir las adquisiciones recientes y dirigir el flujo de efectivo hacia el pago de la deuda. La empresa sigue estando sustancialmente infravalorada en comparación con sus pares de alimentos envasados tradicionales, y la he alentado a renovar sus esfuerzos de marketing hacia mensajes más centrados en ESG en un intento de capturar parte del espíritu de la época (y los enormes múltiplos resultantes) vinculados a otras empresas de alimentos que están visto como una redefinición de su categoría. Si bien nuestra asociación está específicamente diseñada para ignorar los movimientos de precios a corto plazo, en este caso, una recalificación más alta en el corto o mediano plazo probablemente tendrá un efecto multiplicador en la creación de valor, ya que, en mi opinión, en la actualidad, las acciones infravaloradas de la compañía no son atractivas. como moneda de adquisición.



Asuntos Administrativos

Nuestro contador, Spicer Jeffries, está trabajando arduamente para completar nuestra auditoría de fin de año y los K-1. Como en años anteriores, espero que los K-1 estén disponibles con tiempo suficiente antes del día de impuestos, y nuestra auditoría estará disponible para su revisión en un horario similar. Por favor manténgase al tanto.

Viendo hacia adelante

2022 ha comenzado con una liquidación bastante severa, lo que explica en parte la demora en enviarle esta carta.

Como siempre, no tengo idea de lo que hará el mercado a corto plazo, y le sugiero que mire con recelo a cualquiera que afirme tener la respuesta. Sigo creyendo que, a pesar de los problemas preocupantes del día, todavía hay muchas oportunidades de inversión atractivas en un plazo de 3 a 5 años. A medida que el mercado baja, estas oportunidades se vuelven más y más atractivas, aunque ciertamente no se siente así.

en el momento. Como he dicho [antes](#), Creo que la clave del éxito a largo plazo en momentos como estos es el comportamiento y, en mi opinión, una forma útil de secuestrar los millones de años de evolución que nos alientan a todos a entrar en pánico es centrarnos en la idea de "lo suficientemente barato". Si puedo encontrar negocios que tengan un precio que rinda "suficientemente" suponiendo cierto nivel de comportamiento normal del mercado en algún momento de los próximos 3 a 5 años, creo que es un error preocuparse por si podríamos haber ganado o no "más de suficiente" al intentar (e inevitablemente fallar) tocar el fondo.

En términos generales, en los últimos meses he intentado posicionar mejor nuestra cartera para un entorno de tipos al alza. Recorté o salí de algunas de nuestras posiciones menos líquidas para aumentar nuestra flexibilidad, aumenté nuestro enfoque en inversiones que deberían estar relativamente alejadas de los mercados más amplios debido a su naturaleza idiosincrásica, y dediqué más tiempo a buscar oportunidades internacionales, donde las valoraciones son generalmente más bajas.

Para ser claros, no puedo prometer que nuestra cartera no disminuirá entre ahora y dentro de 3 a 5 años, y reconozco que el rango de resultados potenciales relacionados con la inflación y un entorno de tasas de interés en aumento es más amplio y más variado que el jardín. variedad de aspectos negativos que siempre plagan los mercados y la economía. Pero lo que puedo prometer es que haré todo lo posible para ejecutar fielmente el proceso que nos ha traído nuestro éxito pasado y actualizar nuestra cartera en tiempos de volatilidad. Personalmente, sigo confiando en que dentro de 3 a 5 años seremos bien recompensados por nuestra paciencia.

Por favor hazme saber si tienes preguntas,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Matt Sweeney".

MSweeney@LaughingWaterCapital.com
917-306-0461



Descargo de responsabilidad: este documento, que se proporciona de manera confidencial, no constituirá una oferta de venta ni la solicitud de ninguna oferta de compra que solo se pueda realizar en el momento en que un destinatario calificado reciba un memorando de oferta privada confidencial ("CPOM") / memorándum explicativo confidencial ("CEM"), que contiene información importante (incluido el objetivo de inversión, políticas, factores de riesgo, tarifas, implicaciones fiscales y calificaciones relevantes), y solo en aquellas jurisdicciones donde lo permita la ley. En caso de cualquier inconsistencia entre las descripciones o términos en este documento y el CPOM/CEM, el CPOM/CEM prevalecerá. Estos valores no se ofrecerán ni venderán en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta, solicitud o venta sea ilegal hasta que se hayan satisfecho los requisitos de las leyes de dicha jurisdicción. Este documento no está diseñado para uso público o distribución. Si bien se cree que toda la información preparada en este documento es precisa, Laughing Water Capital, LP, Laughing Water Capital II LP, LLC no ofrecen ninguna garantía expresa en cuanto a la integridad o precisión, ni pueden aceptar responsabilidad por los errores que aparezcan. en el documento Una inversión en el fondo/asociación es especulativa e implica un alto grado de riesgo. Las oportunidades de retiro/reembolso y la transferibilidad de intereses están restringidas, por lo que es posible que los inversores no tengan acceso al capital cuando sea necesario. No existe un mercado secundario para los intereses y no se espera que se desarrolle ninguno. La cartera está bajo la autoridad comercial exclusiva del socio general/gestor de inversiones. Una parte de las operaciones ejecutadas puede tener lugar en bolsas fuera de los EE. UU. El apalancamiento puede emplearse en la cartera, lo que puede hacer que el rendimiento de la inversión sea volátil. La cartera está concentrada, lo que conduce a una mayor volatilidad. Un inversor no debe realizar una inversión, a menos que esté preparado para perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Los honorarios y gastos cobrados en relación con esta inversión pueden ser más altos que los honorarios y gastos de otras alternativas de inversión y pueden contrarrestar las ganancias. No hay garantía de que se logrará el objetivo de inversión. Además, el rendimiento pasado del equipo de inversión no debe interpretarse como un indicador del rendimiento futuro. Todas las proyecciones, perspectivas de mercado o estimaciones en este documento son declaraciones a futuro y se basan en ciertas suposiciones. Pueden ocurrir otros eventos que no se tuvieron en cuenta y que pueden afectar significativamente los rendimientos o el rendimiento del fondo/asociación. Cualquier proyección, panorama o suposición no debe interpretarse como indicativo de los eventos reales que ocurrirán. El material adjunto es confidencial y no debe reproducirse ni redistribuirse en su totalidad o en parte sin el consentimiento previo por escrito de LW Capital Management, LLC. La información en este material solo es actual a la fecha indicada y puede ser reemplazada por eventos de mercado posteriores o por otras razones. Las declaraciones relativas a las tendencias del mercado financiero se basan en las condiciones actuales del mercado, que fluctuarán. Cualquier declaración de opinión constituye solo opiniones actuales de Laughing Water Capital LP y Laughing Water Capital II LP, que están sujetas a cambios y que Laughing Water Capital LP y Laughing Water Capital II LP no se comprometen a actualizar. Debido, entre otras cosas, a la naturaleza volátil de los mercados, es posible que una inversión en el fondo/asociación solo sea adecuada para ciertos inversores. Las partes deben investigar de forma independiente cualquier estrategia o administrador de inversión, y deben consultar con profesionales calificados en inversiones, legales e impositivos antes de realizar cualquier inversión. El fondo/asociación no está registrado en virtud de la ley de sociedades de inversión de 1940, enmendada, en virtud de una exención en virtud de la misma. Los intereses en el fondo/asociación no han sido registrados bajo la ley de valores de 1933, enmendada, o las leyes de valores de ningún estado y se ofrecen y venden dependiendo de las exenciones de los requisitos de registro de dicha ley y leyes. El S&P 500 y Russell 2000 son índices de acciones estadounidenses. Se incluyen únicamente con fines informativos y pueden no ser representativos del tipo de inversiones realizadas por el fondo.

enero 2021

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización


 Longleaf Partners Funds

4T21

Longleaf Partners Small-Cap Fund agregó un 1,91% en el cuarto trimestre, aproximadamente en línea con el rendimiento del 2,14% de Russell 2000. Para el año, el Fondo rindió un 11,18 %, por debajo del Russell 2000, que rindió un 14,82 %. Todas las empresas, excepto un puñado, generaron rendimientos absolutos positivos en el año, y la mayoría produjo resultados de dos dígitos. La posición de efectivo del Fondo, que promedió el 18,6 % durante el transcurso del año pero finalizó el período en solo el 5,3 %, impulsó más del 85 % del déficit relativo del año.

Los rendimientos absolutos de dos dígitos del Fondo fueron impulsados por factores/exposiciones muy diferentes a las del índice; por ejemplo, la mayor contribución relativa del sector para el Fondo fue en Salud, el sector con el peor rendimiento del Índice, mientras que nuestra significativa infraponderación en el sector con el mejor rendimiento El sector financiero (y más concretamente, los bancos) fue uno de nuestros peores detractores relativos. La desconexión entre lo que impulsó al mercado y lo que consideramos negocios convincentes y de alta calidad se amplió en la segunda mitad, lo que nos permitió acercar el Fondo a la inversión total con tres nuevas posiciones iniciadas en el cuarto trimestre (ocho en el transcurso de el año).

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/12/21): un año: 11,18 %, cinco años: 7,14 %, diez años: 11,17 % y desde el inicio (21/2/89): 10,48 %

Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/12/21): un año: 14,82 %, cinco años: 12,02 %, diez años: 13,23 % y desde el inicio (21/2/89): 9,99 %. Rendimiento total anual promedio para el valor Russell 2000 (31/12/21): un año: 28,27 %, cinco años: 9,07 %, Diez años: 12,03%, y desde el inicio (21/02/89): 10,66%.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el prospecto del 1 de mayo de 2021, el índice de gastos totales para el Small-Cap Fund es 0.96%. A partir del 1 de septiembre de 2021, Southeastern se ha comprometido contractualmente a limitar los gastos operativos (sin incluir intereses, impuestos, comisiones de corretaje y gastos extraordinarios) al 0,95 % de los activos netos promedio por año. Este acuerdo estará vigente hasta el 30 de abril de 2023 como mínimo y no podrá rescindirse antes de esa fecha sin la aprobación de la Junta.

En un año que vio varios momentos en que el mercado de valores actuó como el pre-COVID, durante los "entornos" de COVID y post-COVID (no necesariamente en ese orden), la buena noticia fue que nuestras cuatro participaciones más grandes, que creemos que pueden prosperar en estos tres entornos: Lumen, Realogy, Mattel y CNX Resources, fueron nuestros principales contribuyentes para el año. Creemos que los cuatro siguen siendo subestimados por el mercado y ofrecen una ventaja significativa con respecto a los precios con descuento de hoy, como se explica con más detalle a continuación.

Si bien nuestras participaciones más grandes recibieron al menos una pequeña apreciación del mercado, nuestros detractores fueron castigados injustificadamente en base a malentendidos a nivel de titulares. En GMS Sports (MSG), los Knicks y James Dolan despiertan fuertes emociones entre la gente de finanzas en Nueva York, pero el hecho es que la familia Dolan ha hecho múltiples movimientos favorables a los accionistas a lo largo de los años (de los que nos beneficiamos como titulares de la encarnación original de MSG hace 10 años en el Small-Cap Fund), y creemos que podrían venir más para MSG en el futuro cercano. Mientras tanto, los altibajos de los equipos y la falta de noticias adicionales dejarán que el mercado pinte un panorama a corto plazo.

imagen enfocada. Nuestra máxima comodidad y paciencia residen en ser dueños de los Knicks y los Rangers a un valor empresarial combinado de \$ 4.8 mil millones para ambos. Los comparables de la NBA y la NHL, las valoraciones de Forbes y las valoraciones de Sportico son mucho más altas que las de estos dos equipos. Escribimos mucho sobre la volatilidad de Kodak en 2020, pero este año

estuvo agradablemente tranquilo después de una ventisca de emociones el año pasado. Nuestro valor por acción creció fuertemente en 2021, y seguimos sintiendo que nuestro valor preferido convertible está en valor mínimo a la par, incluso si el mercado de valores ha vuelto a ignorar a esta empresa por en su mayor parte, mientras que muchos de los que están al tanto optaron por leer solo los titulares negativos.

El mercado está ignorando la larga historia de ventas de activos inteligentes de la empresa de productos químicos especializados Lanxess y se está centrando en más adquisiciones recientes por determinar y una brecha reparable. entre el flujo de caja libre (FCF) y la utilidad neta. La compañía farmacéutica diversificada Idorsia ha tenido un comienzo lento desde que iniciamos la posición en el primer trimestre, ya que dos ensayos este año tuvieron resultados negativos o no concluyentes. Sin embargo, esperamos que la principal

Las historias pronto se verán más, ya que es probable que los dos medicamentos más importantes tengan desarrollos importantes en 2022, que se analizan con más detalle a continuación.

Hemos recibido preguntas sobre el bajo rendimiento de dos dígitos del Small-Cap Fund frente al índice Russell 2000 Value (R2KV) hasta la fecha. A primera vista, no parece haber una historia simple y clara para explicar un déficit tan grande. Es interesante que solo cinco de nuestras participaciones actuales estén incluso en el R2KV. Vemos esto como un

característica de nuestro enfoque oportunista y de abajo hacia arriba del valor, que impulsa nuestra alta participación activa y potencial para rendimientos fuertes y diferenciados, no un error. El efectivo fue el mayor culpable individual, representando aproximadamente un tercio de la diferencia relativa.

Profundizando un poco más, parece que el mercado premió la claridad percibida mucho más de lo habitual este año, con memes y jugadas claras de COVID que se beneficiaron frente a nuestra cartera, donde la oportunidad a menudo proviene de que la "historia" de calidad está oculta y/o es más compleja. Nos quedamos atrás en el subconjunto de tecnología de información de valor, pero nuestro único detractor Kodak (convertible) no es una empresa de TI típica. Dentro de Materiales, Lanxess es un conglomerado, lo que lo convierte en un negocio más complejo con un valor oculto. Empire State Realty Trust (ESRT) no es una compañía de bienes raíces pura, ya que tiene el Observatorio, así como oficinas, tiendas minoristas y activos inmobiliarios residenciales. Dentro de Consumer Discretionary, Graham Holdings es otro conglomerado, y no somos dueños de Gamestop, AMC o muchos de los negocios favoritos del mercado de "Bienes" (discutidos con más detalle a continuación). En Finanzas, poseemos el administrador de activos Lazard y dos empresas más nuevas, las tres más difíciles de entender que los bancos más simples que impulsaron el sector. Estamos seguros de que este posicionamiento diferenciado que causó la relativa resistencia este año será el verdadero impulsor del futuro rendimiento superior absoluto y relativo.

Cuando damos un paso atrás y miramos las acciones que no poseemos, nos sentimos mejor que nunca porque, finalmente, el exceso de fervor por estos favoritos del mercado está haciendo que muchos de ellos caigan con más fuerza. Esto comenzó a suceder este año en el mundo de la pequeña capitalización, ya que primero el mercado SPAC se enfrió, luego el mercado IPO (oferta pública inicial) también comenzó a enfriarse. Ahora hemos visto que las cosas han cambiado para los favoritos de mayor capitalización, como Docusign cayendo más del 40 % en un día después de un trimestre que no fue tan malo, porque debe ser realmente GENIAL cuando se negocian cerca de 20 veces los ingresos. Esto ha llevado a una reducción del liderazgo del mercado una vez más, con cinco grandes acciones tecnológicas impulsando esencialmente el S&P 500. Si bien odiamos sonar como un disco rayado y nos encantaría tener estos líderes del mercado al precio correcto, debemos recordarle el la rareza de vivir un período de 5 a 10 años en el que los más grandes se hicieron más grandes/fuertes y sus tasas de crecimiento no se desaceleraron como la historia y los modelos de flujo de efectivo descontados (DCF) más prudentes sugieren que deberían hacerlo. Eso no significa que sigan acelerando o se mantengan en esta tasa de crecimiento para siempre (como lo necesitan sus valoraciones). Lo más probable es que sea un camino más largo hacia abajo cuando caen. Una "Curva S" eventualmente se aplana y finalmente baja. Aunque no podemos decir cuándo sucederá, las probabilidades de que estas empresas: 1) cumplan con la ley de los grandes números son muy altas; 2) ver una regulación creciente; y/o 3) compiten contra ellos mismos, empresas bien financiadas

ups (algunos de los cuales ahora poseemos); y/o empresas "tradicionales" que pueden unirse y/o enfocarse para ofrecer un producto superior (por ejemplo, empresas como Realogy, Graham Holdings y Hyatt). Es posible que estemos presenciando el comienzo de este giro. A partir del 6 de enero de 2022, aproximadamente el 40 % de las empresas del índice compuesto Nasdaq han visto reducidos sus valores de mercado a la mitad o más desde los máximos de 52 semanas.

Reuniéndolo todo a nivel micro, la brecha entre "obvio" y "todo lo demás" creció una vez más este año. Como hemos escrito antes, la calidad es de suma importancia para nosotros, pero debe ser una "calidad oculta", que el mercado aún no está pagando. Nosotros también estamos cansados de la frase "valor frente a crecimiento", pero no podemos evitar incluir el siguiente gráfico que destaca la diferencia históricamente enorme entre estas dos categorías:

S&P 500 Crecimiento P/E menos S&P 500 Valor P/E
 Precio a ganancias próximos doce meses (1/1/2003 - 31/12/2021)

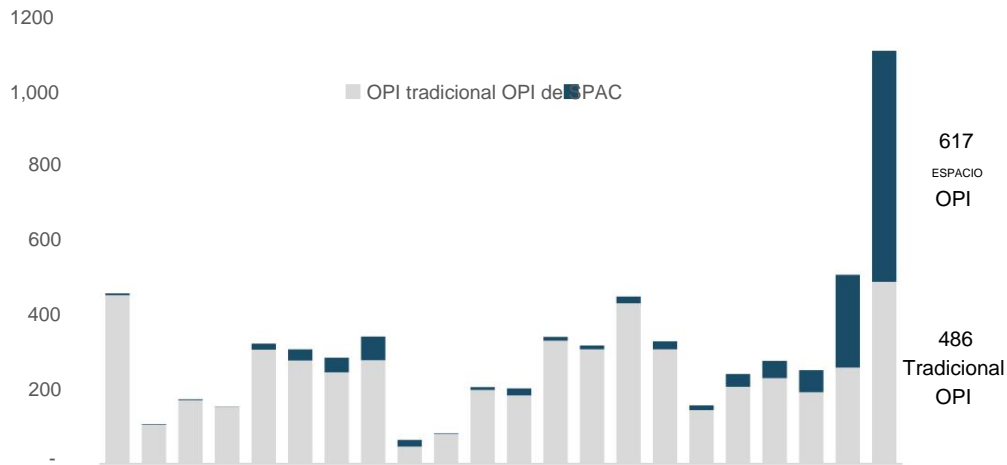


¡Algunos de nosotros tenemos la edad suficiente para recordar cuando el mercado de valores en su conjunto tenía una relación precio-beneficio (P/E) de 12x o menos durante largos períodos de tiempo!

Todos tenemos la edad suficiente para recordar los temores en los años previos a COVID de que todo se mantendría en privado o se volvería privado. Creemos que el capital privado y el capital de riesgo tienen un lugar en el capitalismo, pero ahora hemos visto cuán cíclicos pueden ser los temores como este, ya que muchas más empresas salieron a bolsa este año, expandiendo nuestro universo de manera positiva.

Recuento anual de ofertas de IPO por IPO tradicionales y SPAC IPO

Ofertas con precios en bolsas de EE. UU. desde 2000 hasta 2021



Fuente: Bloomberg

También hemos visto mucha locura de IPO/SPAC que muestra que los actores privados necesitan los mercados públicos más de lo que admiten y que hay más volatilidad incrustada en estas nuevas empresas de lo que podría admitir una marca trimestral privada. En cuanto a la eficiencia de los mercados público y privado, lo alentamos a profundizar en algunos de esos S1 de varios cientos de páginas para muchas de las empresas públicas más nuevas para ver la enorme brecha entre la última valoración en la que estaba la empresa. financió y/o otorgó acciones a sus ejecutivos y el precio a menudo mucho más alto al que la empresa se hizo pública: Coinbase y Rivian son dos ejemplos principales.

Ciertamente, no nos oponemos a que el capital privado nos pague el valor justo (¡o más!) por cualquiera de nuestras participaciones si es el momento adecuado. En general, las adquisiciones han sido buenas para nosotros (más en Small-Cap que en nuestros otros fondos, pero a medida que han aumentado las captaciones de capital de capital privado, esperamos que se expanda a todas nuestras estrategias en el futuro). Nos beneficiamos de ocho compras en el fondo de pequeña capitalización de 2014 a 2018 (una o dos por año en la cartera durante ese período de cinco años) antes de una sequía en 2019, lo que provocó un exceso de COVID durante más de los últimos dos años. Esperamos acciones de fusiones y adquisiciones más beneficiosas para nuestra cartera en 2022.

Finalmente, debemos hablar de inflación/tasas de interés nominales/reales. No estamos aquí para predecir o decir que necesitamos una inflación furiosa. Nos equivocamos al perders el COVID-driven-

auge de las compras de bienes en el último año más o menos que creemos que está mucho más cerca de su final que de su comienzo. Muchas de estas empresas de bienes que no poseemos constituyen algunos de los P/E más bajos de los próximos 12 meses/últimos 12 meses en el mercado (también conocidas como "acciones de valor tradicional" que a menudo son ponderaciones grandes en un índice de valor/ETF), pero nos enfocamos en el poder de ganancias a largo plazo y no necesitamos jugar cuando esta métrica clave es demasiado difícil de predecir y/o potencialmente en declive. Donde nos hemos sentido más correctos es centrándonos en el salario la inflación no desaparece. Los patrones demográficos y de comercio mundial de los próximos 30 años o más aún lucen bastante diferentes a los de los últimos 30, por lo que esperamos que la inflación nos acompañe por más tiempo de lo que algunos piensan. Todavía tenemos que hablar con una empresa que espera que el crecimiento salarial se establezca drásticamente en 2022, y muchos esperan un crecimiento continuo de un dígito medio en el corto plazo. También creemos que una tasa real positiva parece mucho más probable en los próximos 10 años que en los últimos 10 años, ya que los gobiernos de todo el mundo dan marcha atrás o al menos ya no aceleran la compra de bonos.

Vemos tres posibles escenarios amplios de tasas nominales en 2022. En el primer escenario, nos equivocamos y las tasas bajan. En este entorno, esperamos seguir ofreciendo rentabilidades absolutas (como lo hicimos este año), pero es posible que sigamos perdiendo el juego relativo durante un tiempo. En un segundo escenario, que creemos que es el más probable, las tasas suben. En este entorno, creemos que podríamos ganar de varias maneras, ya que los favoritos del mercado con un P/E de más de 25x tienen un largo camino por recorrer frente a nuestra cartera que ya tiene un múltiplo de aproximadamente 10x del poder de FCF creciente. No necesitamos ver un aumento dramático en las tasas para que este escenario se desarrolle; incluso un pequeño aumento debería ser beneficioso para nuestro enfoque desde una perspectiva absoluta y relativa. En el escenario final, las tasas siguen siendo las mismas, y la segunda derivada de la curva (es decir, a lo que reacciona típicamente el mercado de valores y lo que más les importa a los inversionistas: si las cosas se están acelerando, desacelerando o aplanándose) no empeora. En este entorno, también esperaríamos ganar tanto en términos absolutos como relativos, pero tal vez no tanto como en el escenario dos.

Colaboradores y detractores

(Retorno de la inversión de 2021, contribución del Fondo de 2021; retorno de la inversión del 4T; contribución del Fondo del 4T)

Lumen (39 %, 4,22 %; 3 %, 0,38 %), la compañía mundial de fibras, fue el mayor contribuyente absoluto y relativo del año. El CEO Jeff Storey tomó dos medidas este año para aumentar sustancialmente el valor del negocio y abordar el enorme descuento de la acción (se negocia por debajo del 35% de nuestro valor de tasación). Primero, durante el tercer trimestre, Lumen vendió

su fibra latinoamericana por un buen precio (9x EBITDA) y la mitad más débil de su negocio de consumo en EE. UU. por un alentador 5,5x EBITDA. Ambos múltiplos superaron nuestras valoraciones y demuestran lo barata que es la Lumen RemainCo consolidada hoy en menos de 6x P/FCF y EV/EBITDA. La mayor parte del EBITDA restante de Lumen proviene de sus segmentos Enterprise y SMB de EE. UU., que crecen más rápido que la fibra dispuesta en LatAm de Lumen y valen múltiplos más altos. El segmento más débil del nuevo Lumen, la mitad occidental de Consumer, es superior a los activos que la empresa acaba de vender por 5,5 veces el EBITDA. En segundo lugar, Storey compró rápidamente el 7 % de las acciones de Lumen, lo que aumentó significativamente el valor por acción y el flujo de caja libre por acción. Cuando se cierren las disposiciones, los ingresos reducirán la deuda de manera significativa, colocando la deuda neta justo en el objetivo del índice de apalancamiento de la compañía, aunque ese objetivo se basara en la combinación de negocios inferior anterior. Nos complace que nuestro compromiso desde que presentamos una 13D enmendada haya ayudado a la empresa a comenzar a realizar acciones corporativas positivas. El mercado se ha obsesionado con la posibilidad de otro recorte de dividendos, pero el FCF de Lumen es más que suficiente para cubrir el pago de \$1 por acción mientras se invierte agresivamente en inversiones de capital de alto rendimiento para crecer.

ingresos

CNX Resources (27 %, 2,14 %; 9 %, 0,46 %), el productor de gas natural de los Apalaches, fue otro de los principales contribuyentes. Con precios de strip gas más altos, otro año sólido de FCF y un ritmo de recompra anualizado del 13 % en el último trimestre, nuestra evaluación del valor aumentó más del 20 %. Sin embargo, el conservador programa de cobertura de la compañía que la ayudó a resistir mercados bajistas anteriores también frenó el crecimiento de las ganancias este año. La junta, encabezada por el presidente Will Thorndike, autorizó recientemente la recompra de otros mil millones de dólares, lo que representa casi un tercio de las acciones en circulación al precio de hoy. A pesar de un FCF absoluto más alto que las comparaciones de los Apalaches con posiciones de inventario inferiores, CNX cotiza a menos de la mitad de sus valores empresariales.

Realogy (28 %, 1,94 %; -4 %, -0,22 %), el franquiciador de corretaje de bienes raíces, también fue uno de los principales contribuyentes durante el año. Los volúmenes de comisiones aumentaron dos dígitos debido a la apreciación del precio de la vivienda año tras año (YOY) del 17 % que superó el 5 % menos de transacciones. Dado que la mayor parte del valor de la empresa proviene de sus tarifas de franquicia, los márgenes incrementales en el crecimiento de las ventas son extremadamente favorables. Las casas de bolsa de Realogy (incluidas Coldwell Banker, Century21 y Sotheby's) también ganaron participación por quinto trimestre consecutivo. La empresa se había rezagado respecto del mercado nacional el año pasado debido a su mayor exposición a Nueva York y California, pero ambos mercados se han recuperado bien y parecen probables

continuar. El director ejecutivo, Ryan Schneider, usó el gran cupón FCF para pagar la deuda, y el índice de apalancamiento de Realty se ha reducido ahora a una deuda neta/EBITDA conservadora de 2,3x frente a >5x en años anteriores. El sólido desempeño sugiere que el negocio no fue interrumpido por iBuyers y otros nuevos competidores como habían predicho los bajistas. Con el mercado inmobiliario luciendo saludable y los precios de las viviendas probablemente seguirán apreciándose moderadamente, este negocio de rentas vitalicias de cuota de franquicia con una alta participación de mercado defendible debería valer mucho más que el FCF adelantado 6x donde se negocia.

Hyatt (30 %, 1,56 %; 25 %, 1,10 %), el franquiciador y propietario de hoteles a nivel mundial, fue el principal contribuyente en el cuarto trimestre y uno de los mayores contribuyentes del año. La compañía vuelve a ser rentable en efectivo, a pesar de que sus reservas de Grupo/Negocios son menos de la mitad de los niveles de 2019. Los ingresos de los viajeros de ocio, sin embargo, aumentaron más del 20 %, con precios de hasta el 40 % interanual para los destinos turísticos más populares de Hyatt.

El CEO Mark Hoplamazian realizó dos excelentes ventas por encima de nuestros valores de tasación este año, lo que ayudó a aumentar nuestra tasación del valor consolidado de la empresa en un 27 %. Esperamos que lleguen más ingresos el próximo año y que el crecimiento de las ganancias se acelere hacia niveles normalizados con la reapertura de COVID.

Mattel (24 %, 1,40 %; 16 %, 0,96 %), la compañía mundial de juguetes y medios, contribuyó fuertemente en el cuarto trimestre y durante el año. A pesar de que los cierres de tiendas en Asia provocaron ingresos regionales de -20 % durante el tercer trimestre, las ventas consolidadas de Mattel aún crecieron un 8 % debido a su sólida recuperación en América del Norte. Las ventas de Barbie siguen siendo impresionantes como lo han sido durante años, American Girl finalmente está volviendo a crecer y Fisher Price también se está recuperando. La empresa está superando con éxito los costos inflados con precios más altos y sin perder volumen. A pesar de los impresionantes resultados, las acciones cotizan a un nivel demasiado bajo, a menos de 14 veces las ganancias futuras, y eso es antes de que Mattel comience a monetizar su enorme cartera de propiedad intelectual de activos no rentables. Nuestra tasación del valor creció más de un 30% este año.

RenaissanceRe (11 %, 0,54 %; 22 %, 0,99 %), la compañía de reaseguros domiciliada en las Bermudas y una nueva posición en 2021, fue una de las principales contribuyentes en el cuarto trimestre. Conocemos bien la industria de los reaseguros, hemos invertido en el sector durante varias décadas y estamos encantados de tener la oportunidad de invertir en el negocio con un descuento. RenRe tiene una reputación como suscriptor de reaseguro de riesgo de catástrofe líder - aunque la mezcla de negocios se ha diversificado con el tiempo hacia capital de terceros

gestión, siniestros y otros riesgos de propiedad. RenRe cotizó por debajo de 10 veces el poder de ganancias y alrededor de 1 vez el valor contable tangible en el tercer trimestre, ya que los titulares de catástrofes castigaron a toda la industria, dándonos la oportunidad de invertir. La gerencia también aprovechó el descuento temporal en el precio al recomprar el 10 % de las acciones en circulación, mientras que el director ejecutivo, el director financiero y varios otros altos ejecutivos invirtieron más de \$4 millones en la compra de acciones personalmente. El precio de las acciones se apreció en el cuarto trimestre cuando la empresa anunció un exceso de reserva de capital de mil millones de dólares, incluso después de que se produjera la catástrofe del tercer trimestre, y probablemente continuó con la recompra de acciones. RenRe es líder en el modelado de riesgos de seguros y la construcción de carteras, y la mejor recopilación de datos y análisis de su clase están en el ADN de la empresa. Frente a la volatilidad y la disrupción significativas para la industria en forma de innovación tecnológica, innovación en el acceso al capital y riesgos del cambio climático, las ventajas competitivas de RenRe en la fijación de precios del riesgo y en la creación de una sólida cartera global de riesgos deberían estar bien posicionadas para agregar un exceso de rendimiento. .

Idorsia (-24 %, -0,94 %; -15 %, -0,45 %), la compañía farmacéutica suiza diversificada, fue el mayor detractor del año, luego de que la compañía emitiera un bono convertible dilutivo a fines de julio y dos ensayos de medicamentos este año. tuvo resultados negativos a no concluyentes. Todo el sector biotecnológico de pequeña capitalización se ha reducido significativamente después de un frenesí especulativo en 2020. Nuestra evaluación del valor de Idorsia se mantiene sin cambios en más del doble del precio de las acciones, y seguimos entusiasmados con el potencial de su potencial medicamento para dormir de gran éxito Quviviq (que fue aprobado oficialmente por la FDA después del final del trimestre) y su medicamento para la hipertensión Aprocintan (que todavía está en Ensayos de fase 3), los cuales podrían ofrecer noticias positivas en 2022.

Lanxess (-18 %, -0,85 %; -9 %, -0,35 %), la empresa alemana de especialidades químicas, fue uno de los principales detractores del año, ante la incertidumbre de las fusiones y adquisiciones y la decepcionante conversión de flujo de caja libre. El equipo de gestión de Lanxess tiene un sólido historial de venta de segmentos secundarios con buenos múltiplos y asignación inteligente de capital, incluida la recompra de acciones en 2020. En 2021, la empresa anunció dos adquisiciones complementarias: el negocio Microbial Controls de International Flavors & Fragrances y empresa privada Emerald Kamala Chemical. Creemos que estos acuerdos aumentarán el valor con el tiempo, pero los compromisos de capital ataron las manos de la gerencia en el corto plazo, lo que limitó la capacidad de pasar a la ofensiva recomprando más acciones en 2021. Al final del año, Lanxess cotizaba alrededor de 10 veces poder de las ganancias en una calidad comercial muy mejorada después de cinco años de vender negocios de menor calidad y ahora reasignar esos ingresos a

oportunidades de mayor calidad. Esperamos que la gerencia integre con éxito estas adquisiciones, aborde las decepciones de FCF y asigne capital de manera inteligente en 2022, lo que creemos impulsará una revaluación del precio de las acciones.

Kodak (-18 %, -0,83 %; -12 %, -0,54 %), la compañía de tecnología global enfocada en productos químicos e impresión, en la que poseemos preferentes convertibles, fue un detractor, a pesar de los excelentes resultados operativos de la compañía. Nuestra evaluación del valor de Kodak aumentó un 12% el último trimestre hasta \$10/acción debido a los fuertes precios en los segmentos de películas y planchas de impresión. El nuevo negocio de planchas Sonora sin químicos de Kodak creció un 35 % y es mucho más sostenible desde el punto de vista ambiental que la competencia. La impresión digital, un negocio de anualidades para máquinas de afeitar/ cuchillas de afeitar, se acercó al punto de equilibrio, mientras que la línea de productos Prosper de próxima generación de Kodak creció un 17%. El segmento de licencias, que es una parte sorprendentemente grande del valor de tasación, volvió a crecer de manera constante con márgenes operativos masivos.

Actividad de la cartera

La sección de actividad de la cartera en nuestras últimas cartas ha destacado nuestra creciente lista disponible, y pudimos actuar sobre esas oportunidades para poner efectivo a trabajar en el cuarto trimestre. Iniciamos tres nuevas participaciones, que aún no se han revelado, ya que todavía estamos construyendo las posiciones. Dos están en el sector Financiero, aunque son empresas muy diferentes. Una es más una empresa de software que una empresa financiera, y los grandes propietarios con los que nos hemos asociado allí son de primera categoría. La otra es una sociedad de cartera financiera con cero "comps". El mercado la malinterpreta y la pasa por alto, ya que es una empresa confusa que paga pequeños dividendos y no se esfuerza por bailar al ritmo de la venta con llamadas u orientación trimestrales. Sin embargo, el equipo de gestión tiene que ver con la creación de valor por acción a largo plazo de manera paciente y no convencional. La tercera y más reciente compra es una empresa de servicios de comunicaciones con una fuerte ventaja de ser el primero en moverse dentro de su negocio en rápido crecimiento y, una vez más, excelentes socios que saben cómo asignar capital. Recortamos a Realogy y Hyatt, que tuvieron un desempeño sólido, pero no tuvimos ventas completas en el cuarto trimestre. Luego de comenzar el año en 20%, nuestra posición de efectivo terminó el año en poco más del 5%. Nuestra lista en cubierta sigue siendo sólida y, gracias al sólido crecimiento del valor en toda la cartera, una gran mayoría de las empresas cotizan a mediados del 60% o menos de su tasación, lo que significa el margen de seguridad y potencial alcista para la cartera. que cotiza a una relación precio-valor (P/V) en el 60% bajo, es muy alta.

Actualizaciones del sureste

Los últimos dos años nos han enseñado a ser más flexibles para adaptarnos a los factores ambientales que cambian rápidamente y permitir un mejor equilibrio entre el trabajo y la vida personal de nuestros empleados, mientras mantenimos los niveles de productividad y una conexión con nuestra cultura central. Creemos que nuestra red de investigación establecida continúa brindándonos una clara ventaja competitiva. Nosotros expandimos nuestra experiencia y red de investigación global con la incorporación de Will Allen, quien se une en enero de 2022 como analista junior con sede en Memphis, y Julio Utrera, CFA, quien se unió este verano como analista con sede en Londres. Will es un graduado universitario de 2019 que aporta experiencia en la firma de inversión de valor International Value Advisors. Originalmente de España, Julio agrega ocho años de experiencia de inversión con un enfoque de valor en acciones públicas y privadas en Europa y mercados en desarrollo, así como experiencia en ESG. Julio tiene su Certificado CFA Nivel 4 en Inversión ESG y sirvió en el Comité ESG en su última papel en T. Rowe Price International Equities, y ya ha sido una valiosa adición al comité ESG de Southeastern.

En la carta anual del año pasado, destacamos la importancia de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG), tanto en nuestro proceso de investigación como en la forma en que manejamos nuestro negocio, y los pasos que hemos tomado para formalizar nuestro enfoque. En 2021, publicamos nuestro primer informe [ESG anual](#), que le [animamos a leer](#) para obtener más información sobre nuestro enfoque. Durante el último año hemos seguido avanzando y establecimos nuevos objetivos en esta área de rápido desarrollo: firmamos como partidarios del Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (además de ser signatarios de UNPRI y CA100+); el equipo de investigación realizó una capacitación ESG externa; nos expandimos monitoreo de datos de la huella de carbono de nuestra cartera y establecimos un plantilla para informes de huella de carbono; nos comprometimos a relacionarnos directamente con equipos de gestión sobre sus informes de carbono y los esfuerzos para mejorar sus prácticas ambientales (con el éxito reciente de estos esfuerzos vistos en Lanxess, que estableció el objetivo de ser neutral en carbono para 2040, y CNX Resources, que recientemente fue nombrado uno de los tres 2021 Energy ESG E&P Top Performers de Hart Energy, entre otros).

Otra área clave de enfoque ha sido fomentar, cultivar y preservar una cultura de diversidad, equidad e inclusión (DEI, por sus siglas en inglés) en nuestra empresa, así como comprometerse con las empresas de nuestra cartera para comprender mejor su enfoque de DEI y, en algunos casos, impulsar mayor diversidad a nivel de directorio y/o gerencia. Como una firma pequeña y magra con bajos

rotación de empleados, hemos buscado formas de asociarnos con otras organizaciones para ayudar a tener un impacto positivo dentro de nuestra industria. En 2021, nos asociamos con Notre Dame Institute for Global Investing a través de su Programa de acceso a la gestión de inversiones (IMAP, un programa centrado en mejorar la diversidad dentro de la industria de gestión de activos) y Girls Who Invest (GWI, una organización que está ayudando a transformar la gestión de activos). industria al atraer a más mujeres a la gestión de carteras y al liderazgo).

En agosto de 2021, lanzamos una nueva y emocionante iniciativa, Greenwood Pine Partners, una empresa de gestión de inversiones de propiedad de minorías impulsada por una misión con financiamiento inicial del Sistema de Jubilación del Condado de Shelby en Tennessee. Greenwood Pine es propiedad en un 51 % del analista sénior y director de Southeastern, Brandon Arrindell, que es afroamericano y de Memphis. Brandon se desempeña como propietario mayoritario y administrador de cartera para esta estrategia de capitalización total enfocada en los EE. UU. que emplea el enfoque comprometido, concentrado y a largo plazo de Southeastern. El objetivo de la estructura y la asociación con el condado de Shelby es generar fuertes rendimientos ajustados al riesgo y, al mismo tiempo, trabajar para abordar el problema de la subrepresentación de las minorías en la gestión de activos. Siempre que sea posible, Greenwood Pine busca asociarse con proveedores de servicios locales propiedad de minorías. Southeastern ha prometido las ganancias derivadas de su participación del 49% en la LLC a organizaciones que apoyan a comunidades con pocos recursos.

Finalmente, siempre estamos buscando formas de mejorar nuestra comunicación con los clientes. A partir del próximo trimestre, proporcionaremos un podcast en formato de Preguntas frecuentes para que pueda escuchar directamente a los administradores de su cartera. El formato de audio tendrá una transcripción disponible y estará respaldado por un resumen de fondos trimestral y una carta anual más larga y detallada al final del año. Continuaremos destacando las discusiones con los equipos de gestión y otros temas ad hoc en el podcast *Price to Value con Southeastern Asset Management*, con nuestro episodio más reciente en enero, en el que Staley Cates entrevista al CEO y presidente de Realogy, Ryan Schneider.

panorama

Dedicamos gran parte de esta carta a explorar el entorno actual y lo que ha significado/significará para nuestra cartera. Hemos escuchado de muchos clientes y prospectos este año que (muy comprensiblemente) quieren saber cuál será el "entorno adecuado" para nuestro

carteras para superar. A medida que la sabiduría convencional se vuelve más sobre el comercio de entrada y salida de ETF en lugar de analizar el crecimiento del valor por acción de abajo hacia arriba, entendemos la presión que enfrentan los comités de inversión y la frustración de no saber cuándo cambiará nuestro rendimiento relativo. Sin embargo, advertimos que determinar la probabilidad encadenada de cuál será el próximo entorno y cómo nos irá en él es muy difícil.

Nuestro historial de rendimiento de más de 46 años muestra que nunca hay un patrón predecible, pero el contexto histórico nos hace creer aún más en nuestras probabilidades a partir de aquí.

Southeastern se fundó en 1975 en medio de un período de inflación históricamente alta, con tasas de interés de EE. UU. que aumentaron a casi el 20%. Desde el inicio oficial del compuesto de gran capitalización estadounidense de Southeastern en enero de 1980, superamos al mercado en ocho de los nueve años siguientes. Esperamos volver a hacerlo bien con una mayor volatilidad de las tasas en el futuro. Nos fue relativamente menos bien en las décadas de 1990 y 2010, cuando las tasas de interés disminuyeron, incluso si obtuvimos retornos absolutos sólidos sobre las acciones que elegimos en esos períodos de tiempo. Este parece ser el escenario menos probable de los tres descritos anteriormente, ya que las tasas ya son muy bajas. Como mínimo, creemos que estaríamos más comprometidos en un escenario como este, a juzgar por nuestra productividad mejorada, carteras actuales y lista disponible. Nos fue bien en la década de 2000 antes de la GFC con tasas de interés relativamente planas (tenga en cuenta que el Tesoro de EE. UU. a 10 años se mantuvo en una banda estrecha alrededor del 5% durante ese período de casi 10 años), lo que podríamos ver que suceda nuevamente (pero probablemente menos probable que aumentar las tasas), por lo que también es alentador.

Si bien mirar nuestra historia no nos da la respuesta de cuándo cambiará el entorno actual, nos permite aprender del pasado y mejorar con el tiempo.

Cuando sumamos los tres tipos generales de entornos anteriores, vemos un "2.5 de 3" saludable en el que ganamos. Creemos que 2021 tuvo muchos signos positivos de que el futuro es brillante y esperamos compartirlo con usted.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. por una corriente

Prospecto y Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se tuviera un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

Una empresa de adquisición de propósito especial (SPAC) es una empresa sin operaciones comerciales que se forma estrictamente para recaudar capital con el fin de adquirir una empresa existente.

El flujo de caja descontado (DCF) es un método de valoración utilizado para estimar el atractivo de una oportunidad de inversión. El análisis DCF utiliza proyecciones futuras de flujo de caja libre y las descuenta para llegar a una estimación del valor actual, que se utiliza para evaluar el potencial de inversión.

Precio / Ganancias (P/E) es la relación entre el precio de las acciones de una empresa en comparación con sus ganancias por acción.

“Margen de seguridad” es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

P/V (“precio a valor”) es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de renta variable registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

EV/EBITDA es una relación que compara el valor empresarial de una empresa y sus ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

La crisis financiera mundial (GFC) es una referencia a la crisis financiera de 2007-2008.

Al 31 de diciembre de 2021, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 13,1 %; Mattel, 7,4%; realogía, 7,2%; Recursos CNX, 6,1%; Grupo de los Bravos de la Libertad, 5,4%; Graham Holdings, 5,1%; Empire State Realty 5,0%; Deportes del Madison Square Garden, 4,9%; Gruma, 4,8%; y Hyatt, 4,8%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001254

Vence el 30/06/2022

octubre 2021

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización


 Longleaf Partners Funds

3T21

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 4,20% en el tercer trimestre, muy por delante de la caída del 4,36% del índice Russell 2000 en el período. El Fondo ha generado rendimientos absolutos positivos en lo que va del año, agregando un 9,10 %, pero está por debajo del rendimiento anual del 12,41 % del Índice. En un trimestre volátil para la mayoría de los mercados globales, la cartera se mantuvo bastante estable.

Dos empresas cayeron dos dígitos, cada una por diferentes razones, que analizamos con más detalle a continuación. La mayoría de nuestras inversiones reportaron rendimientos planos o bajos de un solo dígito + o -. Aunque el desempeño de nuestras acciones fue decepcionante en el período, la mayoría de las empresas de la cartera aumentaron sus valores. Esta fuerza de capitalización debería generar retornos materiales futuros.

El progreso de abajo hacia arriba es mucho mejor de lo que indicaría el sentimiento del mercado, y nuestros socios están actuando en esta desconexión. También hemos actuado sobre la desconexión en el mercado de EE. UU., ya que la disminución de las tasas de interés, el enfriamiento del entusiasmo por la reapertura de COVID frente a la variante delta y el temor de China de arriba hacia abajo llevaron a los inversores a huir al "refugio seguro".

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/9/21): desde el inicio (21/2/89): 10,50 %, diez años: 11,93 %, cinco años: 7,55 %, un año: 28,26 % .

Rendimiento total anual promedio para el Russell 2000 (30/9/21): desde el inicio (21/2/89): 10,00 %, diez años: 14,63 %, cinco años: 13,45 %, un año: 47,68 %. Rendimiento total anual promedio para el valor Russell 2000 (30/9/21): desde el inicio (21/2/89): 10,60 %, diez años: 13,22 %, cinco años: 11,03 %, un año: 63,92 % .

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el prospecto del 1 de mayo de 2021, el índice de gastos totales para el Small-Cap Fund es 0.96%. A partir del 1 de septiembre de 2021, Southeastern se ha comprometido contractualmente a limitar los gastos operativos (sin incluir intereses, impuestos, comisiones de corretaje y gastos extraordinarios) al 0,95 % de los activos netos promedio por año. Este acuerdo estará vigente hasta el 30 de abril de 2023 como mínimo y no podrá rescindirse antes de esa fecha sin la aprobación de la Junta.

cepo. Esto creó oportunidades convincentes dentro de nuestro punto óptimo de negocios de alta calidad y en mejora, pero aún no reconocidos por consenso, que generalmente se han pasado por alto este año. Hemos comprado cinco nuevas empresas en cartera este año, dos de las cuales iniciamos en el tercer trimestre. Este es el tipo de ritmo que esperamos a largo plazo y debemos invertir por completo. Las nuevas posiciones parciales han reducido nuestro efectivo del 19 % a principios del trimestre al 15 % en el momento de redactar esta carta, y esperamos ver una cartera más invertida a medida que descubrimos nuevas oportunidades en el entorno actual.

Algunas personas podrían mirar el actual múltiplo de 15,5 de los próximos 12 meses del Russell 2000 y decir que esto no parece tan caro. Si ese fuera realmente el múltiplo del 100 % del Russell 2000 en tiempos normales de mitad de ciclo, entonces probablemente estaríamos de acuerdo. Pero el múltiplo de Russell 2000 al que se hace referencia anteriormente excluye el 30-40% (dependiendo de cómo quiera contarlos) de las empresas indexadas que actualmente no son rentables. Esto es significativamente más alto que hace 10 años, cuando era del 20 % (<https://www.wsj.com/articles/small-cap-stocks-may-be-pricier-than-they-appear-11629640805>). Seguimos creyendo que nuestras notas a pie de página para ciertas empresas "sin ganancias" son más conservadoras que los "ajustes" realizados para los componentes del índice. Nuestros no asalariados tienen poder de flujo de efectivo libre en unos pocos años que nos lleva a múltiplos mucho más bajos que los del mercado (como Mattel, Hyatt, Graham Holdings e Idorsia) y/o son empresas ricas en activos con transacciones comparables recientes a múltiplos más altos que nuestras tasaciones para propiedades inferiores (como Madison Square Garden Sports y Liberty Braves, entre otras). Muchos de los favoritos del mercado que no generan ganancias tienen grandes múltiplos de la ganancia bruta más alta de todos los tiempos y, por lo tanto, múltiplos mucho más grandes e inciertos de flujo de efectivo libre (FCF). También seleccionamos cuidadosamente empresas con FCF por acción que continuarán creciendo incluso cuando los márgenes se recuperen y mejoren, cuando el mercado de valores suele ser al revés, ya que los márgenes después de impuestos están en niveles máximos.

La mejor noticia y la mayor sorpresa de reacción del mercado en el trimestre fue en nuestro holding más grande, Lumen. Después de mucho compromiso con Southeastern luego de nuestra enmienda 13D presentada en diciembre pasado, la compañía anunció que estaba vendiendo dos activos: la parte de crecimiento más lento de su negocio heredado de líneas fijas de cobre en ciertos estados de los EE. UU. y América Latina (por lo tanto, la tasa de descuento más alta / múltiples) parte de su negocio de fibra empresarial. En un momento en que la empresa cotizaba a 5,5x EBITDA (utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) para todos sus

activos, vendió los activos heredados de telefonía fija (es decir, la parte del múltiplo más bajo de su negocio de múltiplo más bajo) por ese mismo 5,5x y los activos de América Latina (es decir, la parte del múltiplo más bajo de su negocio de múltiplo más alto) por 9x. La cantidad absoluta de ingresos brutos fue casi igual a la capitalización de mercado de la empresa. Creemos que los activos heredados restantes valen más de 5,5x y los activos de fibra/empresariales restantes valen más de 9x, especialmente porque los fondos de infraestructura han pagado recientemente múltiplos de mediados de la adolescencia por activos de fibra similares. Por lo tanto, ahora tenemos una combinación de activos de mayor calidad, mayor crecimiento y menor apalancamiento en Lumen. Pero cuando se anunció esta noticia, el precio de las acciones de Lumen inicialmente bajó, debido a las débiles comunicaciones sobre el crecimiento futuro y la asignación de capital en la conferencia telefónica. Esta falla de comunicación se puede arreglar mucho más fácilmente que una falla comercial, y nos alentó que la compañía autorizó la recompra de acciones para aprovechar el malentendido a corto plazo del mercado. El precio de las acciones se estabilizó y aumentó a medida que avanzaba el trimestre (aunque los informes negativos de venta en el momento molesto afectaron a las acciones el 30 de septiembre), pero todavía hay una brecha enorme entre el precio y nuestro valor (creciente).

Empire State Realty Trust (ESRT) y CNX Resources también restaron valor por varias razones en el trimestre que están fuera de control frente a su desarrollo de valor positivo este año y posibles acciones futuras. El precio de las acciones de ESRT bajó y volvió a subir en el trimestre a medida que la variante delta aumentaba y disminuía. No habíamos apostado por un regreso rápido a la oficina ni por una reanudación inmediata de los turistas internacionales que llenan el Observatorio del Empire State Building, por lo que nuestro valor no se vio afectado. Señalaríamos cómo la empresa tiene un historial demostrado de recompra de acciones por debajo del valor liquidativo.

Grabamos un nuevo episodio de Price-to-Value Podcast con el gerente de cartera, director ejecutivo y director de investigación de pequeña capitalización, Ross Glotzbach, entrevistando [al director ejecutivo de ESRT, Tony Malkin](#) . en el trimestre, y te animamos a escuchar el episodio aquí.

Si nos hubiera dicho hace dos años que CNX 1) compraría de manera acumulativa sus activos de gasoductos para ser el jugador de bajo costo en la cuenca; 2) mayor bloqueo de FCF con coberturas; 3) recomprar una cantidad importante de acciones de la compañía para aumentar el FCF/poder de acción por encima de \$2; 4) finalmente ver más consolidación de la industria de E&P, no habríamos esperado un precio de las acciones por debajo de \$ 12. Pero ahora que los precios de la gasolina han subido, el mercado considera que las coberturas son negativas y los vendedores luchan por encontrar un "catalizador" a corto plazo. Esperamos que CNX cree más catalizadores y continúe aprovechando el precio de sus acciones dramáticamente infravalorado.

Colaboradores y detractores

(Retorno de la inversión del tercer trimestre; contribución del fondo del tercer trimestre)

MSG Sports (8 %, 0,43 %), el holding de los Knicks y los Rangers, fue el que más contribuyó en el trimestre. Los Knicks aumentaron los precios de los boletos de temporada por primera vez en siete años, y ambos equipos mantuvieron excelentes tasas de renovación del 94 %. El nuevo acuerdo de derechos de medios de la Liga Nacional de Hockey (NHL) también debería más que duplicar los ingresos de transmisión nacional de los Rangers. Las participaciones minoritarias negociadas recientemente en los Lakers y los Warriors han atribuido valores empresariales de más de 5.000 millones de dólares a ambos equipos, mientras que todo MSG Sports se negocia por 5.100 millones de dólares. La acción atribuye valor cero a una participación mayoritaria en los Knicks que vale materialmente más que esos equipos y/o para los Rangers contra un valor de mercado privado ampliamente aceptado por encima de nuestra tasación de \$ 1.5 mil millones. La gerencia de MSG también confirmó en el trimestre que MSG Sports no se combinará con otras entidades de MSG, lo que disipa aún más los temores sobre la asignación de capital.

Everest Re (4%, 0,20%), la compañía de seguros, contribuyó. Los resultados técnicos fueron excelentes en un mercado cíclicamente fuerte con un índice combinado del 89 % para el trimestre, un crecimiento del 39 % en las primas de reaseguro emitidas netas y un aumento del 26 % en las líneas primarias. El fondo ha poseído con éxito acciones de Everest Re de forma intermitente desde 2004 y rara vez hemos sido testigos de mejores condiciones en el mercado de reaseguros. Sin embargo, nos decepcionó de nuevo la asignación de capital de Everest, en particular, el intercambio de una asignación de bonos conservadores de larga duración por capital privado en un momento de valoraciones extremadamente arriesgadas. Vendimos la posición por una sólida ganancia después de cinco trimestres de propiedad porque Renaissance Re (Ren Re) presentó una oportunidad superior en la industria.

Ren Re tiene un sólido motor de suscripción, así como un creciente segmento de capital de terceros con ingresos por comisiones recurrentes que valen un múltiplo significativamente más alto que el precio de 11x de la relación precio/beneficio (P/E) de la compañía en el momento de nuestra compra.

Empire State Realty Trust (-16 %, -1,01 %), la icónica empresa de turismo y bienes raíces comerciales de la ciudad de Nueva York, fue el principal detractor, como se mencionó anteriormente. La declaración de quiebra de un inquilino minorista perjudicó a las acciones, pero esperamos que su espacio de oficinas en el Empire State Building se vuelva a arrendar rápidamente a un alquiler más alto debido a la reapertura y recuperación del mercado de oficinas de Manhattan posterior a COVID. Los boletos del Observatorio están hasta el 30% del nivel de 2019 y deberían continuar recuperándose durante el próximo año más. También creemos que la empresa sigue a la ofensiva en lo que respecta a la asignación de capital.

Lumen (-7 %, -0,91 %), la compañía global de fibra, también fue uno de los principales detractores, incluso cuando nuestro valor creció significativamente en el período, como se discutió en detalle anteriormente.

Mattel (-8 %, -0,51 %), el franquiciador mundial de juguetes y propiedad intelectual, restó valor a pesar del sólido desempeño trimestral que aumentó nuestra tasación del valor en un 5 %.

Las ventas crecieron un 40 % por encima de las comparaciones débiles de 2020, con resultados particularmente alentadores en American Girl, la marca de muñecas que había estado luchando durante años antes de que el director ejecutivo Ynon Kreiz iniciara un cambio exitoso. A pesar de cierta inflación de costos, el margen bruto consolidado aumentó casi un 4%. Creemos que Mattel ganará \$1,50 por acción el próximo año y el múltiplo sigue siendo demasiado bajo a pesar de dos años de apreciación del precio. La compañía ha anunciado recientemente 13 largometrajes, 18 programas de televisión y otros 24 proyectos en desarrollo. Los esfuerzos de propiedad intelectual (PI) crean un poder de ganancias sustancial, pero aún no han contribuido mucho. Estos son algunos de los mejores activos improductivos de nuestra cartera y esperamos que muchos de ellos se materialicen en los próximos años.

Actividad de la cartera

Agregamos dos nuevas participaciones en el trimestre. Hicimos un intercambio en el mundo de los seguros: comprando una posición en RenaissanceRe (RenRe) y vendiendo nuestra posición en Everest Re con una ganancia del 30%. Creemos que esto fue una mejora en Negocios, Personas y Precio. Preferimos cómo RenRe ha construido un negocio de tarifas en crecimiento que continuará mejorando el retorno sobre el capital (ROE) y reduciendo la volatilidad en el futuro. También preferimos la asignación de capital de la gerencia de RenRe, que en este momento está mucho más enfocada en recompras con descuento. Todo esto es por una mejor relación precio-valor que Everest Re, que ha tenido un desempeño sólido desde que lo compramos por segunda vez en 2020. Creemos que los próximos años serán brillantes para RenRe, incluso si los temores de casi las pérdidas a plazo debido a inundaciones y huracanes movieron la acción este trimestre. También iniciamos una posición en una empresa que es una combinación única de una marca de consumo constante y una sólida red de bienes raíces. Hemos seguido el negocio durante mucho tiempo (parte de ese tiempo como competidor de una de nuestras participaciones exitosas). Todavía estamos construyendo la posición y esperamos compartir más detalles sobre la compañía el próximo trimestre. Si bien sacamos nuestras nuevas participaciones de la lista en cubierta en el trimestre, encontramos más reemplazos para el crecimiento general en cubierta. Los aspectos más destacados actuales incluyen nombres en distribución, medios (tanto tradicionales como digitales), bienes duraderos y bienes raíces.

panorama

El fondo de pequeña capitalización en conjunto es más atractivo de lo que era el último trimestre y también más atractivo de lo que ha sido después del "día de Pfizer" hace casi 11 meses. La relación precio/valor (P/V) está en el bajo 60% y, como se mencionó anteriormente, es raro tener una cartera que en promedio esté cerca de 10x FCF cuando el índice está más cerca de 20x+ en una base comparable. Si bien seguimos enfocados en los valores fundamentales ascendentes de nuestras tenencias de carteras individuales, el equipo ha dedicado mucho tiempo este año a analizar el tema tan debatido de la inflación y las tasas de interés, e incluiremos una revisión más detallada en nuestro año. carta final.

Estamos comenzando nuestra búsqueda de nuestro próximo analista junior de América del Norte, ya que Luke Willert ha logrado un gran progreso detrás de escena y ascenderá al estado de analista el próximo año. Siempre valoramos los aportes de nuestros accionistas y socios clientes, que son uno de los grupos más importantes dentro de nuestra extensa red global, y agradecemos las referencias para este puesto. Ya hemos recibido algunos candidatos fuertes y esperamos agregarlos a nuestro talentoso equipo.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se tuviera un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

Precio / Ganancias (P/E) es la relación entre el precio de las acciones de una empresa en comparación con sus ganancias por acción.

El retorno sobre el capital (ROE) es una medida de rentabilidad que calcula cuántos dólares de ganancias genera una empresa con cada dólar de capital de los accionistas.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

Al 30 de septiembre de 2021, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 12,7 %; realogía, 7,5%; Mattel, 6,2%; Deportes del Madison Square Garden, 5,6%; Empire State Realty 5,5%; Recursos CNX, 5,5%; Grupo de los Bravos de la Libertad, 5,0%; Gruma, 5,0%; Graham Holdings, 4,9%; y Lazard, 4,8%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y tenencias

las discusiones no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001233

Vence el 31/01/2022

julio 2021

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización


 Longleaf Partners Funds

2T21

Longleaf Partners Small-Cap Fund agregó un 1,91 % en el segundo trimestre, lo que llevó los rendimientos hasta la fecha al 13,88 %, mientras que el Russell 2000 arrojó un 4,29 % y un 17,54 % en los mismos períodos. La mayoría de nuestras participaciones fueron positivas en el trimestre, pero fue un período de rendimiento absoluto mucho más moderado en contraste con el dramático repunte de las empresas de pequeña capitalización en los últimos trimestres. La posición de efectivo de la cartera fue uno de los principales impulsores del lastre relativo del rendimiento en un período en el que las acciones de crecimiento experimentaron un repunte (creemos que temporal) al final del trimestre. A pesar de un desempeño relativamente bajo, fue un período sólido para el crecimiento del valor por acción en nuestras participaciones.

Destacamos varias empresas de alta convicción en la carta del último trimestre, y todas vieron un progreso positivo. Por ejemplo, Mattel reportó otro buen trimestre y está bien encaminado para generar más flujo de caja libre (FCF) este año de lo que esperábamos inicialmente. La compañía también continúa anunciando nuevos proyectos de medios, incluido el progreso tangible de Polly Pocket y Masters of the Universe en el trimestre, para monetizar el valor de su propiedad intelectual. La gerencia de Lumen habló públicamente de sus esfuerzos para obtener valor de sus distintas partes, en línea con el 13D que presentamos a fines del año pasado.

CNX Resources está aprovechando la solidez del precio del gas para asegurar más FCF con coberturas acumulativas.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/6/21): desde el inicio (21/2/89): 10,74 %, diez años: 10,21 %, cinco años: 9,60 %, un año: 63,54 % .

Rendimiento total anual promedio para el Russell 2000 (30/06/21): desde el inicio (21/02/89): 10,23 %, diez años: 12,34 %, cinco años: 16,47 %, un año: 62,03 %. Rendimiento total anual promedio para el valor Russell 2000 (30/6/21): desde el inicio (21/2/89): 10,79 %, diez años: 10,85 %, cinco años: 13,62 %, un año: 73,28 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el prospecto del 1 de mayo de 2021, el índice de gastos totales para el Small-Cap Fund es 0.96%.

Además de estas participaciones a largo plazo que destacamos el último trimestre, hemos visto repuntes de precios en algunas participaciones que han llevado a los observadores de Southeastern/Longleaf desde hace mucho tiempo a mirar estos gráficos de acciones y preguntarse: "¿Cómo puede ser eso todavía barato?" Continuamos enfocándonos en la importancia del crecimiento del valor y actualizando dinámicamente nuestras valoraciones. Realogy, por ejemplo, ha visto un crecimiento de valor masivo en los últimos 12 meses debido tanto a la generación significativa de FCF (~ \$ 3 por acción) como a una mejora en el nivel de FCF de referencia que capitalizamos. El CEO Ryan Schneider también aprovechó los mercados crediticios abiertos para refinanciar la deuda de la compañía, ahorrando casi \$100.

millones por año en los próximos 12 meses frente a la tasa de ejecución de 2020 y, por lo tanto, reduce el riesgo y mejora el crecimiento del valor futuro. Nuestra tasación ha crecido desde los \$ 10 en esta época el año pasado hasta los \$ 20 o más en la actualidad. La compañía sigue teniendo descuentos atractivos, incluso después de que el precio se apreció más del 400% desde su mínimo impulsado por COVID en marzo pasado.

Pero el precio siempre será importante para nosotros, sin importar cuán grandes sean cualitativamente un negocio o personas o cuán agradable se sienta tener un impulso de precio y valor. Con mucho gusto venderemos ganadores como PotlatchDeltic y Formula One, los cuales vendimos en el primer trimestre después de un sólido desempeño de los precios. No nos hemos arrepentido de haber vendido los negocios (y ambos terminaron el segundo trimestre por debajo de nuestros últimos precios de venta), pero esperamos tener la oportunidad de ser dueños de ambos nuevamente.

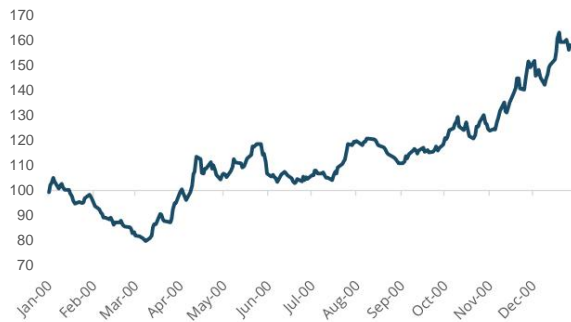
En términos más generales, el "valor" tuvo un retroceso frente al "crecimiento" en el segundo trimestre debido a las tasas de interés más bajas y varios otros factores. Durante el último año, hemos visto que el consenso sobre las tasas de interés pasó de "tasas bajas para siempre" durante la mayor parte de 2020 a "las tasas definitivamente están subiendo" en febrero/marzo de 2021 hasta ahora, lo que se siente como un pensamiento mágico de Ricinos de Oro para las acciones de crecimiento en el 1 -2% rango de 10 años de EE. UU. Si bien no podemos predecir con precisión qué harán las tasas en el corto plazo, agradecemos una mayor volatilidad en este dato de valoración tan importante, especialmente después de décadas de movimientos graduales a la baja que han hecho que las cosas sean relativamente más difíciles para los inversores de capital público centrados en el valor.

También es importante recordar que, si bien lo más importante siempre serán nuestras participaciones individuales, no esperamos que el valor suba nunca en línea recta. El siguiente gráfico ilustra bien ese punto. Puede ser fácil olvidar que, incluso en el mercado alcista de mayor valor de nuestra vida en 2000, hubo un período de varios meses después de la inicial

cambio en marzo/abril en el que el crecimiento se defendió de valoraciones relativas igualmente absurdas.

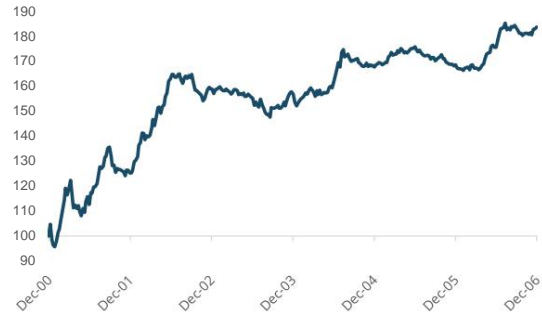
Russell 2000: valor relativo al crecimiento en el año 2000

1/1/2000 a 31/12/2000 (diario)



Russell 2000: valor relativo al crecimiento de 2001 a 2006 1/1/2001 al

31/12/2006 (diario)

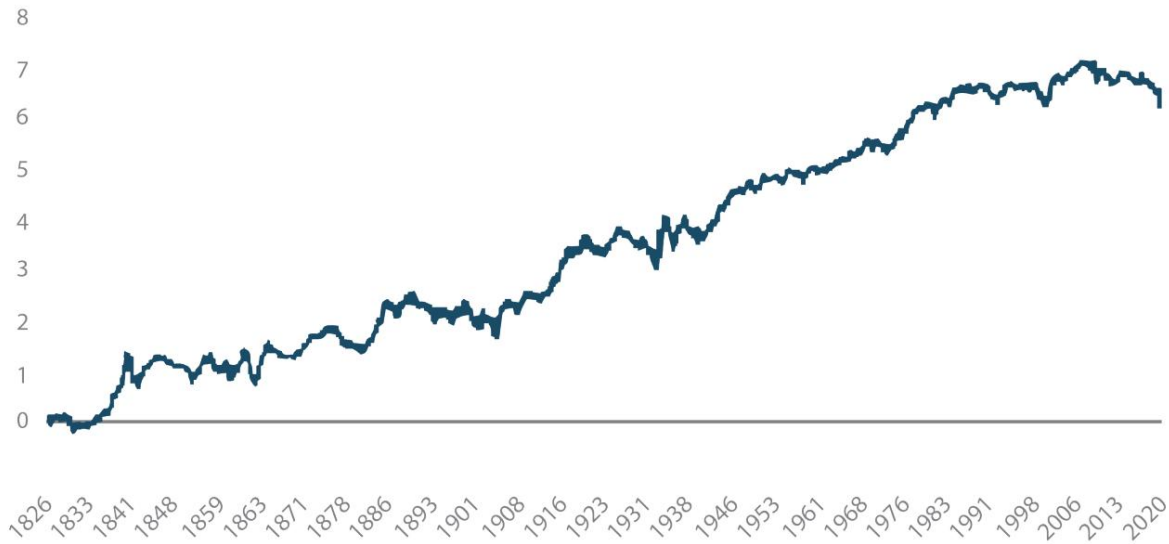


Fuente: Conjunto de hechos

Sin embargo, finalmente prevaleció el valor (con aún más altibajos en 2001-02), y los años siguientes parecieron los 200 años anteriores para el valor. (Tenga en cuenta que el cuadro a continuación es una reimpresión de nuestro informe técnico ["Por qué creemos que el valor volverá a funcionar"](#) publicado en diciembre de 2020).

El factor valor

Exceso de retorno acumulativo del valor frente al crecimiento



Fuente: TwoCenturies

Al unir la macro con la acción específica, nos siguen gustando nuestras carteras tanto en términos de múltiplos de ganancias como de crecimiento de las ganancias frente a las partes de crecimiento y valor del índice.

Rendimientos implícitos basados en varios supuestos de P/E

	2022 PER		Cambiar	Rendimiento desde Cambio P/E
	Suposición actual			
Russell 2000	16.5	16.7	+0.2	+1%
Russell 2000 Crecimiento	21.2	20.0	-1.2	-5%
Russell 2000 Valor	13.8	14.3	+0.5	+3%
Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners	11.2	14.3	+3.1	+28%

Fuente: FactSet. Los resultados y el rendimiento reales de la inversión no están garantizados

Colaboradores y detractores

(Retorno de la inversión del segundo trimestre; contribución del fondo del segundo trimestre)

Realogy (20 %, 1,35 %), el franquiciador de corretaje de bienes raíces residenciales, fue el que más contribuyó después de otro trimestre sólido de resultados operativos, cifras sólidas de viviendas y, lo que es más importante, excelentes acciones de gestión para seguir mejorando la solidez financiera de la empresa. Los números operativos clave llegaron en la Franquicia

segmento, donde los ingresos y el EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) crecieron más del 40 % año tras año (YOY). La gerencia realizó dos movimientos muy inteligentes que aumentaron el valor en el trimestre. Realty completó su primera transacción de refranquicia en algún tiempo. Aunque pequeño (y, por lo tanto, ignorado en gran medida por el mercado), fue una gran señal de que este camino es posible y se vuelve más probable a medida que el mundo vuelve a la normalidad. Más adelante en el trimestre, Realty emitió deuda convertible de tasa muy baja con un precio de ejercicio efectivo de más de \$30 por acción. Esto era impensable hace más de un año, cuando se temía que la empresa necesitaría emitir acciones directas de un solo dígito. El director ejecutivo, Ryan Schneider, y su equipo guiaron de manera experta a la empresa a través de un período difícil sin necesidad de actuar por desesperación.

Graham Holdings (13 %, 0,60 %), el conglomerado de medios de comunicación, educación y fabricación, también fue uno de los principales contribuyentes después de que su adquisición de Leaf Group a principios de abril fuera bien recibida por el mercado. Leaf Group es una empresa pública más pequeña que se diversifica en medios digitales y comercio electrónico. Si bien en general desconfiamos de fusiones y adquisiciones, creemos que este acuerdo puede ser un movimiento positivo que encaja excepcionalmente bien con los activos existentes de Graham. Graham pudo aprovechar un universo de compradores limitado, dado el tamaño y la disparidad de activos de Leaf. Graham también reportó un trimestre sólido que experimentó un crecimiento continuo en el segmento de televisión, con un crecimiento de ingresos del 8 % interanual sin publicidad política en ninguno de los dos períodos.

Empire State Realty Trust (ESRT) (8 %, 0,46 %), el propietario de la propiedad de la ciudad de Nueva York, contribuyó después de informar un trimestre positivo en abril, un dividendo restablecido en mayo y el mundo tomando nota de que la ciudad de Nueva York vuelve a la normalidad como el Avanzó el segundo trimestre. La ocupación de oficinas en el Empire State Building en realidad aumentó ligeramente de un trimestre a otro. Los temores de vacantes masivas y tasas de arrendamiento por pie cuadrado profundamente deprimidas no se han materializado. Si bien esto es bueno para los activos existentes de ESRT, es decepcionante para sus esperanzas de comprar sus propias acciones a bajo precio y/o adquirir acciones en dificultades. activos.

Actividad de la cartera

Si bien no hubo salidas ni grandes cambios en el peso de la posición en el trimestre, encontramos otra nueva inversión para agregar a las dos que compramos el trimestre pasado. Esta empresa más nueva sigue sin revelarse a medida que continuamos ocupando el puesto, pero es un negocio que conocemos bien de una participación exitosa anterior.

Ahora podemos hablar más sobre las dos nuevas inversiones que hicimos en el primer trimestre. Gruma es una empresa de bienes de consumo empacados que tiene su sede en México pero obtiene más del 70% de su valor de una posición dominante en tortillas y harina de maíz de EE. UU. las marcas Mission y Maseca en particular. El aumento de los precios del maíz ha generado incertidumbre sobre las ganancias a corto plazo, pero creemos que Gruma sigue posicionado para un fuerte crecimiento de las ganancias a largo plazo, y el equipo de gestión propietario-operador tiene un sólido historial de crecimiento del valor por acción. Idorsia es una compañía farmacéutica diversificada que tiene su sede en Suiza, pero también tiene una gran mayoría de su valor en los EE. UU. Estamos más atraídos por el equipo fundador de marido y mujer de Jean-Paul y Martine Clozel. Su increíble historial en la empresa anterior Actelion condujo a una venta a un precio excelente a Johnson and Johnson, que luego condujo a la creación y escisión de Idorsia. Idorsia no está tan enfocada como otras acciones farmacéuticas de pequeña capitalización "temática" que encajan en los ETF estadounidenses. La compañía también se encuentra en una pausa de noticias ahora hasta que haya más noticias sobre la tubería más adelante en 2021. 22, por lo que el mercado lo ve como "dinero muerto". En última instancia, creemos que la empresa tendrá varios productos únicos en el mercado en los próximos años, lo que generará un FCF significativo.

La cartera finalizó el trimestre con un 19% de caja. Tenemos una serie de empresas en la cartera en las que esperamos tener la oportunidad de ocupar nuestros puestos y también hemos agregado dos nuevos negocios en la industria de servicios financieros a la lista en espera. Seguimos siendo disciplinados sobre el precio que pagaremos y estamos observando y esperando que los precios cooperen para que podamos poner nuestro dinero a trabajar.

panorama

Nuestra perspectiva sobre el mercado de valores y nuestra cartera no es muy diferente de la última vez que le escribimos. Nuestra confianza en las oportunidades de empresas específicas de nuestra cartera no ha hecho más que crecer, ya que nuestros negocios lograron un sólido progreso en el trimestre, y creemos que el Fondo está posicionado de manera más atractiva, cualitativa y cuantitativamente, que el mercado y la estrategia de "valor" promedio. Creemos que el retroceso reciente en el rendimiento del valor del último mes es un problema momentáneo, y que el sólido rendimiento que comenzó en la segunda mitad de 2020 marca una reversión a más largo plazo a la media del valor frente al crecimiento. También advertiríamos a los defensores de un comercio amplio en valor de pequeña capitalización que existen grandes diferencias cualitativas entre algunos de los volantes de baja calidad que impulsan el Russell 2000 este año (sí, acciones de memes, pero también empresas de capital intensivo de menor calidad como bancos, minoristas y productores de materias primas) y nuestra cartera cuidadosamente seleccionada.

Escribimos en nuestra carta del 4T20 sobre el trabajo que hemos realizado para formalizar la forma en que incorporamos los asuntos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) dentro de nuestra empresa y nuestro proceso de inversión en los últimos años. Estamos emocionados de compartir nuestro primer Informe ESG anual, que destaca algunos de los avances que hemos logrado y el trabajo que estamos haciendo para seguir mejorando en esta área. Además de nuestro [informe ESG anual](#), compartiremos un informe semestral de la huella de carbono de la cartera y continuaremos discutiendo nuestros [esfuerzos de compromiso](#) con nuestros socios administrativos sobre estos temas importantes en nuestras cartas trimestrales y el [podcast Price-to-Value](#).

Hablando de podcasts, pensamos que sería bueno cerrar con una entrevista reciente que nuestro vicepresidente Staley Cates hizo con Bob Huebscher de [Advisor Perspectives](#). Es un gran resumen de lo que somos en Southeastern [y por qué seguimos muy entusiasmados](#) con nuestro futuro.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

Precio / Ganancias (P/E) es la relación entre el precio de las acciones de una empresa en comparación con sus ganancias por acción.

Un ETF es un fondo cotizado en bolsa.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

Al 30 de junio de 2021, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 13,0 %; realogía, 7,3%; Mattel, 6,3%; Empire State Realty 6,2%; Recursos CNX, 5,5%; Graham Holdings, 5,3%; Lazard, 4,9%; Eastman Kodak, 4,8% y Gruma, 4,6%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001203

Expira el 31/10/2021

abril 2021

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización


 Longleaf Partners Funds

1T21

Longleaf Partners Small Cap Fund agregó un 11,74 % en el trimestre, en comparación con el rendimiento del 12,70 % de Russell 2000. Casi todas las empresas de la cartera fueron positivas en el trimestre, sin detractores significativos. Los principales contribuyentes de este trimestre estuvieron entre los rezagados de COVID más grandes del año pasado. El sólido rendimiento específico de las acciones generó rendimientos positivos, incluso cuando el Fondo estaba infraponderado en los bancos y las empresas de menor calidad que dominaban los rendimientos del índice en un período en el que las acciones de pequeña capitalización de "valor tradicional" se recuperaron de manera significativa. El efectivo, que promedió 22% en el trimestre (y se analiza con más detalle a continuación), más que representó el déficit relativo.

Dado que somos tasadores de negocios de abajo hacia arriba y dueños de negocios a largo plazo, el impulsor más importante de nuestros rendimientos a largo plazo siempre será la selección de valores. En un primer trimestre en el que hubo mucho enfoque macroeconómico en las tasas de interés y la manía de negociar acciones minoristas, vimos fuertes rendimientos específicos de acciones en la mayoría de la cartera sin detractores significativos. Las cinco posiciones más importantes del Fondo fueron los principales impulsores del rendimiento. Lumen superó a sus pares de telecomunicaciones a medida que los temores sobre su flujo de efectivo a corto plazo disminuyen con la mejora constante de su combinación de negocios, pero aún cotiza a menos de la mitad de su valor de mercado privado. CNX se desempeñó bien en su camino a \$ 2 / acción de flujo de efectivo libre de riesgo (FCF) relativamente bajo, y el mercado aún tiene que reconocer cuánto más de su

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/03/21): desde el inicio (21/02/89): 10,76 %, diez años: 10,40 %, cinco años: 10,32 %, un año: 81,62 % .

Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/03/21): desde el inicio (21/02/89): 10,17 %, diez años: 11,68 %, cinco años: 16,35 %, un año: 94,85 % .

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

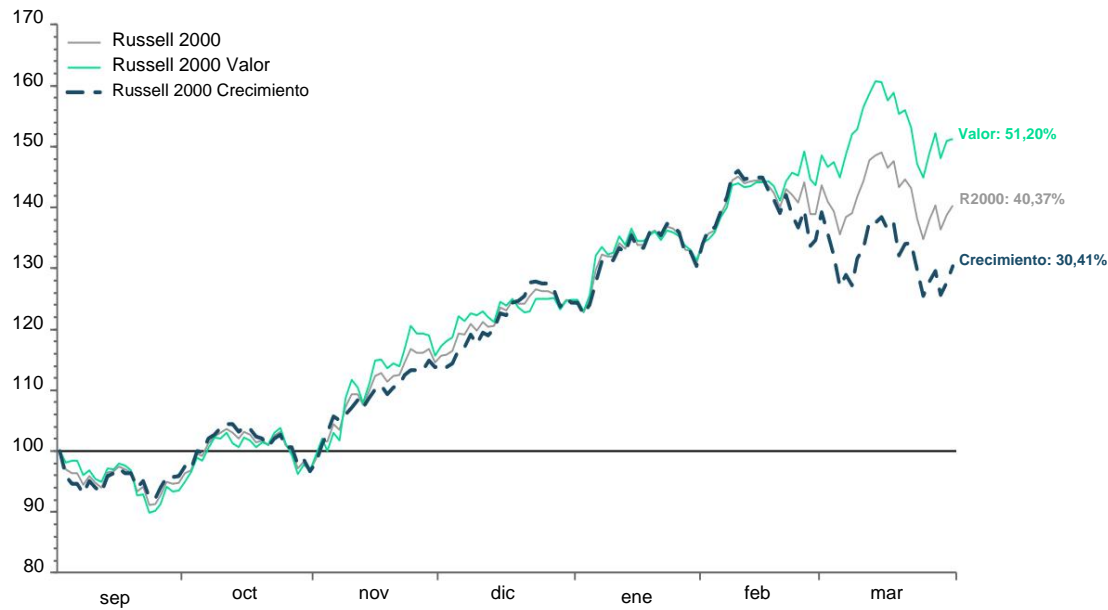
Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2020, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.93%.

las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) se convierten en FCF que sus pares. Mattel tiene un camino a \$ 1.50 / acción de FCF en menos de tres años, antes de finalmente monetizar su tesoro de propiedad intelectual (IP). Las participaciones más nuevas, como Liberty Braves y Everest Re, han contribuido rápidamente y creemos que están bien preparadas para el crecimiento futuro del valor.

Hemos escrito acerca de que el valor está en desuso y tiene un rendimiento inferior al crecimiento durante la última década. El año pasado, la brecha relativa entre las dos estrategias alcanzó niveles históricos, y el valor sufrió su peor desempeño en al menos dos siglos, como escribimos en diciembre pasado en un artículo titulado [Por qué creemos que el valor volverá a funcionar](#). Entonces escribimos que eran los primeros días, pero que "el mercado ya podría estar girando hacia el valor". El siguiente gráfico muestra que el rendimiento superior relativamente fuerte del valor ha continuado en el primer trimestre.

Desempeño desde valor vs crecimiento mínimo

2/9/2020 al 31/3/2021 (en USD)



Fuente: FactSet

Si bien creemos que estamos apenas al comienzo de un repunte a largo plazo de los fundamentos que vuelven a ser importantes, entendemos que algunos podrían preguntarse: 1) si el "cambio al valor" ya se ha producido o si es otra falsificación mental; y 2) si nuestro efectivo superior al promedio es evidencia de que el dinero fácil se ha hecho o no estamos participando

suficiente en este repunte del mercado. El 1), el múltiplo matemático relativo para nuestra cartera frente al mercado de la pieza de WWB aún se mantiene, como se muestra en el gráfico a continuación, incluso después del sólido desempeño de este trimestre. Creemos que es especialmente importante señalar que mucho de lo que tradicionalmente se describe como "valor" ya no es tan atractivo como lo era antes, y la brecha entre lo que poseemos y el Russell 2000 Value es mucho más amplia de lo habitual.

Como evidencia, la parte de Russell 2000 que no es de atención médica/tecnología de la información ahora cotiza por encima de un múltiplo de 21x en las estimaciones de EPS del 31/12/19 de 2021 antes de COVID, a pesar de que el poder de ganancias se ha visto afectado desde entonces y este grupo generalmente promedia un adolescentes de media altura múltiplos.

Rendimientos implícitos basados en varios supuestos de P/E

	2022 PER		Cambiar	Rendimiento del cambio de P/E
	Suposición actual			
Russell 2000	17.83	16.70	-1.1	-6%
Russell 2000 Crecimiento	24.06	20.00	-4.1	-17%
Russell 2000 Valor	14.84	14.29	-0.6	-4%
Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners	11.18	14.29	+3.1	+28%

Fuente: FactSet. Los resultados y el rendimiento reales de la inversión no están garantizados

Nuestros valores y estimaciones de flujo de caja libre por acción han crecido. A pesar de esto, hay días en que varias partes del mercado se mueven al unísono, por lo que parece que todo el dinero de la ETF que se mueve de un tema a otro es lo único que importa. No estamos de acuerdo. Existe una gran diferencia entre el piso de valoración real de nuestra cartera respaldado por modelos de flujo de efectivo descontados razonables (DCF) y compradores estratégicos/financieros dispuestos a pagar nuestras tasaciones o por encima de ellas frente a las acciones de alto vuelo en el mercado donde esa vida real oferta para la empresa completa no existe. Las profundidades de COVID quitaron esa red de seguridad del postor por un tiempo dada la falta de diligencia debida en el terreno. A medida que las cosas vuelven a la normalidad, ha habido muchos anuncios de acuerdos en el mercado en los últimos meses. Este es un buen augurio para nuestra cartera, que históricamente se ha beneficiado de adquisiciones.

Por otro lado, la salvaje especulación sobre la OPI y el SPAC que discutimos en nuestras cartas del 2T y 4T 2020 solo se ha intensificado. Uniéndose a la fiesta, ahora tenemos NFT que traen la energía Beanie Baby de la década de 1990, donde la escasez percibida falsamente crea miles y

luego millones de dólares de la nada, lo que eventualmente también crea demasiado suministro y siembra las semillas de una caída. Nos consuela saber que este frenesí a corto plazo es un paso necesario hacia una mayor racionalidad más temprano que tarde, y comenzamos a ver grietas en el mundo SPAC a medida que el trimestre llegaba a su fin.

Por lo general, en un giro del mercado, ves que las partes más débiles del período anterior se eliminan primero, y eso podría estar sucediendo con algunos participantes del SPAC. Si bien las valoraciones de SPAC a corto plazo están en territorio tonto, hay un gran beneficio a largo plazo para tantas empresas y equipos de gestión que regresan al ámbito público, ya que, en última instancia, aumenta el universo de oportunidades de inversión para inversores a largo plazo como nosotros.

En 2), nuestro efectivo nunca es una llamada de mercado de arriba hacia abajo, sino el residuo del conjunto de oportunidades de abajo hacia arriba. Por supuesto, preferiríamos estar totalmente o casi totalmente invertidos en todo momento como resultado de encontrar oportunidades de inversión atractivas, pero seguimos disciplinados en un mercado sobrevaluado y han demostrado (con trimestres como este) que podemos ofrecer rendimientos absolutos sólidos con menos riesgo cuando tenemos un colchón de efectivo. Nuestra historia ha demostrado que nuestro efectivo puede convertirse en inversiones rápidamente. Durante los últimos 15 años, iniciamos múltiples inversiones nuevas en el 59 % de todos los trimestres inmediatamente después de un trimestre con un 20 % o más de efectivo.

Si bien el fondo de pequeña capitalización ha generado rendimientos absolutos del 39 % desde el 31/12/18, es posible que no se haya sentido así en el camino, con el dolor de COVID en la primera mitad de 2020, respaldado por un efectivo superior al promedio. Rendimientos relativos en un mercado alcista fuerte antes y después de marzo de 2020. En la segunda mitad del año pasado, tuvimos un número inusualmente alto de empresas precalificadas en cubierta (seis nuevos calificadores, más adiciones en proceso a participaciones infraponderadas como Empire State Realty Trust) y un número inusualmente bajo de los que pudimos ejecutar por completo, con solo posiciones nuevas parciales en Everest Re y Liberty Braves. Mientras que un extremo de marzo de 2020

(cuando estábamos comprando) hizo que se sintiera difícil poseer CUALQUIER acción de pequeña capitalización, el extremo de marzo de 2021 después de una carrera histórica en el Russell 2000 durante los últimos cinco meses hace que sea siéntase audaz de NO poseer TODAS las acciones. Ahora es el momento de ser pacientes y apegarnos a nuestra disciplina de inversión de reducir el riesgo de la cartera mediante la venta de valores totalmente valorados y esperar hasta que califiquen nuevas oportunidades con un margen de seguridad adecuado, incluso si eso significa mantener temporalmente más efectivo mientras esperamos.

Hemos considerado volver a cerrar el fondo de pequeña capitalización debido a su elevado nivel de efectivo al final del trimestre, pero por el momento elegimos no hacerlo por varias razones: 1) nuestro nivel general de precio a valor (P/V) está por debajo del 70 %; 2) el múltiplo P/FCF 2022 de la cartera sigue siendo atractivo tanto en términos absolutos como relativos, como se detalla anteriormente; 3) nuestra lista en cubierta sigue siendo sólida y probablemente incluso mejor que esta vez el trimestre pasado, como detallaremos a continuación, y todavía no hemos terminado de comprar dos nuevas posiciones iniciadas este trimestre; 4) creemos que las condiciones del mercado pueden cambiar rápidamente y que podemos poner a trabajar rápidamente el saldo de efectivo actual. Con \$ 2 mil millones de activos bajo administración para finalizar el trimestre, estamos cómodamente por debajo del límite de \$ 2.5 mil millones que mencionamos cuando abrimos el año pasado, y esos \$ 2.5 mil millones son en sí mismos un porcentaje materialmente más bajo del Russell 2000 que entonces. Cualquier nuevo efectivo incremental recibido en la cartera probablemente se destinaría a evaluar las posiciones infraponderadas actuales y, en última instancia, a financiar nuestros próximos nuevos calificadores. Seguimos comprometidos a hacer lo correcto para los titulares existentes a largo plazo de Longleaf Partners Small-Cap Fund, y lo actualizaremos si cambia nuestra forma de pensar.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del primer trimestre; contribución del fondo del primer trimestre)

Lumen (40 %, 3,33 %), la compañía global de fibra, fue el principal contribuyente. Si bien las consecuencias de COVID todavía pesaron en los resultados del cuarto trimestre, la compañía se benefició de mejoras positivas en la combinación de negocios. A principios del trimestre, Lumen se apreció un 38 % en unos pocos días en medio del fenómeno de cobertura corta "Game Stop / Reddit", y recortamos la posición debido a la fortaleza del precio. Después de este rebote a corto plazo, el precio de las acciones de Lumen se apreció de manera más constante durante las últimas seis semanas del trimestre con mejores resultados.

Muchos de los peores temores del año pasado no se han materializado y la perspectiva está mejorando para el negocio principal. Seguimos creyendo que la compañía tiene múltiples formas bajo su control tanto para crecer como para obtener valor por acción, y tenemos un archivo 13D que nos permite discutir estas opciones con la compañía. La junta de Lumen, que incluye al presidente Mike Glenn de FedEx, nominado por Southeastern, y al director Hal Jones de Graham Holdings, está haciendo un buen trabajo para darse cuenta del valor oculto de Lumen y devolver el negocio al crecimiento de acciones/FCF. A pesar de su apreciación, la acción cotiza a menos de la mitad de nuestra valoración.

CNX Resources (36 %, 2,54 %), la compañía de gas natural de los Apalaches, fue otro de los principales contribuyentes. La compañía ganó \$85 millones de FCF en el cuarto trimestre y usó las ganancias para pagar deuda y recomprar acciones a un ritmo anualizado del 7%. La producción de 2021 y 2022 está cubierta a precios sólidos, y la empresa se ha orientado hacia un cupón FCF de \$1,90 por acción en crecimiento a corto plazo. Las acciones cotizan por debajo de 8x FCF antes de ajustarse a la superficie no desarrollada más lejana y la infraestructura de tuberías de la compañía. CNX es el productor de menor costo en la región y su tasa de disminución de PDP continúa mejorando, lo que significa que puede mantener o aumentar la producción futura sin gastar mucho. De manera alentadora, CNX anunció un progreso significativo en sus iniciativas ESG en el trimestre, incluido su compromiso con los informes transparentes a través de la adopción de los estándares de divulgación de información financiera relacionada con el clima (TCFD) y la Junta de Normas de Contabilidad Sostenible (SASB). Nos hemos comprometido con el liderazgo de CNX en este tema durante los últimos años y los hemos alentado a comprometerse con estos marcos de divulgación de estándares líderes en la industria. Además, la compañía formó un grupo de trabajo dedicado centrado en la reducción de emisiones futuras y aprobó un programa de medidas de desempeño que vincula la compensación ejecutiva con el cumplimiento de los umbrales de reducción de emisiones de metano durante un período de tres años.

Empire State Realty Trust (19 %, 1,23 %), el propietario de la propiedad de la ciudad de Nueva York, también contribuyó al sólido rendimiento. Los resultados trimestrales fueron resistentes, con una ocupación que se mantuvo en 80 % en un entorno desafiante y los volúmenes del observatorio del Empire State Building mejoraron lentamente mientras ganaban participación de las atracciones competidoras. La empresa recompró acciones con descuento a un ritmo anualizado del 5%. La acción todavía cotiza a un múltiplo bajo del poder de las ganancias y un descuento de más del 30 % en nuestra tasación. El CEO Tony Malkin compartió su expectativa de que el mercado deprimido de la ciudad de Nueva York se recupere en ocupación y precios a partir de 2022.

Realty (15%, 1,03%), el franquiciador de corretaje de bienes raíces residenciales, también contribuyó fuertemente. Las tarifas de franquicia aumentaron un 36% año tras año (YOY). La compañía generó \$2.22 de FCF solo en el cuarto trimestre, menos de 7 veces el precio de las acciones. El mercado nacional de viviendas unifamiliares sigue siendo muy fuerte con grandes aumentos de precios que ayudan a aumentar las tarifas de Realty. Realty también aumentó su participación de mercado, una reversión bienvenida de las pérdidas de 2020. Las ventas de títulos e hipotecas de Realty también han aumentado sustancialmente en los últimos meses. Si bien la compañía podría cotizar a corto plazo con fluctuaciones en las tasas de interés, creemos que su perspectiva a largo plazo sigue siendo brillante con un crecimiento del valor que se avecina.

de FCF asignados por una excelente administración que está alineada con los accionistas, y por la apreciación del precio de la vivienda a largo plazo combinada con el aumento futuro de la propiedad de viviendas milenarias. El final del trimestre también vio al competidor de Realogy, Compass, hacerse público en una oferta pública inicial algo decepcionante que aún lo valoraba en múltiplos de cualquier métrica comparable en la que cotiza Realogy. Creemos que una cierta disciplina de la empresa pública para Compass que conduzca a cualquier intento de centrarse en FCF en lugar del crecimiento de los ingresos a toda costa podría ser algo bueno para Realogy.

Mattel (14%, 0,87%), la empresa mundial de juguetes, también contribuyó a la rentabilidad positiva del Fondo. Las ventas del cuarto trimestre aumentaron un 10 %, con Barbie una vez más a la cabeza con un impresionante crecimiento del 18 %, American Girl un 9 % debido a la fuerza directa al consumidor, Hot Wheels un 12 % y bebés/niños pequeños un 7 %. Los márgenes también mejoraron para aumentar el EBITDA un 53 % año tras año (YoY) durante el pico estacional más importante de la compañía. La perspectiva del CEO Ynon Kreiz para 2021-23 incluye objetivos alcanzables de crecimiento de ingresos de un dígito medio y márgenes que mejoran continuamente. La monetización de IP estratégicamente importante de Mattel también se ha desarrollado bien con no menos de 25 proyectos de medios en proceso. Esperamos contribuciones significativas de estos ingresos de IP de alto margen durante los próximos años y no creemos que el mercado todavía le dé crédito a la empresa por la escala de esta oportunidad.

Actividad de la cartera

Salimos de dos negocios en el período: PotlatchDeltic y Formula One. En ambos casos, el precio de las acciones estuvo por encima de nuestro valor de tasación, a pesar de que seguimos teniendo una alta opinión de los negocios y los equipos de administración y esperamos tener la oportunidad de asociarnos con ellos nuevamente. Hemos sido propietarios de los activos de PotlatchDeltic con éxito cuatro veces en las últimas dos décadas y tenemos un gran respeto por el equipo de gestión.

Aunque la Fórmula Uno era un negocio nuevo para nosotros, nos hemos asociado con John Malone y Greg Maffei en múltiples negocios de Liberty Media y seguimos siendo socios con ellos en Liberty Braves. Recortamos seis participaciones adicionales, aprovechando la solidez de los precios para gestionar el tamaño de las posiciones en empresas que cotizan a una relación precio-valor más alta.

Compramos dos nuevos negocios, los cuales permanecen sin revelar ya que todavía estamos llenando las posiciones. Una es una empresa que conocemos bien y poseemos en otras carteras y recientemente se volvió lo suficientemente barata como para volver a ser una nueva compra. El segundo es un

empresa de atención médica que es nueva para nosotros, pero donde tenemos un equipo de gestión alineado con un historial superior de creación de valor a largo plazo.

Nuestro equipo ha trabajado arduamente para evaluar nuevos negocios en múltiples sectores, incluidos el cuidado de la salud, los productos de consumo y la infraestructura. Nuestra lista en cubierta sigue siendo mejor de lo que esperaríamos para un mercado en este nivel agregado, ya que las nuevas empresas se han mudado, pero algunas se han ido. No hay "temas" amplios que impulsen nuestras nuevas incorporaciones, sino cosas únicas que se nos presentan a medida que avanzamos en la lista día a día. Por ejemplo, estamos trabajando en dos compañías de Internet/software mal entendidas que están siendo castigadas temporalmente debido a una combinación de comportamiento cíclico de la industria y excesos a corto plazo específicos de la compañía; hemos encontrado dos empresas de servicios inmobiliarios que comercian con descuentos frente a pares potencialmente inferiores; estamos observando de cerca una empresa de medios/entretenimiento de la que hemos sido dueños anteriormente. Podemos ver varias formas de tener un segundo trimestre y el resto del año igualmente productivos en la generación de nuevos nombres. También tenemos varias participaciones existentes más cercanas a las compras que a las ventas con las ponderaciones de cartera actuales.

panorama

Estamos entusiasmados con las oportunidades de empresas específicas en nuestra cartera y en nuestra lista disponible, pero también destacaríamos algunas fuentes potenciales adicionales para las "acciones de valor" del mañana. Si bien más dinero en fondos indexados o ETF temáticos puede levantar muchos barcos en los buenos tiempos, inevitablemente habrá malos tiempos cuando todos estos bajen juntos, lo que llevará a que algunas compañías de alta calidad dentro de este grupo sean malinterpretadas, y luego obtendremos una oportunidad de poseerlos. Esa declaración podría aplicarse más a algunas de las partes del mercado de mayor vuelo, por lo que también señalaríamos con esperanza algunas de las partes del mercado de productos de consumo más aburridas. La sed de seguridad percibida a través de la baja volatilidad creció en los últimos años junto con tasas de interés más bajas / múltiplos más altos, amplificada por un golpe único de COVID que ayudó aún más a ese grupo. Hemos sido dueños de muchas empresas de bienes de consumo de alta calidad antes, pero esperamos una perspectiva más dura a corto plazo para estos "lugares para esconderse". Esperamos que esto eventualmente se traduzca en más oportunidades para inversores de valor a largo plazo como nosotros en mejores múltiplos.

La mejor manera en que podemos agradecer a nuestros clientes por su asociación a largo plazo es con buenos rendimientos absolutos, por lo que nos complace comenzar el año como lo hemos hecho. no creemos esto

es un bache. El valor ha superado el crecimiento en más del 85 % de los períodos de 10 años consecutivos a lo largo de la historia registrada. Los datos respaldarían que es más probable que simplemente comencemos después de un período difícil más largo de lo habitual. También nos gusta cómo se posiciona nuestra cartera única frente a un administrador de valor activo promedio o ETF. No poseemos ninguno de los extremos de 1) acciones bancarias opacas e indiferenciadas o 2) "compuestos" que son excelentes cualitativamente pero que no están infravalorados y, por lo tanto, tienen un margen de seguridad mínimo o nulo. Nuestra cartera cuidadosamente seleccionada tiene mucho más espacio para crecer, y nuestras tenencias de efectivo proporcionarán un amortiguador frente a los mercados sobrevaluados y luego se convertirán en nuestros próximos grandes calificadores.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

La relación precio-flujo de caja libre (P/FCF) es un método de valoración que se utiliza para comparar el precio actual de las acciones de una empresa con su flujo de caja libre por acción.

Una IPO es una oferta pública inicial, que se refiere al proceso de ofrecer acciones de una corporación privada al público en una nueva emisión de acciones.

Los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) son un conjunto de estándares para las operaciones de una empresa que los inversores socialmente conscientes utilizan para evaluar posibles inversiones.

La divulgación financiera relacionada con el clima (TCFD) es una referencia al Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima, una organización establecida con el objetivo de desarrollar un conjunto de divulgaciones voluntarias de riesgos financieros relacionados con el clima que pueden adoptar las empresas para que puedan informar inversores y el público sobre los riesgos a los que se enfrentan en relación con el cambio climático.

La Junta de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB) es una organización independiente sin fines de lucro que establece estándares para guiar la divulgación de información de sostenibilidad financieramente significativa por parte de las empresas a sus inversores.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

Una SPAC es una empresa de adquisición de propósito especial.

Los NFT son tokens no fungibles. Los NFT son activos criptográficos en blockchain con códigos de identificación únicos.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

El flujo de caja descontado (DCF) es un método de valoración utilizado para estimar el atractivo de una oportunidad de inversión. El análisis DCF utiliza proyecciones futuras de flujo de caja libre y las descuenta para llegar a una estimación del valor actual, que se utiliza para evaluar el potencial de inversión.

Al 31 de marzo de 2021, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 12,7 %; realogía, 6,5%; Recursos CNX, 6,4%; Mattel, 6,2%; Empire State Realty, 5,7%; Lazard, 4,6%; Graham Holdings, 4,6%; Eastman Kodak, 4,5%, LANXESS 4,3% y Hyatt Hotels, 4,1%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001180

Vence el 31/07/2021

15 de enero de 2021

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

4T20

Longleaf Partners Small-Cap Fund añadió un 17,56 % en el cuarto trimestre en relación con el Russell 2000, que rindió un 31,37 %. Los resultados absolutos de este trimestre tomaron año hasta la fecha rendimiento en territorio positivo, sin embargo, el rendimiento del 4,14 % del Fondo quedó por debajo del rendimiento del 19,96 % del Índice durante el año. El rendimiento de 2020 fue una historia de dos mitades, con el Fondo con un rendimiento inferior en la primera mitad, abrumadoramente impulsado por el miedo al COVID-19 y la volatilidad del precio de las acciones, y con un rendimiento superior en la segunda mitad (incluso teniendo en cuenta el déficit relativo del 4T), ya que muchos primeros primeros los detractores de la mitad se recuperaron significativamente. En el primero seis meses del año, vendimos seis empresas donde tanto la calidad comercial a largo plazo y la capacidad de la gerencia para atacar se vio significativamente afectada por COVID. Las pérdidas en estas empresas que vendimos representaron la mayoría de la relativa brecha de desempeño para el año, pero los seis nuevos negocios de alta calidad que compramos ya han sido contribuyentes positivos significativos en conjunto. No mantuvimos las empresas de biotecnología que dominaron los rendimientos del índice en el 4T y 2020 en 31 % y 49 %, y el efectivo más nuestra participación más grande, Lumen, pesaron más en el rendimiento relativo. Casi todas las empresas de la cartera fueron positivas en el 4T, con tres cuartas partes de nuestras participaciones produciendo rendimientos de dos dígitos. El rápido rally en la segunda mitad resultó en

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/12/20): desde el inicio (21/2/89): 10,46 %, diez años: 10,19 %, cinco años: 8,87 %, un año: 4,14 % .

Rendimiento total anual promedio para el Russell 2000 (31/12/20): desde el inicio (21/2/89): 9,84 %, diez años: 11,20 %, cinco años: 13,26 %, un año: 19,96 %. Rendimiento total anual promedio para el valor Russell 2000 (31/12/20): desde el inicio (21/2/89): 10,15 %, diez años: 8,66 %, cinco años: 9,65 %, un año: 4,63 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2020, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.93%.

elevó el efectivo, ya que recortamos o vendimos a los de mejor desempeño y tuvimos menos oportunidades nuevas que calificaron desde una perspectiva de precio. El rendimiento inferior debido a lo que no poseemos es frustrante, pero estamos seguros de que no parecerse al índice puede generar un rendimiento superior sólido y diferenciado a largo plazo.

2020: un año en revisión

2020 ha sido un año duro que la humanidad quisiera olvidar por muchas razones. Desde la perspectiva del mercado de valores, los primeros dos meses del año se sintieron como una continuación de la última década o más de rendimientos de índices impulsados por el impulso en la mayoría de los mercados globales (con la notable excepción de Asia, que se vio afectada por COVID-19 a principios de el año). El pánico del mercado históricamente repentino que se desarrolló en los mercados globales en marzo ocurrió tan rápido, y la Reserva Federal y el Tesoro intervinieron tan rápido, que muchos inversionistas en los mercados de acciones y bonos nunca se dieron cuenta de la realidad. Esta congelación inicial podría medirse mejor por una sorprendente falta de grandes salidas de fondos cotizados en bolsa (ETF) en marzo y abril, cuando en realidad hubo miles de millones de entradas que no se veían tan diferentes al mes promedio en los últimos años. . Después de que el pánico inicial del mercado disminuyó y la mayoría de las personas se encontraron trabajando desde casa con mucho más tiempo disponible, el resto del año vio cómo la búsqueda de impulso alcanzaba un nivel completamente nuevo, con lo que había estado subiendo antes de marzo. alturas

Noviembre de 2020 vio la mayor cantidad de entradas de ETF de acciones de EE. UU. para cualquier mes durante los últimos 10 años.

En nuestra carta del primer trimestre de abril, dimos una nota de relativo optimismo con nuestra opinión de que los extremos del 1T no durarían para siempre y que podríamos esperar que el mercado comience a descontar un mundo más "normal" para fin de año. Sin embargo, los mercados cambiaron mucho más rápido de lo que hubiéramos anticipado. A medida que avanzaba el año, hemos sido testigos y hemos escrito extensamente sobre los sectores especulativos de la tecnología de la información y la atención médica, el ansia del mercado por la calidad a cualquier precio, las SPAC (sociedades de adquisición con fines especiales), las OPI (ofertas públicas iniciales) e incluso bitcoin (usted ¡Sepa que las cosas están rodando cuando Bitcoin entra en la conversación!). Todos son materialmente más altos ahora que cuando los mencionamos por primera vez en nuestras cartas 2T y 3T. Esta noticia puede ser desalentadora a corto plazo, pero creemos que es excelente para nuestros posibles rendimientos, especialmente en términos relativos, como escribimos en nuestro artículo ["Por qué creemos que el valor volverá a funcionar"](#) en diciembre. Si bien "WWB" se centró en la gran capitalización de EE. UU., incluimos a continuación una actualización de la tabla más importante del artículo (con datos comparables de pequeña capitalización de EE. UU.), que

destaca que podríamos ver un rendimiento superior significativo si simplemente ajustamos los múltiplos P/E (precio a ganancias) de 2022 a niveles ligeramente más normales:

Rendimientos implícitos basados en varios supuestos de P/E

	2022 PER		Cambiar	Rendimiento de P/U Cambio
	Suposición actual			
Russell 2000	17.1	16.7	-0.4	-2%
Russell 2000 Crecimiento	22.4	20.0	-3.4	-14%
Russell 2000 Valor	13.7	14.3	+0.6	+4%
Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners*	11.4	14.3	+2.9	+25%

Los resultados y el rendimiento reales de la inversión no están garantizados

*Precio usado para fondos ajustados de operaciones, una medida financiera que ajusta los fondos de operaciones (FFO) para deducir los gastos recurrentes normalizados y usar la línea recta de las rentas

Una cosa que nos gustaría enfatizar en previsión de preguntas sobre esta pieza y la tabla de rendimientos implícitos en particular es que pagar un múltiplo bajo no significa automáticamente que está comprando algo de "baja calidad". Tampoco pagar un múltiplo bajo es una reliquia de la época anterior a las computadoras, y ahora se han eliminado todas las ventajas de esta "estrategia". En el año 2000 e incluso en 1987, hubo una gran cantidad de selección y negociación de acciones impulsada por computadora. Creemos que pagar un múltiplo bajo puede ser realmente una gran cosa tanto cualitativa como cuantitativamente, ya que significa que está obteniendo una oportunidad gratuita para un futuro más brillante de lo que espera el mercado. Dicho de otra manera, baja el nivel de sorpresas al alza que son difíciles de poner en una hoja de cálculo. Mire hacia atrás a la década de 2010, cuando pudimos comprar grandes negocios con descuento como Dreamworks, Texas Industries y GCI Liberty (que vendimos en julio con una ganancia del 81 % en solo dos años) que ahora, una vez más, gozan de gran consenso. Tenemos que esforzarnos por recordar cuán existencial era el odio del mercado hacia esas empresas en ese entonces.

La clave cuando se paga un múltiplo bajo es elegir un negocio que mejore la producción de efectivo a largo plazo y grandes socios que asignen grandes cantidades de flujo de caja libre (FCF) desde una posición de solidez del balance. Tampoco necesitamos que el FCF se informe claramente hoy, ya que estamos más que dispuestos a invertir en empresas de TI o de atención médica que están invirtiendo hoy a través de los estados de ingresos y flujo de caja para impulsar el crecimiento del mañana. También nos complace poseer empresas cíclicas en el momento adecuado del ciclo si su valor crece a largo plazo. Pero el precio importa mucho,

y los múltiplos de ingresos para muchos de los favoritos de TI y atención médica hoy en día están fuera de los gráficos en comparación con el pasado. También hemos visto muchos valores cíclicos de pequeña capitalización recuperarse demasiado en el cuarto trimestre, incluso si todavía no están produciendo mucho FCF. Por el contrario, no nos importa un cupón FCF grande y evidente hoy si será significativamente más bajo en los años venideros. En los raros casos en la cartera en los que existe un riesgo de "cubo de hielo derretido" como este, nuestros socios de administración (ayudados por nuestro compromiso) están tomando las medidas correctas para asignar el capital de manera inteligente para conducir a un FCF/acción consolidado más alto en los años para venir. Curiosamente, aproximadamente un tercio de las acciones en Russell 2000 tienen ganancias por acción (EPS) negativas estimadas para los próximos dos años, y las compañías de biotecnología extremadamente difíciles de valorar que se han apreciado más del 50% este año constituyen una gran parte de este grupo. Si bien también poseemos algunas empresas con ganancias negativas proyectadas para 2021 y 2022, creemos que es muy probable que tengan FCF positivo en los años posteriores a la COVID y, por lo tanto, operen con algunos de los múltiplos P/FCF a largo plazo más bajos de nuestra cartera. Nuestro grupo de personas sin ingresos a corto plazo de alta calidad también tiene fosos definibles que han producido un amplio FCF anteriormente (a diferencia de las personas sin ingresos de altos vuelos de Russell 2000) y equipos de gestión que están tomando las medidas necesarias para llevar adelante la realización del valor.

COVID nos enseñó a todos muchas lecciones. Admitimos que es posible que hayamos sido demasiado complacientes frente al riesgo de pandemia desde el principio, ya que nuestra visión de nuestro equipo en Asia (donde el virus se ha mitigado en gran medida con éxito, en contraste con la mayoría de los demás países del mundo) y nuestra experiencia colectiva con SARS (que fue una oportunidad para nuestro International Fund), Bird Flu (que estudiamos extensamente cuando éramos propietarios de Yum Brands en Longleaf Partners Fund y Longleaf Partners International Fund, y Yum China, propiedad de Longleaf Partners International Fund y Longleaf Partners Global Fund) y el ébola (que afectó las operaciones africanas de Vivendi, mantenidas en Longleaf Partners Fund, Longleaf Partners International Fund y Longleaf Partners Global Fund) nos dieron la falsa confianza de que los temores de una pandemia eran exagerados. Pero esta vez realmente fue diferente, y una vez que reconocimos a COVID como el evento único en un siglo que es, actuamos con rapidez y prudencia para volver a suscribir nuestras tenencias y actualizar la cartera en consecuencia.

En los primeros tres trimestres, vendimos la mayoría de nuestros peores resultados, cuyos valores de tasación a largo plazo se vieron afectados permanentemente por el COVID: Dillard's, Neiman Marcus, Park Hotels, Enerpac, ViaSat y OCI. Mejoramos el portafolio con nuevos

posiciones en Hyatt Hotels, Lanxess, Univar Solutions y Liberty Braves Group, que pasaron a ser fuertes contribuyentes durante el año. Todas estas empresas se recuperaron significativamente de nuestra compra inicial y (con la excepción de Univar, que vendimos) ofrecen una ventaja significativa adicional a partir de aquí. Más recientemente, iniciamos nuevas posiciones en Summit Materials y Everest Re, las cuales hemos tenido exitosamente antes y conocemos bien. También nos aferramos a algunos detractores de la primera mitad que sufrieron un impacto negativo a corto plazo relacionado con COVID, pero donde vemos un potencial significativo al alza. Estos han tenido un éxito mixto en el precio de las acciones hasta el momento, con Kodak, Mattel y Realogy entre los mejores del año después de obtener más del 80 % cada uno en la segunda mitad, en comparación con Lumen, que había silenciado los rendimientos de la segunda mitad y sigue siendo uno de los principales detractores para el año. La noticia muy alentadora es que el equipo de administración de Lumen está tomando medidas que están bajo su control para que nos paguen más temprano que tarde, y analizamos ambos en más detalle a continuación. Si bien las decisiones de cartera discutidas anteriormente afectaron el rendimiento absoluto y relativo a corto plazo, creemos que nos han posicionado para obtener un rendimiento más sólido en los años venideros.

Nuevos Riesgos

Hay al menos tres áreas, como el riesgo de pandemia, en las que el mercado se ha vuelto más complaciente, pero esperamos que nosotros no: la inflación, la regulación y los impuestos. La respuesta de primer orden a la inflación es lo que recordaría de las cartas anuales de Berkshire en los años 70 y 80: poseer grandes negocios con poder de fijación de precios. Somos dueños de muchos de esos, pero muchos inversionistas que manejan "compuestos" en la zona de 25x+ P/E también poseen grandes negocios. El problema para esos compuestos sobrevaluados es que una tasa de descuento nominal más alta puede reducir los múltiplos mucho más dramáticamente para estos grandes que para nuestras inversiones que ya estaban en desuso, por ejemplo, el P/E del mercado de un solo dígito medio-alto de 1982 como un caso extremo del que era difícil escapar para cualquier empresa. Ya poseemos una gran cantidad de P/E de un dígito y de dos dígitos bajos que aumentarán sus ganancias en este mundo, pero es un largo camino hasta un múltiplo de 20x (o inferior) más razonable para los favoritos del mercado. Por otro lado, para los inversores de valor que poseen bancos (que han tenido un buen desempeño en el cuarto trimestre de 2020 con la esperanza de que las tasas de interés más altas aumenten a corto plazo).

EPS), podría haber dolor por venir. Históricamente, la inflación es mucho más amable con los prestatarios que con los prestamistas, y la mayoría de los bancos son en gran medida un montón de préstamos sin liquidez contra depósitos más líquidos (y menos diferenciados que nunca, gracias a la tecnología).

La regulación también es como la inflación en el sentido de que muchos participantes del mercado hoy en día no estaban presentes cuando más importaba. Siempre está el regreso: "Mira qué tan bien se desempeñaron los descendientes de Standard Oil y AT&T después de sus rupturas forzadas". No cuestionamos su desempeño posterior, pero ambos se beneficiaron de un mayor enfoque en sus descendientes, lo que condujo a recortes de costos y eficiencia de capital, además, ambos montaron sus respectivas oleadas de autos, lo que llevó a una mayor demanda de petróleo y a la creciente demanda de información que ayuda a todo. telecomunicaciones También es importante que los descendientes de estos dos megas en realidad no se vieron afectados por nuevas regulaciones importantes después de la ruptura. Por lo tanto, advertimos a las grandes tecnológicas, las grandes empresas de atención médica y los alcistas de los grandes bancos que si las armas bipartidistas globales reales se vuelven contra ellos, ya que continúan siendo ampliamente impopulares y al mismo tiempo altamente rentables, sus próximos 10 años podrían parecerse más a los de IBM después. los '70, Microsoft después de los '90 o, remontándonos más atrás, las utilities' después de los '20 y los ferrocarriles' hasta la desregulación en los 80. Además, los reguladores envalentonados aún podrían tener algunos asuntos pendientes de la crisis financiera mundial para asegurarse de que las grandes entidades financieras no se vuelvan demasiado grandes para fallar nuevamente. Esto no puede ser bueno para las ganancias de ciertas grandes empresas, o tal vez incluso para todo el concepto de indexación, que comprende más del 50 % de la mayoría de los mercados globales cuando se mide para incluir ETF y "indexadores de armario", o los llamados administradores activos. con una participación activa de <75%.

Las tasas impositivas han estado disminuyendo en la mayoría de los países durante décadas. Si bien extrañamos ser dueños de muchos de los mayores ganadores de los recortes de impuestos de la era Trump, las tasas de impuestos corporativos no son un seguro para subir más este año o el próximo. Sin embargo, el panorama político de EE. UU. se ve diferente a raíz de las elecciones, y se necesitan muchos más ingresos del gobierno a largo plazo para pagar la factura de la guerra contra el COVID. Lo que podemos decirle es que nuestro Fondo está posicionado de manera fiscalmente ventajosa desde aquí. Small-Cap Fund tiene actualmente más de \$250 millones de pérdidas fiscales realizadas que se pueden utilizar para compensar futuras ganancias. Por supuesto que no estamos orgullosos de estar en esta posición, pero lo más importante para el futuro serán los rendimientos después de impuestos de aquí. Cada vez parece más que algunos inversionistas ven a los ETF como una alternativa mágica y libre de impuestos a las distribuciones de impuestos anuales de los fondos mutuos. Pero no existe tal cosa como un almuerzo libre de impuestos. Un gran artículo en Tax Notes el año pasado tituló bien el fenómeno: "ETFs as Tax Dialysis Machines". No puede mantener con éxito solo a sus ganadores y solo vender a sus perdedores para siempre, incluso si regar las flores en lugar de las malas hierbas es una buena estrategia si poda las flores cuando sea el momento adecuado. Con el pasivo convirtiéndose en una parte más grande del mercado, las lagunas (¿alguien realmente piensa que las "canastas de creación y redención" están a salvo del IRS para siempre?) Que se han beneficiado

Los ETF no se mantendrán para siempre, y si los inversores alguna vez se apresuran a salir de los ETF (una vez más, marzo de 2020 fue demasiado rápido para que esto sucediera a lo grande), las cosas podrían ponerse feas en este frente.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión de 2020, contribución del Fondo de 2020; retorno de la inversión del 4T, contribución del Fondo del 4T)

Eastman Kodak (79 %, 11,21 %; 3 %, 0,37 %), la compañía de tecnología global centrada en productos químicos e impresión, fue, con mucho, el mayor contribuyente del año. A pesar del daño causado por las interrupciones de COVID en su canal de ventas, la compañía mantuvo un EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) de equilibrio y un FCF positivo en el último trimestre con un excelente control de costos. Los ingresos mejoraron secuencialmente con un repunte gradual. El CEO Jim Continenza ha realizado un trabajo increíble este año para mejorar las ofertas de productos y devolver el negocio a una rentabilidad sostenible. El precio de las acciones fue extremadamente volátil este verano a raíz del anuncio de julio de un posible préstamo del gobierno de EE. UU. por \$ 765 millones para producir ingredientes para una variedad de medicamentos genéricos. Si bien este acuerdo gubernamental puede haber desaparecido posteriormente, los activos físicos, los conocimientos químicos, el historial de fabricación de ingredientes y la necesidad nacional aún están vigentes. El negocio de licencias de Kodak continúa funcionando silenciosamente, produciendo enormes márgenes. Como se discutió con más detalle en nuestra carta 3T [aquí](#), salimos de nuestra pequeña posición en acciones ordinarias el día que se anunció el acuerdo y luego trabajamos con la empresa para convertir nuestros bonos convertibles en acciones ordinarias en el transcurso de los días siguientes, que posteriormente vendimos para aprovechar la apreciación del precio y reducir una posición sobredimensionada. El precio de conversión de los bonos fue de \$3,10, y el precio de salida promedio realizado de esas acciones ordinarias fue (aproximadamente) \$11. Hoy la empresa tiene muy poca deuda neta y capacidad revolvente sin explotar. La exposición restante del Fondo proviene de acciones preferentes, que representaban el 10 % de la cartera a finales de año, y Kodak posee la solidez del balance para liquidarlas inmediatamente.

Mattel (29 %, 2,50 %; 49 %, 3,22 %), la compañía global de juguetes y medios, tuvo un desempeño sólido durante el año y la mayor contribución en el trimestre. El tercer trimestre de la compañía fue excelente en todos los ámbitos. El resurgimiento de Barbie continuó con un crecimiento del 30 %, lo que llevó a que los ingresos consolidados de Mattel aumentaran un 10 %. Los márgenes brutos se expandieron en

400 puntos básicos, y el EBITDA del trimestre fue notablemente alto en \$ 470 millones (para una empresa de vehículos eléctricos de \$ 8,6 mil millones), en parte debido al cambio de gasto en publicidad hacia el final del año. Mattel generalmente obtiene todas sus ganancias anuales durante la temporada alta de vacaciones del cuarto trimestre, y esperamos otro excelente desempeño secuencial que resulte en más de \$100 millones de FCF para el año. El director ejecutivo, Ynon Kreiz, ha logrado mejoras extraordinarias en los ingresos, los gastos y la cultura desde que asumió el cargo en 2018. Este año, la empresa reaccionó al cierre de tiendas en marzo con un giro rápido y exitoso hacia las ventas de comercio electrónico. Mattel también ha seguido desarrollando sus activos de propiedad intelectual con 10 largometrajes en desarrollo, así como más de 25 proyectos de televisión y videojuegos. Estos proyectos de alto margen aún no han comenzado a impulsar los resultados financieros de la empresa y deberían resultar transformadores en los próximos años. En el entorno de COVID, Mattel trabajó para fabricar PPE para donar a profesionales médicos y lanzó una colección "Thank You Heroes" con todas las ganancias netas donadas a First Responders First. La compañía otorgó subvenciones a Feed the Children y Save the Children y donó materiales de arte, juegos y juguetes a estudiantes necesitados.

CNX (22%, 2,22%; 14%, 0,95%), la compañía de gas natural, fue un fuerte contribuyente durante el año, luego de haber sido señalado en nuestra carta de fin de año de 2019 como un "niño problemático". La compañía reportó un fuerte flujo de caja libre y un crecimiento en EBITDA en la primera mitad. Además de su desempeño absoluto positivo, CNX ha sido un fuerte contribuyente relativo frente al S&P 500, para el cual Energía fue, con mucho, el sector con peor desempeño en el año. En octubre, Bloomberg informó que el vecino de los Apalaches, EQT, se acercó a CNX con una oferta de fusión. El director ejecutivo Nick Deluiliis y el presidente Will Thorndike se centran en el valor por acción de su empresa y harán lo correcto para los accionistas. CNX tiene el potencial de pagar la deuda con su FCF cubierto y reanudar las recompras para aumentar el FCF/acción durante un mercado bajista de energía extremo.

Lanxess (45 %, 2,22 %; 34 %, 1,53 %), la empresa alemana de especialidades químicas, también tuvo un desempeño destacado en el año. COVID tuvo un gran impacto en el precio de las acciones a principios de año, pero no en el valor comercial final. La dirección aprovechó la debilidad de los precios a corto plazo y lanzó un programa de recompra de acciones, al mismo tiempo que compraba personalmente en el mercado abierto. La gerencia de Lanxess demostró su confianza en el negocio al continuar pagando el dividendo regular y brindando orientación, mientras que la mayoría de los pares se retiraban. Una prueba más de su filosofía contraria y de la

La solidez de la empresa se destacó con una activa campaña de fusiones y adquisiciones. El balance se mantiene en excelente forma con 3.000 millones de euros de liquidez. Lanxess ha vendido exitosamente JV Currenta y varios negocios secundarios, completando el programa de enajenación de negocios secundarios. La exposición a Auto OEM se ha visto afectada, pero se recuperó en el tercer trimestre en los EE. UU., aunque no a los niveles anteriores a COVID. A lo largo del año, el CEO Matthias Zachert ha seguido buscando activamente oportunidades de fusiones y adquisiciones y ha insinuado que se están preparando algunas cosas. Zachert y su equipo continúan demostrando que el Lanxess heredado, cíclico y de menor calidad se fue hace mucho tiempo.

Hyatt Hotels (25 %, 1,62 %; 39 %, 1,68 %), la compañía hotelera mundial, fue otro de los mejores en el año y en el trimestre, incluso cuando los ingresos por habitación disponible (REVPAR) en todo el sistema cayeron un 70 % en el año -más de un año ante el COVID. La empresa está bien posicionada para capear el temporal, con más de tres años de liquidez al ritmo actual de consumo de efectivo durante la pandemia. Esperamos que el negocio vuelva a ser rentable en el próximo año o dos a medida que las vacunas ayuden a impulsar una recuperación en los viajes globales. La cantidad global de habitaciones de Hyatt aumentó en un 4% neto este año, y 2021 y 2022 deberían ver un crecimiento continuo que supere a sus pares más grandes. Cuando el mercado de transacciones de hoteles se recupere, Hyatt planea reanudar la venta de más de mil millones de dólares de sus propiedades.

El valor de la compañía proviene principalmente de sus ingresos por tarifas de franquicia, una anualidad menos cíclica y de alto margen en el crecimiento a largo plazo de los viajes de lujo a nivel mundial. El director general Mark Hoplamazian y el equipo directivo se desempeñaron admirablemente este año para superar los extraordinarios desafíos de la industria.

Empire State Realty Trust (ESRT) (-15 %, 0,11 %; 52 %, 2,32 %), el propietario de la propiedad de la ciudad de Nueva York, fue otro de los principales contribuyentes en el trimestre. Las acciones casi se duplicaron en un mes en el cuarto trimestre tras el anuncio de la eficacia de la vacuna COVID de Pfizer. COVID ha presentado nuevos desafíos para el mercado de oficinas de la ciudad de Nueva York, pero creemos que están más que reflejados en el precio aún con grandes descuentos de las acciones. El espacio de oficinas del Empire State Building está ocupado en un 88 %, la compañía recompró algunas acciones cuando estaban muy baratas a principios de este año, y un sólido balance permitirá que el director ejecutivo propietario-operador, Tony Malkin, se ponga a la ofensiva de manera oportunista si sus pares atraviesan dificultades financieras. Los visitantes del Observatorio del Empire State Building, un excelente generador de dinero en tiempos normales, son mínimos, pero es probable que comiencen una fuerte recuperación en 2021.

Realty Holdings (36 %, 1,47 %; 39 %, 1,83 %), el franquiciador de corretaje de bienes raíces residenciales, fue uno de los principales contribuyentes en el trimestre y tuvo un desempeño sólido durante el año, luego de comenzar el año como uno de los principales detractores en el 1T. La compañía generó más de \$3 de FCF en el último trimestre (frente a un precio de acción de \$14). Los ingresos por tarifas de Realty se han beneficiado de los recientes aumentos repentinos en las ventas y los precios de las viviendas a nivel nacional. Realty superó el crecimiento de volumen interanual del 23 % de la industria con un excelente trimestre del 28 % después de un retraso anterior. El caso bajista ha argumentado que los iBuyers y otros nuevos modelos digitales interrumpirán rápidamente a los corredores humanos de Realty y sus tarifas tradicionales de toma de tarifas, pero no hay signos de obsolescencia a corto plazo. El CEO Ryan Schneider ha manejado bien la empresa a través de un año desafiante y, más recientemente, utilizó el fuerte FCF de la empresa para pagar la deuda neta hacia un nivel más sostenible de deuda neta/EBITDA de 4.0x.

Neiman Marcus (-69 %, -4,51 %; --, --), el minorista de artículos de lujo, fue el mayor detractor del año y salimos de nuestra posición en los bonos de la empresa en el segundo trimestre. Cuando inicialmente compramos la posición, esperábamos que los ingresos de Neiman se recuperaran positivamente y creíamos que una posible fusión con Saks sería beneficiosa para ambos minoristas. Después de entrar en el bloqueo de COVID con demasiada deuda de su patrocinador de capital privado, Neiman se declaró en bancarota en mayo. Los bonos mantuvieron su valor, en parte debido a la subsidiaria de comercio electrónico propiedad de Neiman, MyTheresa, pero salimos de la posición para reasignarlos a oportunidades con un mayor margen de seguridad y mayor potencial de crecimiento.

Park Hotels and Resorts (-70 %, -3,68 %; --, --), propietario de grandes propiedades de convenciones y resorts, fue otro de los principales detractores del año. Park vio que sus niveles de ocupación alcanzaron mínimos sin precedentes en el 1T debido a la reducción de viajes y cancelaciones de conferencias como resultado de COVID. Vendimos la compañía a fines del 1T, principios del 2T, ya que nuestra evaluación a largo plazo del negocio se vio afectada de manera permanente. El modelo 100 % propiedad de Park Hotels, así como su enfoque en conferencias y reuniones grupales y trofeos en Hawái, que habíamos visto como ventajas competitivas clave dentro de nuestro caso original, se convirtieron en lugares muy difíciles para estar. el entorno actual. Vendimos la compañía y la cambiamos de manera efectiva por la mejor combinación de tarifas y activos propios de trofeos de Hyatt. La mayor parte del valor de Hyatt proviene de tarifas de franquicia de capital reducido, cuyo mantenimiento requiere menos gastos, particularmente durante este año de crisis de la industria. Preferimos la estabilidad y la fortaleza del balance de Hyatt a Park en el punto álgido de la incertidumbre de COVID.

Dillard's (-48%, -2,80%; --, --), la tienda por departamentos, restó valor en el año. Habíamos sido dueños de la empresa con éxito durante una recesión anterior y sentimos que estábamos pagando un múltiplo bajo de un dígito medio en FCF estable con un gran equipo de administración a cargo cuando iniciamos la posición por primera vez en 2019. Nuestro caso fue respaldado por el potencial para que la gerencia monetizara parte de la valiosa huella de bienes raíces minoristas propiedad de la compañía para usos más altos y mejores. Sin embargo, los confinamientos por el COVID afectaron permanentemente estos valores, así como la capacidad de la empresa de pasar a la ofensiva con la recompra de acciones, a pesar de los grandes esfuerzos del director ejecutivo Bill Dillard durante la crisis. Vendimos nuestra posición en el segundo trimestre cuando se cerró la brecha de precio-valor y nuestro caso había cambiado sustancialmente.

Lumen (-19 %, -2,42 %; -1 %, -0,19 %), la compañía de telecomunicaciones de fibra antes llamada CenturyLink, fue uno de los principales detractores del año y el único (leve) detractor en el cuarto trimestre. Durante el último trimestre, los ingresos de fibra empresarial crecieron un 0,8 % año tras año, los ingresos internacionales y globales disminuyeron un 2,6 % y las pequeñas y medianas empresas (PYMES) se contrajeron un 5,8 % debido a las repercusiones del COVID. Sin embargo, los márgenes aumentaron ligeramente debido a los fuertes controles de costos del CEO Jeff Storey y el CFO Neel Dev. A pesar de un desapalancamiento significativo en los últimos dos años y múltiples emisiones de deuda este año a tasas de interés de un dígito bajas a medias, las acciones cotizan a un múltiplo increíblemente bajo de <5x FCF. Creemos que Lumen puede crecer si continúa invirtiendo en fibra, lo que debería compensar su negocio heredado de líneas fijas de cobre en declive. Numerosas transacciones importantes recientes para pares de fibra con múltiplos de EBITDA de dos dígitos y pares de telefonía fija con múltiplos de EBITDA de medio dígito también sugieren que Lumen podría monetizar varios de sus segmentos a buenos precios mucho más allá de su capitalización de mercado total actual. Hemos intensificado nuestro compromiso con la empresa y firmamos un acuerdo de confidencialidad (NDA) el mes pasado, por lo que lamentablemente no podemos decir más que "estén atentos".

Enerpac (-46%, -2,32%; --, --), la empresa de herramientas industriales antes llamada Actuant, restó rendimiento en el año. Si bien la compañía finalmente completó su transición a un negocio de herramientas de juego puro a fines de 2019, enfrentó desafíos de COVID en ciertos mercados verticales como petróleo y gas en 2020. También concluimos que era poco probable que la administración monetizara los activos (o vendiera el negocio completo) en un precio creciente, por lo que vendimos nuestra posición para pasar a mejores oportunidades.

ViaSat (-50 %, -2,29 %; --, --), la empresa de comunicaciones por satélite, también fue una de las principales detractoras este año. Salimos de nuestra posición en septiembre con una pérdida moderada, pero con un costo de oportunidad a más largo plazo después de seis años de propiedad. En el transcurso de nuestra tenencia, ViaSat redujo su rotación de suscriptores residenciales y elevó los precios, como originalmente habíamos creído que sucedería. Su negocio gubernamental aumentó considerablemente los ingresos y las ganancias, y ViaSat Inflight firmó más de 2000 aviones. Pero la empresa no producirá FCF positivo durante varios años más debido a las demandas de inversión en curso de sus satélites de próxima generación y otras decisiones de asignación de capital. Las amenazas difíciles de cuantificar de los nuevos participantes han surgido de la talla de un SpaceX aún cuestionable pero ahora bien financiado y una constelación de Amazon más lejana. También hemos estado en desacuerdo con la administración sobre ciertos elementos durante nuestro período de tenencia. Hay una amplia gama de resultados a partir de aquí para el negocio, pero sentimos que podíamos desplegar el capital en otra parte con menos riesgo.

Actividad de la cartera

Nuestra lista disponible alcanzó su punto máximo (y el efectivo cayó) este año a fines del primer trimestre, cuando encontrábamos más oportunidades de inversión nuevas que efectivo disponible en la cartera, tanto que reabrimos el Fondo por primera vez en dos décadas. Si bien el equipo de investigación ha estado ocupado analizando múltiples ideas nuevas este año, la lista de inversiones que califican se redujo a medida que los precios de las acciones subieron en todos los ámbitos. Como escribimos en nuestra carta del 3T, estábamos excepcionalmente cerca de múltiples inversiones nuevas (seis fueron examinadas por completo en nuestra lista en cubierta antes del 4T) y esperábamos poner ese efectivo a trabajar. Si bien pudimos iniciar dos nuevas posiciones parciales, en Summit Materials y Everest RE, los precios subieron demasiado rápido para que pudiéramos trabajar lo suficiente para silenciar la disminución del efectivo de los rendimientos relativos. Además, estábamos trabajando para aumentar nuestra posición en ESRT cuando llegó la gran noticia de la vacuna en el cuarto trimestre y provocó que las acciones casi se duplicaran antes de recibir una exención para comprar más acciones. Hemos sido dueños del negocio de cemento y agregados Summit y del suscriptor de reaseguros Everest Re antes y estábamos emocionados de tener la oportunidad de asociarnos con los equipos de gestión de clase mundial en estos negocios de alta calidad una vez más. Sin embargo, después de obtener solo una pequeña posición parcial en Summit, decidimos venderla ya que la acción se apreció un 39% en un corto período. Continuamos monitoreando de cerca a la compañía y esperamos tener otra oportunidad de ser dueños del negocio. También vendimos nuestra posición en Univar en el

cuarto trimestre. Obtuvimos ganancias con esta inversión, pero nos decepcionamos cada vez más en sus aspectos cualitativos a medida que avanzaba el año y decidimos seguir adelante.

Terminamos el año con un 20 % de efectivo, que consideramos polvo seco que nos permitirá ser un proveedor de liquidez cuando se presenten nuevas oportunidades. Si bien actualmente no estamos "golpeando la mesa" en la oportunidad establecida hoy, dado el elevado efectivo, creemos que la posición de efectivo se verá muy diferente en el corto plazo. Como mostró el último trimestre, las cosas pueden cambiar rápidamente en el mundo de las empresas de pequeña capitalización. Siempre fue poco probable que pudiéramos iniciar las seis empresas en cubierta y aumentar ESRT en un solo trimestre, pero existe una brecha inusualmente grande entre nuestras expectativas de poder iniciar, digamos, la mitad de las posiciones, poniendo 15-20 % del efectivo para trabajar, frente a terminar el trimestre con una posición inferior al 5% en Everest RE. Señalamos otros estallidos recientes, no relacionados con COVID, cuando compramos varios negocios excelentes que habíamos estado observando durante años, como nuestro período de la segunda mitad de 2018 que trajo a Lazard, Potlatch, GCI Liberty y Summit, todos los cuales fueron adiciones positivas a el portafolio. Creemos que podríamos ver una oportunidad similar en 2021.

Actualizaciones del sureste

Nos hemos centrado en la seguridad de nuestros empleados y comunidades mientras nos adaptamos a la nueva forma de hacer el trabajo desde casa en 2020. Es probable que todos volvamos a estar juntos en la oficina en algún momento de 2021, pero a largo plazo también adoptaremos un enfoque más flexible configuración de trabajo. Desde una perspectiva de investigación, nuestra red global construida durante los últimos 45 años fue una clara ventaja competitiva este año, ya que los viajes y las reuniones en persona cesaron rápidamente en marzo. Tenemos un diálogo bien establecido con nuestros equipos de gestión de participadas existentes, así como con los de muchos competidores de las posiciones de nuestra cartera y las nuevas oportunidades de inversión potenciales que revisamos en el año. Las inversiones anteriores y los clientes actuales también han ayudado a nuestra investigación de muchas maneras. Hemos podido mantener nuestro enfoque de compromiso constructivo sin interrupciones y, en muchos casos, profundizamos estas relaciones y ampliamos nuestros temas de compromiso a lo largo del año.

Los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) siempre han sido importantes para nosotros: tanto cuando evaluamos nuestros criterios de "negocios, personas, precio" para cualquier nueva inversión como cuando revisamos nuestros negocios y nos relacionamos con los equipos de gestión de nuestras participaciones existentes. En el último año, hemos tomado medidas para formalizar nuestro enfoque sobre cómo

incorporar ESG en nuestro proceso de inversión. Establecimos un equipo ESG, con representación de los equipos de Investigación y Relaciones con el Cliente y Comunicaciones, que reporta directamente al CEO y Jefe de Investigación Ross Glotzbach. Si bien cada analista de investigación es responsable en última instancia de cada nombre cubierto, el equipo de ESG está involucrado en la supervisión continua de la incorporación de asuntos de ESG en nuestro proceso de inversión e informes de clientes, así como en nuestras operaciones comerciales diarias.

Hemos incorporado formalmente una sección sobre análisis ESG en nuestros informes de investigación. Este análisis detalla cómo la empresa califica los factores ESG, incluida la comparación de la realidad con la percepción del mercado de estos problemas, así como las áreas en las que podríamos buscar involucrarnos con la gerencia para mejorar la huella de la empresa. Recientemente firmamos MSCI ESG Rating como un proveedor de datos de terceros para ayudar a cuantificar las métricas específicas de ESG. Hemos encontrado que esto es un complemento útil para nuestro análisis de abajo hacia arriba interno que se basa en nuestros extensos recursos y redes globales para obtener una imagen más completa, pero al igual que nuestra larga historia de voto por poder donde revisamos las recomendaciones de ISS pero tomar nuestra propia decisión, nunca subcontrataremos algo tan importante. A principios de año, nos convertimos en signatarios de los Principios para la Inversión Responsable (UNPRI) respaldados por las Naciones Unidas, así como de Acción Climática 100+ (CA100), una iniciativa dirigida por inversionistas que cuenta con el respaldo de PRI y se enfoca en activamente comprometerse con equipos de gestión que están en una posición para ayudar a impulsar el progreso global a largo plazo en la lucha contra el cambio climático. Nos estamos comprometiendo específicamente con GE a través de CA100 y hemos tenido varias conversaciones productivas con la empresa, así como con nuestros compañeros signatarios de CA100, y nos complació ver el compromiso reciente de GE con la neutralidad de carbono para 2030. También nos ha alentado ver los pasos que nuestras empresas en todas nuestras carteras están tomando para retribuir y apoyar la lucha contra COVID, ya sea mediante la producción de PPE para trabajadores de la salud, apoyando a sus propios empleados a través de planes de seguridad mejorados para garantizar que los servicios críticos continúen sin interrupciones y/o recaudando y donando fondos a locales bancos de alimentos y otras organizaciones benéficas que apoyan directamente a los miembros más vulnerables de la comunidad.

En el tercer trimestre, sembramos una nueva estrategia de inversión europea con capital interno para abordar la creciente oportunidad en Europa de comprometerse con empresas y partes interesadas clave para mejorar y generar valor. Josh Shores y John Woodman son cogestores de cartera de la estrategia y anticipamos que la estrategia, con el tiempo, ampliará la

conjunto de oportunidades para nuestras estrategias fuera de EE. UU. y globales y profundizar nuestra red global, que respalda todos nuestros mandatos de inversión.

Finalmente, Andy McCarroll (Consejero general de Southeastern desde 1998) y Gwin Myerberg (Director global de relaciones con el cliente y comunicaciones de Southeastern desde 2008) se unieron a la Junta directiva de Southeastern. La Junta apoya a Ross Glotzbach en su función como CEO y trabaja en estrecha colaboración con los jefes de departamento para coordinar las funciones de gestión en todas las áreas clave de la organización, para establecer la estrategia y los objetivos de la empresa y para garantizar que siempre nos apeguemos a los principios rectores que definen nuestra cultura única. Estamos emocionados de agregar la experiencia y el conocimiento de Andy y Gwin a este importante rol.

panorama

Que año Todos estamos cansados de los mismos clichés, así que terminaremos. Creemos que poseemos grandes inversiones individuales que se combinan para crear una cartera que se ve radicalmente diferente al índice. Es hora de que eso funcione, no porque se nos deba algo, sino debido a las matemáticas simples y a una creciente falta de competencia para hacer cosas sensatas que han funcionado durante la mayoría de las décadas de historia registrada, pero que nunca se han sentido más difíciles de hacer después de un año como este. en la parte superior de un áspero 10+ años antes. Continuaremos tratando su capital como si fuera nuestro y apegarnos a nuestra disciplina de inversión comprobada, incluso cuando resulte difícil hacerlo. Le agradecemos su colaboración y esperamos con ansias el 2021.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS



El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se tuviera un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

La crisis financiera mundial (GFC) es una referencia a la crisis financiera de 2007-2008.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

La relación precio-flujo de caja libre (P/FCF) es un método de valoración que se utiliza para comparar el precio actual de las acciones de una empresa con su flujo de caja libre por acción.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 31 de diciembre de 2020, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 10,7 %; Kodak, 10,4%; Recursos CNX, 7,5%; Empire State Realty, 6,6%; Mattel, 6,2%; Realty Holdings, 6,1%; Hoteles Hyatt, 4,9%; Lazard, 4,9%; LANXESS, 4,9%; Participaciones de Graham 4,8%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

12 de octubre de 2020

Longleaf/
Partners
Funds

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

3T20

Longleaf Partners Small-Cap Fund agregó un 22,16 % en el tercer trimestre, superando con creces el rendimiento del 4,93 % de Russell 2000 para el período, y avanzando en gran medida hacia el cierre de la brecha de rendimiento relativo para el año. Casi todas las empresas de la cartera produjeron rendimientos positivos en el trimestre, y varias empresas reportaron rendimientos de dos dígitos, impulsadas por resultados mejores de lo esperado. Kodak fue, con mucho, el mayor contribuyente, ya que representó dos tercios de los rendimientos absolutos positivos y el 85 % del rendimiento superior relativo en el trimestre. El Fondo todavía está ligeramente por detrás del índice en lo que va del año (YTD), con nuestras inversiones en Neiman Marcus y Dillard's más que representando el pequeño déficit restante. Ya hemos tomado el dolor en estas inversiones, vendiendo ambos el último trimestre, ya que determinamos que el caso comercial a largo plazo para cada uno se deterioró materialmente en el entorno COVID-19. Aunque el Fondo de pequeña capitalización va a la zaga del Russell 2000 impulsado por el impulso a corto plazo, el Fondo va por delante del Russell 2000 Value Index sobre una base de 1, 3, 5, 10 años y desde el inicio. Confiamos mucho en la cartera hoy y creemos que tenemos un potencial alcista significativo a partir de aquí.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/9/20): desde el inicio (21/2/89): 9,98 %, diez años: 9,71 %, cinco años: 6,84 %, un año: -3,16 % Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (30/9/20): desde el inicio (21/2/89): 8,98 %, diez años: 9,85 %, cinco años: 8,00 %, un año: 0,39 %. Rendimiento total anual promedio para el valor Russell 2000 (30/9/20): desde el inicio (21/2/89): 9,27 %, diez años: 7,09 %, cinco años: 4,11 %, un año: -14,88 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando www.southernasset.com. Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2020, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.93%.

Revisión de rendimiento: Actualización sobre Kodak

Recibimos múltiples llamadas y correos electrónicos sobre Kodak desde que se supo por primera vez la noticia el 28 de julio de 2020 sobre la compañía que recibió un préstamo potencial de \$ 765 millones en virtud de la Ley de producción de defensa para producir ingredientes utilizados en una variedad de medicamentos genéricos clave.

Cuando invertimos por primera vez en Kodak en 2016, una de las partes más convincentes pero más difíciles de valorar de nuestro caso fue la ventaja estratégica en Eastman Business Park (EBP) en Rochester, Nueva York. Esta instalación abarca más de 1200 acres y millones de pies cuadrados de edificios. Pero la gran mayoría estaba inactiva en el momento de nuestra inversión.

Una de las muchas cosas buenas de la noticia del préstamo fue que podría rejuvenecer este activo en una situación de ganar/ganar tanto para Kodak como para los Estados Unidos. El préstamo no sería un regalo, sino más bien una inversión que logra un buen rendimiento para ambas partes al hacer que la EBP pase de ser un activo infrutilizado a una instalación productiva que puede manejar mucho más que solo el contrato de ingredientes de medicamentos anunciado inicialmente.

Fue desalentador que después de la noticia del posible préstamo, Kodak y el CEO Jim Continenza tuvieron que soportar múltiples titulares alegando varias irregularidades, mientras la compañía no podía defenderse públicamente en medio de una revisión de los eventos de los últimos meses. por el respetado bufete de abogados Akin Gump. Cuando salió el informe de 88 páginas de Akin Gump que no encontró ningún comportamiento ilegal por parte de la gerencia de Kodak, hubo menos cobertura, pero la buena noticia es que los hechos parecen hablar por sí mismos.

Es importante destacar que, a través de la publicación de este informe, nuestra opinión es que Jim Continenza y la junta directiva de Kodak pudieron despejar el aire en lo que respecta a sus opciones otorgadas este año y al posible abuso de información privilegiada. Continuaremos monitoreando cualquier desarrollo relacionado con estos temas.

No está claro si el préstamo del gobierno seguirá vigente en este momento, pero Kodak ha confirmado que las partes comerciales estaban interesadas en hacer negocios con la compañía en este campo de ingredientes farmacéuticos antes de que el préstamo del gobierno apareciera, lo que demuestra que hay múltiples caminos con y sin un préstamo del gobierno para valorar la realización aquí. Jim Continenza ha estado trabajando arduamente para aumentar el valor por acción desde que se convirtió en director ejecutivo de la empresa el año pasado. Jim redujo drásticamente los costos, simplificó el negocio y mejoró su enfoque. Estamos seguros de que seguirá explorando una gama más amplia de opciones estratégicas para los otros activos de Kodak, como su digital

negocio de impresión, su flujo de licencias de marca y sus patentes de ciencia de materiales poco monetizadas desde una posición de fortaleza.

No pudimos compartir con ustedes los detalles sobre nuestra negociación activa en medio de la extrema volatilidad del precio de las acciones, dadas las restricciones regulatorias y la sensibilidad de la situación. Ahora podemos compartir más de esos detalles y cómo manejamos la posición a través del ciclo de noticias.

Salimos de nuestra pequeña posición en acciones ordinarias el día que se anunció el acuerdo y luego trabajamos con la empresa para convertir nuestros bonos convertibles en acciones ordinarias en el transcurso de los siguientes días. Como se señaló en el 8K de Kodak presentado el 3 de agosto, recibimos poco menos de 30 millones de acciones ordinarias y \$5,6 millones en intereses acumulados en efectivo al momento de la conversión. Posteriormente, vendimos todas las acciones convertidas para aprovechar la apreciación del precio y reducir una posición sobredimensionada, como se informó en nuestro Anexo 13G presentado el 10 de septiembre. Hoy, aún retenemos la propiedad de los preferentes, que representan el 10% de la cartera al cierre del trimestre.

Nuestra inversión en Kodak se ha realizado principalmente como prestamista en primer lugar y en segundo lugar con el capital al alza debido a lo que consideramos una gama de resultados mucho más amplia de lo habitual en esta empresa. Elegimos vivir con menos liquidez a corto plazo a cambio de esta protección a la baja, junto con un gran potencial alcista. Entendimos que esto podría conducir a una mayor volatilidad a corto plazo en el precio de las acciones dada la pequeña capitalización de mercado en el momento en que invertimos, pero no podemos decir que esperábamos un rango de \$2 a \$60 en dos días y ahora \$9 dos meses. luego. Siempre consideraremos la volatilidad como esta como un regalo del Sr. Market, como dirían Ben Graham y Warren Buffett. También nos hemos centrado durante mucho tiempo en tener aproximadamente la razón en lugar de estar exactamente equivocados en nuestras evaluaciones. Hemos estado monitoreando la situación y actualizando nuestra visión en tiempo real, y el rango del valor por acción de Kodak hoy es más alto y más amplio que hace tres meses. Es probable que el costo de reemplazo de EBP hoy sea un número extremadamente alto. Este valor debe agregarse a los otros activos de Kodak que pensamos que valían al menos \$ 500-750 millones, incluido el efectivo. Podemos ver un camino hacia un flujo de caja libre (FCF) significativamente positivo en Kodak durante los próximos años que puede valer al menos un múltiplo de mercado adolescente medio-alto. Con la conversión de nuestros bonos en acciones, nuestra preferencia

la inversión es ahora un crédito de mayor calidad y, cuando sea el momento adecuado, exploraremos varias formas de monetizar o modificar esta inversión antes de que venza el próximo año. Mientras tanto, esta inversión proporciona dividendos y un valor sólido como un crédito seguro.

Es importante tener en cuenta que las ganancias bloqueadas en Kodak se compensan con las pérdidas realizadas en el Fondo, por lo que la venta no ha creado una distribución de ganancias de capital. Tuvimos ganancias de capital de 2019 durante el período de derrame (es decir, ganancias de capital del año fiscal 2019 que no se distribuyeron en la distribución de noviembre del año pasado). Al 30 de septiembre, la distribución estimada de ganancias de capital para el Fondo es de 0,70 por acción, basada completamente en el período de recuperación de 2019, no relacionado con Kodak.

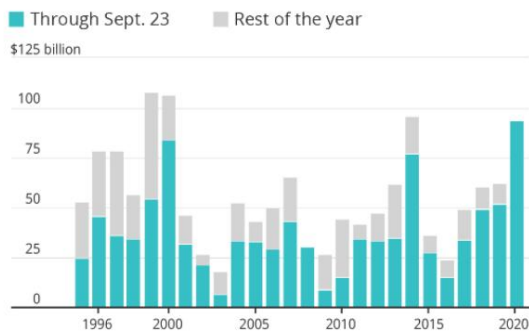
Revisión del mercado

El trimestre pasado, escribimos sobre las dos categorías diferentes de mercados bajistas que hemos visto siete veces en los últimos 50 años o más: aquellos que se iniciaron por un impacto macroeconómico externo (del cual el valor se recuperó históricamente mejor que el mercado después de un período de bajo rendimiento inicial) y los que se iniciaron por el estallido de una burbuja bursátil especulativa. En los últimos tres meses, comenzamos a ver señales tempranas de recuperación de nuestro estilo de inversión y el estallido de la burbuja especulativa, o al menos dejando salir un poco de aire. Si bien destacaremos los sólidos resultados específicos de acciones en las empresas que poseemos más adelante, vimos algunas señales prometedoras de que el impulso no impulsará los mercados para siempre. Si bien nuestra carta anterior se centró más en los signos cuantitativos de exceso de mercado, pensamos que sería útil en esta carta resaltar otras razones más cualitativas por las que las cosas podrían cambiar pronto.

El primer signo de exceso del mercado que se ha de discutir ha sido el aumento espectacular de las ofertas públicas iniciales (IPO), ya que el mercado ha seguido descongelándose y luego recalentándose rápidamente después del shock inicial de COVID. Después de ver que las medidas de sentimiento alcanzaron los niveles de la Crisis Financiera Global (GFC) en marzo, es bastante sorprendente considerar que el récord de emisión de OPI de 1999-2000 ahora está al alcance solo seis meses después, como se muestra en el gráfico 1 a continuación.

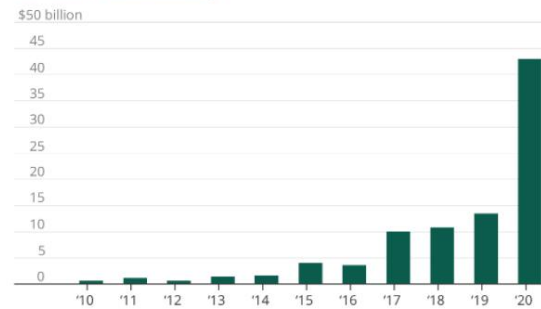
El titular de MarketWatch del 4 de septiembre que bautizó 2020 como "El año de la SPAC" (corporación de adquisición de propósito especial) es posiblemente un signo aún más claro de exceso, con la emisión más alta de SPAC registrada, por mucho, como se muestra en el gráfico 2 a continuación.

Chart 1:
Money Raised by US-listed IPOs



Source: Driebusch, C. (2020, September 25). IPO Market Parties Like It's 1999. *Wall Street Journal*. Retrieved from wsj.com; Dealogic

Chart 2:
Money Raised in Blank-Check Company IPOs, Annually



Source: Wursthorn, M. (2020, September 30). Blank-Check Companies Get the ETF Treatment. *Wall Street Journal*. Retrieved from wsj.com; Dealogic

En cierto modo, esto significa un mercado aún más efervescente que el tipo de auge de las OPI que normalmente se ha asociado con los picos tradicionales del mercado. Al menos con las OPI, usted sabe lo que está comprando, incluso si tiene un múltiplo alto y lo vende alguien que sabe mucho más que usted. Esencialmente "empresas de cheques en blanco", las SPAC representan acciones en una empresa que no tiene operaciones. Los SPAC son un acto de fe total al que los mercados solo están abiertos cuando las cosas se sienten mejor, pero un gran salto desde un pico alto puede conducir a un doloroso golpe. El Año del SPAC se llevó a un extremo aún mayor con el lanzamiento del primer ETF de SPAC el 1 de octubre. Desde nuestro punto de vista, esta unión profana es un signo de la manía del mercado máximo.

También hemos visto un fuerte aumento en el comercio minorista de acciones que forma parte del zeitgeist, que es otra señal de un techo del mercado. En la historia reciente, tuvimos el gran Día de Acción de Gracias de bitcoin de 2017 (bitcoin cotiza hoy a \$ 10,504 frente a su máximo de \$ 19,783 en diciembre de 2017). Del mismo modo, justo antes de la GFC, había una manía por construir y remodelar casas (las viviendas iniciadas, incluso en el año fuerte de 2020, todavía están en camino de estar en el rango de 1,5 millones frente a un pico de más de 2 millones antes de la GFC). Pero tenemos que volver a 1999-2000 para ver un frenesí minorista de ciertas acciones a niveles similares a los que estamos viendo hoy.

Dando un triste giro de 2020 a la vieja "prueba del limpiabotas", uno de nosotros perdió recientemente a alguien cercano pero no pudo asistir al pequeño funeral debido a COVID restricciones y obligaciones familiares. Mientras enviaba mensajes de texto con el miembro de la familia que pudo asistir, ella no informó sobre los detalles del servicio, sino sobre todas las preguntas sobre el comercio de opciones y las existencias de vehículos eléctricos de los invitados que asistieron. Para los contrarios como nosotros, esto trajo algunos destellos de esperanza para un largo día en un largo año.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del tercer trimestre; contribución del fondo del tercer trimestre)

Como se mencionó anteriormente, Kodak (121 %, 15,45 %) fue el que más contribuyó al rendimiento en el trimestre.

Mattel (21 %, 1,63 %), la empresa de juguetes clásicos, fue otro gran contribuyente en el trimestre.

Aunque los ingresos de este año disminuirán debido a los bloqueos globales que obligan a cerrar las tiendas, la compañía está en camino de aumentar sus ganancias anuales antes de intereses, impuestos y depreciación y amortización (EBITDA) con mayores márgenes brutos y la exitosa ejecución de su estrategia de manufactura tercerizada. Barbie tuvo otro desempeño excelente, ganando siete puntos de participación en el mercado de muñecas de EE. UU. en el segundo trimestre, mientras aumentaba sus ingresos a medida que se reducían los competidores. Mattel también lanzó un nuevo especial de Barbie en Netflix en septiembre, parte de un prometedor impulso a largo plazo hacia la concesión de licencias de propiedad intelectual.

American Girl, una marca que ha tenido problemas durante años, también duplicó sus ventas digitales durante el trimestre. Con una mayor rentabilidad, los compradores que regresan a las tiendas y una fuerte presencia en los nuevos medios digitales detrás de sus marcas más importantes, la estrategia del CEO Ynon Kreiz está comenzando a dar sus frutos.

Realty (27 %, 1,41 %), el franquiciador de corretaje residencial, fue otro gran contribuyente.

Aunque las cifras trimestrales en los negocios de Franquicias y Corredores Propios parecían anémicas debido al mercado casi congelado de abril, las ventas de viviendas se recuperaron a fines del segundo trimestre y aumentaron en el tercero. La compañía modificó sus convenios de crédito para permitir otro año de mayores índices de apalancamiento en un EBITDA anual deprimido hasta que sus ventas se normalicen. El negocio de títulos de Realty también aprovechó el auge de la refinanciación y duplicó su contribución al EBITDA durante el trimestre. CEO

Ryan Schneider merece crédito por no entrar en pánico en los peores momentos de marzo y abril, y la compañía está preparada para desapalancarse rápidamente en el saludable mercado actual de ventas de viviendas.

Lazard (17 %, 0,96 %), la empresa global de gestión de activos y banca de inversión, también fue uno de los principales contribuyentes. Durante el trimestre, los AUM de Lazard crecieron un 11 % a medida que los mercados internacionales se recuperaron y la administración reveló una fuerte acumulación de nuevas cuentas para impulsar futuras entradas. Los ingresos por asesoría financiera disminuyeron un 11 % interanual con el reducido número de transacciones de fusiones y adquisiciones que superó el fuerte crecimiento en el trabajo de reestructuración. El CEO Ken Jacobs ha realizado un excelente trabajo para mantener la rentabilidad de la empresa al reducir los costos en más del 10 % en un entorno de mercado desafiante. A medida que las ganancias se recuperan con un entorno mejorado de fusiones y adquisiciones en 2021, esperamos una fuerte apreciación adicional de las acciones infravaloradas de Lazard. Mientras tanto, el flujo de caja libre de Lazard financia un considerable dividendo del 5%. Las noticias recientes de Morgan Stanley adquiriendo un par inferior a Lazard Asset Management por un múltiplo alto, así como activistas tomando participaciones en pares Janus Henderson e Invesco, deberían ayudar a resaltar el valor del negocio de gestión de activos internacional diferenciado de Lazard. Lazard sigue con un gran descuento frente a nuestro valor de tasación, que ha vuelto a crecer después del dolor inicial de COVID.

Graham Holdings (18 %, 0,94 %), el conglomerado de medios, educación y fabricación, también contribuyó a la rentabilidad positiva. Con las pequeñas empresas recortando los gastos de marketing, los ingresos televisivos trimestrales de Graham cayeron un 17%, excluyendo el crecimiento del año electoral en publicidad política. Sin embargo, los ingresos por televisión tocaron fondo en abril y desde entonces han mostrado una marcada mejora. En Educación, los ingresos en moneda constante de Kaplan International disminuyeron un 9 % debido a la congelación de los viajes internacionales y el cierre de campus, pero este resultado fue mejor de lo que se temía y los márgenes del segmento se mantuvieron bien. Kaplan Higher Education, una empresa conjunta con Purdue, creció con fuerza, al igual que las subsidiarias de podcasting y tratamiento de madera de la empresa. El CEO Tim O'Shaughnessy aprovechó un precio con un gran descuento al recomprar a un ritmo anualizado del 7 % y anunció en septiembre la nueva autorización de recompra de hasta 500 000 acciones por parte de la junta.

Empire State Realty Trust (ESRT) (-13%, -0,64%) fue el único detractor destacado en el trimestre. La ciudad de Nueva York apenas está comenzando a emerger de COVID, por lo que sus edificios de oficinas permanecen solo alrededor del 10% llenos, y el Observatorio del Empire State Building, aunque supera a otros observatorios en el área por un margen significativo, todavía está muy por debajo de sus niveles de 2019 debido a una caída dramática en el tráfico turístico. Tomará tiempo para el compañía se recupere con toda su fuerza, pero ya se ha incluido en el precio un escenario nefasto, y nuestro valor por acción en la mitad de la adolescencia supone una recuperación lenta. La buena noticia es que ESRT tiene el mejor balance de su clase, y nuestro gran socio CEO, Tony Malkin, está listo para pasar a la ofensiva en un mercado que está lleno de oportunidades.

Actividad de la cartera

El efectivo se acumuló en los primeros dos meses del trimestre, ya que vendimos y recortamos los de buen desempeño, pero comenzamos a poner más dinero a trabajar en septiembre. Salimos de GCI Liberty en julio con un rendimiento del 81 % durante dos años de propiedad. Carta Communications, la compañía de cable que es la participación más grande de GCI Liberty, aumentó su valor de manera consistente con EBITDA y FCF mejorados, y el precio de las acciones de Charter casi se duplicó en los últimos dos años. El negocio de cable de Alaska de GCI enfrentó una serie aparentemente interminable de desafíos imprevistos, pero los superó bien. Una vez más, el director ejecutivo Greg Maffei y el presidente John Malone demostraron ser socios ejemplares. También salimos de nuestra posición en la compañía de comunicaciones satelitales ViaSat, que fue un pequeño detractor de rendimiento pero un costo de oportunidad a más largo plazo dado su período de tenencia de seis años. En el transcurso de nuestra tenencia, ViaSat redujo su rotación de suscriptores y elevó los precios, como originalmente habíamos creído que sucedería. Su negocio gubernamental aumentó constantemente los ingresos y las ganancias, y ViaSat Inflight firmó más de 2000 aviones. Pero la compañía no producirá FCF positivo durante varios años más debido a las demandas de inversión en curso de sus satélites de próxima generación. Han surgido amenazas de nuevos participantes de empresas como Amazon que son difíciles de cuantificar para nosotros. También hemos estado en desacuerdo con la administración sobre ciertos elementos durante nuestro período de tenencia. Hay una amplia gama de resultados a partir de aquí para el negocio, pero sentimos que podíamos desplegar el capital en otra parte con menos riesgo a la baja.

Iniciamos tres nuevas inversiones en el trimestre, todas las cuales permanecen sin revelar a medida que construimos las posiciones. Hemos sido dueños con éxito de todos o parte de estos negocios

antes (a veces en diferentes formas) y están seguros de que han mejorado cualitativamente desde la última vez que los tuvimos. También tuvimos cambios positivos de personas en dos de ellos.

panorama

Después de otro trimestre de fuertes rendimientos del mercado, nos entusiasmó ver una mayor volatilidad y que los precios de las acciones retrocedieran un poco en el último mes, cuando pudimos comenzar a poner a trabajar nuevamente parte de nuestro efectivo. Nuestro equipo de investigación ha estado ocupado y nuestra lista de nuevas inversiones potenciales creció sustancialmente en los últimos tres meses. Si somos capaces de completar las órdenes abiertas para 3 posiciones en la cartera que actualmente están por debajo del 5 %, esto tomaría efectivo rápidamente del 18 % al 10 %. Tenemos más de cinco ideas que están completamente examinadas y observadas de cerca en una variedad de industrias. Estas empresas van desde ropa de marca hasta infraestructura diversificada, industrias diversificadas, servicios financieros y medios/entretenimiento. Todos han sido descontados por razones idiosincrásicas. Con una mayor volatilidad del mercado, esperamos poder invertir más efectivo en al menos algunos de estos negocios a buenos precios.

Continuando con el tema de esta carta, parece que las cosas están más cerca de salir adelante, principalmente porque durante los primeros dos meses de este trimestre se sintió que el sentimiento del mercado rara vez había sido peor para los inversores de valor de abajo hacia arriba como nosotros. Será un resto del año interesante por todas las razones de las que todos estamos cansados de escuchar. Podemos imaginar una cuadrícula de resultados con el mejor "cubo" posible (pero no el más probable) [vacuna que funciona bien y se implementa sin problemas y rápidamente durante los próximos 6 a 9 meses] + ["normal" (damos cierto margen de maniobra con esas comillas) elecciones de EE. UU.] + [nada más está sucediendo], pero somos conscientes de que hay muchos otros cubos en esta cuadrícula.

Por supuesto, siempre hay grandes cuadrículas de resultados como esta (así es la vida), pero es raro encontrar tantos caminos consecuentes y tan divergentes comprimidos en tan pocos meses, y parece que el mercado está cotizando en un escenario mucho más cercano al ideal. cubo para muchos sectores del mercado que aparentemente han tenido un precio perfecto durante años.

Donde el mercado es más dudoso, creemos que la gran mayoría del dolor ya se ha tomado, incluso en algunas de las participaciones de nuestra cartera, como Lumen (la recientemente renombrada CenturyLink) y Empire State Realty Trust, por nombrar algunas. Hemos mantenido nuestra disciplina de efectivo a medida que el mercado se derrumbaba, lo que significa que tenemos efectivo

disponible para ser un proveedor de liquidez en la próxima caída del mercado, y no tendremos miedo de ponerlo a trabajar cuando las inversiones califiquen. Por esas razones, confiamos en que nuestra cartera funcionará a partir de aquí en una variedad de resultados y esperamos hablar con usted nuevamente después de fin de año. Gracias por su colaboración continua, y esperamos que usted y sus familias permanezcan seguros y saludables.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se tuviera un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice Russell 2000 Value se extrae de los componentes del Russell 2000 en función de la relación valor contable/precio (B/P). No se puede invertir directamente en un índice.

La crisis financiera mundial (GFC) es una referencia a la crisis financiera de 2007-2008.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 30 de septiembre de 2020, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Lumen, 10,9 %; Kodak, 10,0%; Mattel, 8,4%; Lazard, 7,1%; CNX Resources, 6,5%; Graham Holdings, 4,9%; LANXESS, 4,7%; realogía, 4,4%; Empire State Realty, 4,3%; Univar 4,1%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001092

Vence el 31/01/2021

13 de julio de 2020



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 2Q20

Longleaf Partners Small-Cap Fund agregó 13.18% en el segundo trimestre. Aunque esto superó con creces nuestro objetivo de rentabilidad absoluta de inflación + 10 %, quedó muy por detrás de la rentabilidad del 25,42 % de Russell 2000. La mayoría de las empresas produjeron resultados positivos en el trimestre, ya que las acciones se recuperaron ampliamente después de los mínimos de COVID-19 en marzo y abril. Sin embargo, el rendimiento específico de las acciones de la cartera dentro de los sectores de mayor rendimiento del índice: consumo discrecional y tecnología de la información: más que representaron la brecha de retorno relativa. Hicimos un progreso adicional significativo en la revisión y mejora de la calidad de la cartera en el trimestre. Si bien nuestras inversiones se comportaron bien desde los mínimos, no fueron lo suficientemente significativas como para compensar las caídas del primer trimestre. Confiamos en la calidad de nuestros negocios y en la capacidad de nuestros equipos de gestión alineados para crear un valor futuro significativo e impulsar la rentabilidad del Fondo. En esta carta, nos centraremos primero en lo que impulsó el rendimiento, lo que restó valor y hablaremos de lo que no poseemos (y estamos más felices que nunca de evitar hoy, incluso si esto ha contribuido a que el Fondo esté a la zaga del índice). Finalmente, terminaremos con lo que es más importante: lo que poseemos hoy, cómo hemos mejorado la cartera y por qué creemos que esto nos prepara para obtener rendimientos más sólidos en el futuro.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/6/20): desde el inicio (21/2/89): 9,37 %, diez años: 8,53 %, cinco años: -0,89 %, un año: - 20,60%. Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (30/6/20): desde el inicio (21/2/89): 8,68 %, diez años: 10,50 %, cinco años: 4,20% (21/2/89)

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos de que el inversionista un pagaría por el rendimiento pasado y ganancias de capital. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos de que el inversionista un pagaría por el rendimiento pasado y ganancias de capital. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos de que el inversionista un pagaría por el rendimiento pasado y ganancias de capital. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión pueden variar, y los inversionistas, cuando se que un canjeen, pueden valer más o el costo original. El rendimiento futuro no puede ser más alto que el obtener visitando www.southernasset.com.

En reportado en el Folleto fechado Mayo
gastos totales es del 0,93 %. cuanto a Longleaf Partners Small-Cap Fund 1, 2020, el índice de

Revisión de desempeño

Aunque la mayoría de las empresas registraron resultados positivos en el trimestre debido a la recuperación de los mercados, algunas de nuestras empresas retrocedieron. Cuando comenzamos el año, sentimos que las empresas que poseíamos estaban en general bien preparadas para una recesión, pero no habíamos tenido en cuenta la posibilidad de una recesión provocada por una pandemia una vez cada 50 a 100 años, que afecta de manera única a algunas empresas. Si bien pensábamos que Neiman tenía una protección única frente a las desventajas con su posición en Mytheresa (un minorista en línea en Europa), además de muchas opciones de "autoayuda" para aumentar el flujo de caja en su negocio principal, una interrupción en el comercio minorista y precios negativos del petróleo para el El mercado clave de Texas hizo que considerara la bancarrota mucho más rápido de lo que hubiéramos anticipado. Esto nos llevó a reevaluar un camino potencialmente complicado por delante y, en última instancia, a tomar la decisión de salir de la posición. Desconfiábamos de los obstáculos cíclicos en Dillard's y, por lo tanto, infraponderamos nuestra posición a medida que la construíamos el año pasado. Habíamos vivido con nuestros grandes socios en Dillard's en una recesión antes y fuimos recompensados durante la crisis financiera global (GFC), ya que la gerencia pudo pasar a la ofensiva de una manera única. También ganamos confianza gracias a la sólida red de seguridad de sus propiedades inmobiliarias. Sin embargo, cuando el negocio se detuvo drásticamente en el primer trimestre, la capacidad de la empresa para recomprar acciones se vio más afectada que en recesiones anteriores. Además, es probable que el cambio radical al comercio electrónico en el nuevo entorno haya afectado significativamente el valor de los bienes inmuebles de la empresa a largo plazo. Aprovechamos una breve ventana para salir de la posición con fuerza cuando el mercado prefirió la exposición Sunbelt de Dillard durante la pausa de COVID-19 en mayo y principios de junio.

El modelo 100% propiedad de Park Hotels, así como su enfoque en conferencias y reuniones grupales y trofeos en Hawái, que habíamos visto como ventajas competitivas clave dentro de nuestro caso original, ahora son lugares muy difíciles para estar. el entorno actual. En el caso de Park, el impacto esperado en la evaluación a largo plazo fue lo suficientemente grande como para vender la empresa y cambiarla por la mejor combinación de tarifas y activos de propiedad exclusiva de Hyatt. Uno de nuestros puestos más nuevos en Empire State Realty Trust fue uno de los principales detractores del trimestre. El precio de las acciones ha sufrido a corto plazo, ya que la crisis de la COVID-19 golpeó con especial dureza al área triestatal de Nueva York desde el principio, con el Observatorio actualmente cerrado y los trabajadores de oficina de Nueva York relegados a trabajar desde casa. Sin embargo, seguimos confiando en la capacidad del CEO Tony Malkin para navegar en un entorno difícil y estamos contentos de tener la oportunidad de desarrollar

la posición en el trimestre a precios que creemos que serán excelentes a largo plazo. Hemos filtrado la dura realidad del entorno de la "nueva normalidad" en nuestras evaluaciones para cada negocio y hemos realizado cambios en el posicionamiento de nuestra cartera para reflejar la nueva perspectiva.

En el lado positivo, nuestra sobreponderación relativa en energía y el mejor rendimiento específico de las acciones de la empresa de gas natural CNX fueron un punto positivo para el rendimiento absoluto y relativo. Nos hemos basado en las lecciones aprendidas en recesiones anteriores en esa industria y hemos evitado las compañías petroleras con descuentos ópticos. Realogy también se recuperó y contribuyó fuertemente con el mercado inmobiliario resistente, lo que respaldó nuestra decisión del último trimestre de aferrarnos al negocio después de reevaluar minuciosamente el caso. Además, nuestras nuevas posiciones en las empresas químicas Lanxess y Univar también fueron los principales contribuyentes.

Revisión del mercado: lo que no poseemos El

trimestre pasado, les escribimos sobre la dislocación extrema en los mercados y las virtudes de no entrar en pánico en la base. Como dijimos entonces:

El mercado de valores normalmente reacciona más a la segunda derivada de una curva: ¿las cosas se están acelerando, desacelerando o aplanando? Si bien el número absoluto de casos y muertes aumentará en el corto plazo, existe la posibilidad de que la tasa de crecimiento mundial comience a desacelerarse con la adopción de medidas globales de mitigación agresivas. Esto podría ser percibido positivamente por los mercados... [Además], a medida que aumenta la cantidad de casos y pruebas en todo el mundo, este tamaño de muestra más grande le brinda al mundo más datos para analizar... El mercado odia la incertidumbre, por lo que si bien es probable que más datos conduzcan a aspectos negativos más inmediatos, el hecho de que haya menos "incógnitas desconocidas" en los próximos meses probablemente sea positivo. Además, el enfoque mundial en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19 nos da confianza de que, a medida que miramos hacia 2021 y más allá, el mercado debería comenzar a descartar un mundo más "normal", incluso si la nueva definición de normal se ve muy diferente de lo que era en 2019.

Hoy tenemos un mensaje diferente. Si bien nos animó ver que el mercado se convertía más en una máquina de pesaje de abajo hacia arriba, para usar la frase de Ben Graham, en abril, las tendencias preocupantes comenzaron a desarrollarse en mayo y junio, ya que ciertas partes favorecidas durante mucho tiempo de

el mercado nuevamente se sintió más como una máquina de movimiento perpetuo (recordatorio: ¡no existe tal cosa!), ya que lo que había estado subiendo durante años reanudó su marcha ascendente.

Ahora estamos en el séptimo mercado bajista de los últimos 50 años. Los primeros seis se pueden agrupar en general en dos categorías diferentes: los que se iniciaron por un shock macroeconómico externo y los que se iniciaron por el estallido de una burbuja bursátil especulativa. Cuatro de los seis fueron impulsados por shocks externos y fueron menos amables con la inversión en valor en sus comienzos. Esta recesión actual ha sido hasta ahora la quinta en este grupo. Las otras dos recesiones que involucraron más directamente a las burbujas fueron inicialmente más amables con los inversores de valor. No tenemos mucho que agregar a este excelente artículo, que recomendamos encarecidamente como lectura educativa: https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/808-value-in-recessions-and-recoveries.html. La buena noticia para el avance de nuestra cartera es doble: 1) la inversión en valor se recupera mejor que el mercado en las cuatro crisis macroeconómicas anteriores después del dolor inicial y 2) creemos que es probable que todavía haya una especulación burbuja a la espera en este corto plazo. Creemos que este es un periodo durante el cual se mide en generaciones.

Creemos que podemos tener un rendimiento superior principalmente debido a lo que poseemos, pero creemos que también será clave evitar las partes sobrevaluadas del mercado y las partes del mercado potencialmente estadísticamente baratas pero de menor calidad. Si bien el Russell 2000 podría no tener muchos de los grandes nombres, las megacapitalizaciones de crecimiento que impulsan el S&P 500, seguimos sorprendiéndonos por la resistencia de los elementos más especulativos de este índice. Poniendo algunos números en esto, puede ver en el gráfico a continuación que Info Tech y Healthcare han impulsado claramente la mayoría del rendimiento en los últimos cinco años y nuevamente este año:

Health Care and Information Technology Contribution to Return of the Russell 2000

	2T20	el último año	1 año	3 años	5 años
Tecnologías de la información	3.98	0,68	2.00	6.32	11.48
Cuidado de la salud	7.25	3.49	5.00	7.97	6.32
Contribución Total de TI y Salud	11.23	4.17	7.00	14.29	17.79
Contribución del Resto del Índice	14.19	-17.15	-13.63	-8.15	-11.65
Rentabilidad Total Russell 2000	25.42	-12.98	-6.63	6.14	6.14
TI y atención médica como % del retorno total	44%			233%	290%

Fuente FactSet

Si bien hubo ciertas empresas en este grupo que lamentamos perdersen, especialmente cuanto más atrás miramos, cuando nos enfocamos en el futuro, nos resulta muy difícil comprender dónde comercian estas empresas hoy.

En el otro lado de la moneda, no todas las acciones con múltiplos bajos son iguales. Si bien evaluamos cada empresa de forma ascendente y dudamos en descartar sectores enteros del mercado, hay ciertas industrias que constituyen una parte significativa del índice en las que intencionalmente permanecemos relativamente infraponderados. Algunos de los grupos múltiplos más bajos en Russell 2000 son empresas, minoristas y bancos relacionados con el petróleo y el gas. Históricamente, no hemos invertido mucho en estas industrias, ni tenemos ninguna inversión actual en ellas, pero no es por falta de intentos.

Si bien todavía nos gusta nuestra posición en CNX como un jugador de gas natural de bajo costo con un sólido balance, el mundo ha cambiado en gran medida para las empresas enfocadas en el petróleo y para muchas otras en la industria que no tienen sólidos balances. Pensamos que Neiman y Dillard's eran algunos de los mejores en el comercio minorista de pequeña capitalización y discutimos anteriormente lo que pensamos de ellos ahora. Los bancos parecen estadísticamente baratos ahora, pero esta recesión parece que podría ser especialmente mala para esta industria, ya que los bancos se ven afectados desde una variedad de ángulos en los mundos de préstamos inmobiliarios, de consumo y de pequeñas empresas, las crecientes tendencias digitales están erosionando el poder de su marca y finalmente, un posible cambio de administración podría poner en riesgo sus dividendos. También vemos un mayor riesgo de tasa de impuestos para estas tres industrias. Nuestra infraponderación relativa en estas áreas probablemente tendrá un fuerte impacto en nuestros rendimientos relativos en el futuro porque estos grupos representan aproximadamente el 30 % de la capitalización de mercado del Russell 2000 Value Index y

aproximadamente el 35% de las acciones en este índice, y a menudo vemos pares de valor que poseen ponderaciones aún mayores que esta.

Una lección clave que hemos aprendido durante la última década es que el crecimiento del valor futuro es más importante que un descuento de precio en un solo punto en el tiempo. Nuestros mayores éxitos de inversión provienen de empresas en las que nuestro valor de tasación ha crecido constantemente, y nuestros equipos de gestión han tomado medidas para que se reconozca ese valor. Nuestros mayores errores provienen de enfocarnos demasiado en el precio con descuento a expensas de la calidad del negocio y de las personas y del crecimiento del valor. Hoy, estamos firmemente enfocados en el crecimiento del valor futuro, pero nos beneficiamos doblemente de los grandes descuentos en todos los ámbitos en el entorno actual.

Lo que poseemos: Mirando hacia el futuro Volviendo

a lo que poseemos, comenzaremos revisando nuestras posiciones sobreponderadas. Recibimos la mayoría de las preguntas de los clientes sobre CenturyLink y compartimos su frustración con el precio de las acciones durante el transcurso de nuestra propiedad.

Aunque la evolución de los precios ha sido decepcionante, nuestro valor de tasación ha crecido durante el último año. No nos hemos quedado simplemente sentados y observando la caída del precio, como lo destaca la línea de tiempo de los últimos dos años o más:

4T17 CTL ingresa al portafolio como resultado de la fusión entre nuestra inversión inicial en Comunicaciones de Nivel 3 y CenturyLink.

3T18 El precio de la acción se apreció 34% desde la exitosa fusión. Sin embargo, la directora financiera Sunit Patel se fue poco después a Sprint/T-Mobile, lo que hizo que el precio de las acciones volviera a bajar.

1T19 A medida que el precio de las acciones cayó aún más, la compañía tomó la desafortunada decisión de recortar su dividendo desde una posición percibida de debilidad. Southeastern presentó un 13D para comprometerse con la compañía en una variedad de temas, incluidas las actualizaciones de la junta y los posibles pasos para cristalizar el valor.

3T19 La compañía trabajó para vender una variedad de activos y mejorar su directorio, y el las acciones comenzaron a responder positivamente.

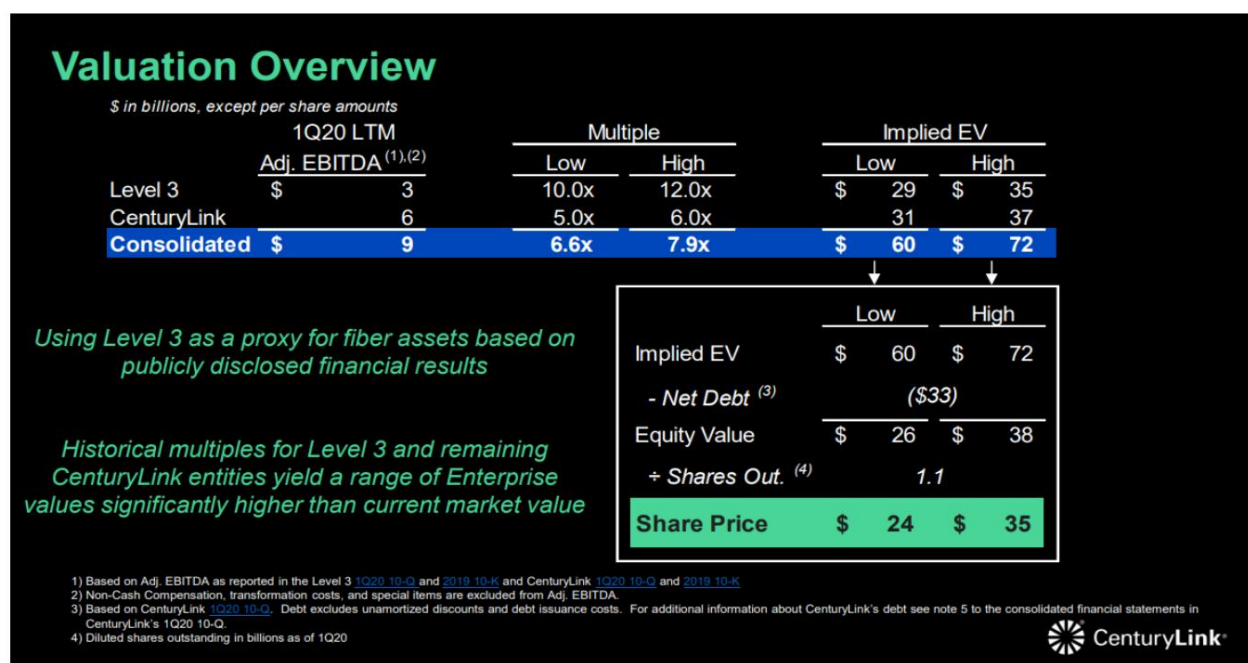
/ 7

1T20 Se produjeron mejoras positivas en la junta con la incorporación de Hal Jones

(ex director financiero de Graham Holdings, a quien conocemos bien y recomendamos a la empresa) y el ascenso de Mike Glenn (otro gran ex socio del sureste de su tiempo en FedEx) a presidente, pero el entorno macro ha dificultado los acuerdos acumulativos.

Hoy La junta está trabajando en conjunto para explorar una variedad de opciones y entiende

la urgencia de la realización del valor. Creemos que es una buena señal que hayan incluido la siguiente diapositiva en su presentación más reciente centrada en la fibra a finales de junio, siguiendo nuestra recomendación:



Fuente: Presentación de la empresa CenturyLink. "La plataforma para un mundo digital: obtener mayor valor con CenturyLink Fiber Investments". www.ir.centurylink.com/events-and-presentations/default.aspx . 30 de junio de 2020.

La gerencia realizó una evaluación, que es cruda en nombre de ser totalmente defendible.

Nuestro propio trabajo detallado tiene un valor alto de \$ 30, ligeramente más alto que el extremo superior en la diapositiva anterior. El flujo de caja libre (FCF) por acción de los próximos doce meses es ahora de \$2,50 frente a \$2,75-3,00 en el 3T18, una cifra que está muy alejada del rendimiento del precio de las acciones durante ese período, durante el cual también hemos recibido \$2,58 por acción de dividendos CenturyLink está viendo una mayor demanda de su infraestructura de fibra en el

entorno actual, ya que las videoconferencias y la transmisión están creciendo con fuerza en todo el mundo, y los proveedores finales se están quedando sin ancho de banda.

Nuestra posición en Kodak consiste en tres valores diferentes que protegen nuestra desventaja y nos brindan un gran potencial alcista del precio de las acciones de la compañía. Somos más un prestamista que un inversionista de capital por ahora, y tenemos una fuerte protección a la baja ya que poseemos la mayoría de los valores senior en una compañía que esencialmente tiene un balance de efectivo neto disponible para pagarnos a la par cuando nuestros bonos y preferentes maduro el próximo año. Estamos complacidos con los avances que ha logrado el nuevo director general, Jim Continenza. Redujo costos, compró acciones personalmente junto con otros expertos y preparó la empresa para una variedad de resultados estratégicos. Creemos que habrá una consolidación en la industria de la impresión offset y Kodak puede desempeñar un papel clave.

Esto también resaltaría el valor de sus otros activos, hasta ahora ocultos, incluidos los negocios de impresión emergentes, las regalías de licencias y las pérdidas fiscales. Seguimos alentados por las formas en que la compañía puede ir a la ofensiva en el corto plazo, y vemos un rango (ciertamente amplio pero positivo) de resultados de FCF por acción en el rango de 50c a 75c frente al precio de las acciones de junio de \$ 2-2.50 de la compañía.

Nota: Esta discusión de Kodak aborda las tenencias del Fondo y nuestras opiniones sobre el precio de la acción en

Un puñado de otras posiciones tienen "sobrepeso" o tamaños de posición superiores a nuestro promedio típico del 5%. Mattel, un contribuyente moderadamente positivo en el trimestre, tiene una propiedad intelectual (IP) única y se beneficia de un viento de cola a largo plazo en la industria, ya que las industrias de juguetes y contenido tienen un historial de crecimiento a través de una variedad de entornos. La compañía ha logrado grandes avances en la reducción de costos bajo la dirección del director ejecutivo Ynon Kreiz. La compañía comenzó el año lista para alcanzar una curva de poder de crecimiento de valor, pero COVID-19 retrasó esto, ya que la ola inicial de compras de juguetes familiares se centró en juegos y juguetes para el aire libre, ambas áreas donde Mattel tiene una exposición más baja que sus pares. Esperamos que los patrones de compra cambien a medida que pasa el tiempo, y Mattel volverá a estar a favor mientras se enfoca en lo que puede controlar. Para obtener más información sobre los planes de Mattel para la monetización de IP e impulsar el crecimiento futuro, sintonice nuestra reciente entrevista con Ynon Kreiz en el Podcast Price-to-Value, Mattel: Ynon Kreiz sobre el poder duradero de las marcas y cómo navegar una pandemia global.

PotlatchDeltic es quizás nuestro sobrepeso de perfil más bajo. Esta compañía continúa entregando a medida que la administración vende activos no esenciales (incluida la venta anunciada de

Minnesota en acres en el trimestre), mejora continuamente las operaciones y, en general, se mantiene en posición de atacar. También incluiríamos a CNX en este grupo de "sobreponderaciones", ya que su precio se apreció rápidamente, llevándolo a una sobreponderación mucho mayor en el trimestre. Decidimos recortarlo nuevamente, demostrando que mantenemos una mente abierta sobre este grupo y no dudaremos en vender cuando sea necesario para reducir el riesgo y construir una cartera de polvo seco.

En la carta del último trimestre, describimos tres grupos de acciones en nuestras carteras después de COVID: 1) aquellas que se han beneficiado al menos de alguna manera y, por lo tanto, tuvieron poco dolor de valor; 2) aquellos que han sufrido algo pero sobrevivirán y pueden seguir creciendo a mediano plazo y 3) aquellos que tienen algunos problemas reales con los que lidiar y vieron un golpe más material a corto plazo que condujo a un deterioro permanente del valor. Los porcentajes para el Fondo eran 20%/60%/15% en cada cubo (+6% en efectivo) la última vez que lo actualizamos, pero hoy son 21%/66%/0% (+13% en efectivo). Es probable que la transición de la categoría 3 a una cartera de categorías 1 y 2 deprimiera los rendimientos en el segundo trimestre, ya que vendimos algunas posiciones de categoría 3 con pérdidas. Sin embargo, esa es una solución de compromiso que volveríamos a hacer para posicionar la cartera para obtener rendimientos sólidos en el futuro. Tuvimos cuidado de no reventar algunos de ellos a sus peores precios en marzo y abril. Creemos firmemente que esto conducirá a mejores retornos prospectivos desde aquí debido a una cartera de mayor calidad. Agregaremos las siguientes notas importantes a nuestras expectativas actuales para los diversos grupos de acciones dentro del entorno COVID-19.

1. Las acciones que parecen ser 100% binarias hoy en día en lo que respecta al virus podrían tener más matices a medida que avanza el año. En marzo y principios de abril estábamos profundamente preocupados por Realty, ya que el mercado inmobiliario parecía congelarse. Pero, a través de una variedad de trabajo de abajo hacia arriba probando nuestro caso y sin perder los nervios en este momento, vimos señales alentadoras de que las cosas estaban mejorando y que la compañía podía salir adelante. El director ejecutivo, Ryan Schneider, también condujo hábilmente a la empresa hasta el fondo, de modo que en junio la empresa pudo ejecutar una oferta de bonos para mejorar aún más la liquidez. Por lo tanto, hemos movido esta acción del segmento 3 al segmento 2, y contribuyó fuertemente en el trimestre. En el futuro, podríamos ver acciones como ViaSat alejándose del gran precio diario relacionado con el virus

oscilaciones, ya que gran parte del valor de la empresa se ve mucho menos afectada a largo plazo de lo que parece decir el mercado hoy.

2. Si las acciones pueden permanecer en la categoría de "virus binario" por un tiempo en la percepción del mercado, entonces queremos poseer solo aquellas empresas que tienen activos trofeo, grandes socios y balances que les permitan ir a la ofensiva. Hyatt, Empire State Realty Trust y Formula One son buenos ejemplos de esta categoría en la actualidad.

3. También vamos a ver más que nunca la importancia de los grandes socios.

John Malone y Greg Maffei una vez más hicieron grandes movimientos en la Fórmula Uno para proteger la desventaja y hacer que fuera más un juego puro centrado en el negocio principal de la Fórmula Uno con la venta de su participación en Live Nation (en nuestra opinión del valor justo) en el trimestre.

4. A veces suceden cosas sorprendentemente buenas a empresas específicas que no

caer en cualquiera de estas categorías. Por ejemplo, si bien había sido una espera dolorosa ver cómo CNX superaba, por fin el sentimiento del gas natural cambió positivamente debido a una variedad de factores difíciles de prever, además la compañía entregó otro trimestre sólido basado en lo que estaba bajo su control.

5. Como dijimos el último trimestre: si las cosas cambian de verdad (no solo un movimiento de acciones día a día), cambiaremos la cartera en consecuencia. Tuvimos más actividad de lo habitual en este frente en el trimestre.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del segundo trimestre; contribución del fondo del segundo trimestre)

CNX (62 %, 3,88 %), el productor de gas natural de los Apalaches, fue el principal contribuyente en el trimestre. La compañía reportó un sólido flujo de caja libre y ganancias antes de tasa de interés, impuestos, depreciación y crecimiento de amortización (EBITDA) en el primer trimestre. CNX ha demostrado un camino para alcanzar ganancias en efectivo anuales antes de impuestos de \$500-\$730 millones durante los próximos años, suponiendo precios de gas modestos de \$2,45-\$3,00/mcf. Si el precio de las materias primas continúa decepcionando en el futuro, CNX mantiene la mejor cobertura de la industria

libro, así como uno de sus índices de apalancamiento más bajos. Los bonos de CNX cotizan cerca de la par, mientras que los pares inferiores de exploración y producción enfrentan riesgos de bancarrota a corto plazo. CNX también anunció recientemente recortes en sus planes de gastos de capital de seis años, lo que debería aumentar la rentabilidad en efectivo en la producción de gas plano. El CEO Nick Deluiliis y el presidente Will Thorndike han tomado medidas decisivas para restaurar la rentabilidad a largo plazo durante un año insoportable para la industria energética. Tienen más movimientos para hacer este año desde una posición de relativa fortaleza.

Realogy (146 %, 3,12 %), la franquicia de corretaje de bienes raíces, fue otro de los principales contribuyentes. Realogy había registrado un sólido rendimiento hasta marzo, cuando el mercado de la vivienda se congeló y permaneció inactivo hasta mediados de abril, lo que lo convirtió en el mayor detractor del Fondo en el primer trimestre. Desde entonces, las ventas de Realogy han mejorado cada semana, ya que las ventas de viviendas regresaron y los precios aumentaron. El aumento de los precios es el principal impulsor de las ganancias de las tarifas de franquicia de Realogy, que constituyen la mayor parte del valor de la empresa. En el pico de incertidumbre de marzo, las acciones de Realogy tocaron fondo a un precio inferior a 1,5 veces nuestro estimado de \$1,75/acción de energía FCF. Incluso después de una apreciación de más del 130 %, el precio de las acciones aún cotiza a alrededor de 4x FCF por acción y al 50 % de nuestra evaluación del valor de la empresa en la actualidad. Como resultado de la pandemia, el acuerdo de Realogy para vender su segmento de reubicación Cartus permanece en el limbo. Sin embargo, Realogy refinanció recientemente sus bonos de 2021, reduciendo sustancialmente el riesgo para los accionistas en caso de una recesión inmobiliaria prolongada.

Univar (57%, 1,41%), el mayor distribuidor de productos químicos de EE. UU., también contribuyó positivamente. Univar siguió siendo rentable durante el cierre con la mayoría de sus instalaciones abiertas, ya que sus productos incluyen alcoholes esenciales para desinfectante de manos, productos químicos para productos de limpieza y agua potable y aditivos alimentarios. El segmento de energía de Univar se debilitó en marzo, pero desde entonces el repunte del precio del petróleo lo ha ayudado a estabilizarse. Más allá de una economía en recuperación, Univar se beneficiará en los próximos años de más fabricantes de productos químicos que subcontratan su distribución (hoy en día, solo alrededor del 10 % de los productos químicos son transportados por distribuidores externos), la falta de competencia de Amazon y las importantes sinergias de costos restantes de su reciente adquisición de Nexeo. La carga de la deuda de Univar es manejable y los flujos de efectivo de este año deberían ser positivos. La acción aún cotiza a un múltiplo alto de un dígito de FCF normalizado.

Lanxess (33 %, 1,26 %), una empresa química especializada alemana, también contribuyó positivamente en el trimestre. Si bien su negocio de materiales de ingeniería expuestos a automóviles, que representó el porcentaje de ingresos de la mitad de la adolescencia en el año fiscal 2019, sufrió naturalmente en el entorno de COVID-19, sus otros negocios orientados al consumidor han demostrado ser más resistentes a la recesión. Por ejemplo, es probable que su negocio de Productos de Protección al Consumidor, que fabrica desinfectantes y biocidas, se beneficie de un aumento de la demanda creado por COVID-19. A diferencia de otras compañías de DAX, el director ejecutivo Matthias Zachert ha brindado orientación, lo que habla de su confianza en que Lanxess puede cumplir incluso en estos tiempos difíciles. Durante el trimestre, Lanxess fortaleció su ya sólido balance general, lo que debería ayudar a proteger a la empresa de cualquier incertidumbre continua o mayor impacto de COVID-19. La gerencia tomó la decisión de suspender el programa de recompra de acciones y redujo los gastos de capital en 50 millones de euros, al mismo tiempo que ejecutó medidas de costos de 50 a 100 millones de euros. La compañía completó la venta de Currenta en abril, lo que generó una participación de beneficios antes de impuestos de 150 millones de euros adicionales. En última instancia, esto deja a Lanxess con una posición de liquidez total de 3.000 millones de euros (efectivo y activos financieros). Zachert tiene un sólido historial de creación de valor fusiones y adquisiciones (M&A), y es probable que este entorno cree algunas oportunidades convincentes que Lanxess está bien posicionada para capitalizar una vez que se asiente el polvo.

Liberty Formula One (13%, 1,11%), el negocio de medios de carreras de autos, también contribuyó. Después de cuatro meses de retrasos relacionados con COVID, la temporada de carreras está programada para comenzar durante los dos primeros fines de semana de julio en Austria sin la asistencia de fanáticos. La compañía recibirá la totalidad o la mayor parte del patrocinio contratado de este año y los ingresos por transmisión si realiza 15 carreras, lo que ahora parece probable. La pérdida de ganancias por la ausencia de venta de boletos de este año (y tal vez el próximo) afectará las ganancias a corto plazo, pero no debería infligir ningún daño duradero al negocio. Si bien varios equipos de Fórmula Uno han reconocido problemas financieros debido a la temporada retrasada, ninguno parece probable que abandone el deporte. En abril, Liberty Sirius compró las acciones de Liberty Formula One en Live Nation Entertainment, el promotor de conciertos y operador de Ticketmaster, así como varios activos más pequeños por alrededor de \$1.500 millones en efectivo. La transacción de valor justo ayudó a garantizar que Liberty Formula One tenga la liquidez para sobrevivir a una crisis de COVID-19 potencialmente prolongada. En mayo, la Fórmula Uno acordó un nuevo límite de gasto crítico para los equipos, que promete aumentar la competitividad del deporte y debería ayudar a atraer nuevos fanáticos. persecución del director ejecutivo

Carey y el presidente Greg Maffei han hecho un trabajo fantástico para posicionar el negocio para la supervivencia, el crecimiento a largo plazo en el compromiso y las ganancias y un probable repunte fuerte en 2021 a pesar de los extraordinarios desafíos que plantea el COVID-19. Recortamos la posición en los 30 medios a altos en el trimestre, ya que el mercado se adelantó un poco antes de que los casos de virus comenzaran a recuperarse nuevamente.

Los bonos Neiman Marcus del Fondo (-48 %, -1,82 %) fueron los principales detractores del trimestre. Nuestra tesis de inversión original para Neiman se centró en la posición de ventaja competitiva y la marca del grupo en el espacio minorista de lujo, con una base de clientes leales, una mayor porción de ventas en línea y una huella física más baja que sobre sus pares almacenados. Con el desarrollo de COVID-19, el mundo cambió para todos los minoristas.

La gran base de clientes de Neiman en Texas, que históricamente ha sido una ventaja, se vio afectada negativamente por las caídas abruptas del precio del petróleo en el primer y segundo trimestre. En este entorno en el que el comercio minorista esencialmente se ha cerrado a medida que los clientes de todo el mundo se refugian en el lugar, Neiman se convirtió en el segundo minorista estadounidense obligado a declararse en bancarota. Si bien todavía vimos un potencial alcista entre el precio del bono y el valor de recuperación probable de la tenencia Mytheresa de Neiman y las operaciones minoristas reorganizadas, vendimos la posición, ya que hay una amplia gama de resultados potenciales de renta variable a partir de aquí. Preferiríamos mantener el efectivo para que sirva como polvo seco para asignar a nuevas oportunidades con un mayor margen de seguridad y potencial alcista.

Empire State Realty Trust (ESRT) (-19 %, -0,88 %), el propietario de la propiedad de la ciudad de Nueva York, fue otro detractor. El famoso observatorio del Empire State Building, que había aumentado sus ingresos un 9% anual durante las últimas dos décadas, está cerrado y no recuperará su rentabilidad pasada hasta que los turistas internacionales se sientan seguros volando. Nuestra evaluación de la empresa supone una recuperación lenta para el observatorio, pero la espera debe ser gratificante ya que el precio de las acciones actualmente cotiza a menos de la mitad de nuestro valor. La compañía también está lidiando con una cantidad sin precedentes de alquileres impagos de sus inquilinos de oficinas y comercios minoristas, pero esto ha ido mejorando semana tras semana a medida que Nueva York se recupera. El enfoque financiero conservador del CEO Tony Malkin posicionó a la empresa con una amplia liquidez y bajos índices de endeudamiento al entrar en la crisis, y aprovechó los precios deprimidos para recomprar acciones en marzo y abril. El entorno en curso podría brindar oportunidades convincentes para que ESRT sirva como proveedor de liquidez para sus pares en dificultades a través de una actividad inteligente de fusiones y adquisiciones.

Actividad de la cartera

Este trimestre fue, en muchos sentidos, lo opuesto al primer trimestre que comenzó con más efectivo de lo habitual y terminó esencialmente con una inversión total, mientras los mercados caían. En el segundo trimestre, comenzamos con más ideas que dinero, pero finalmente terminamos acumulando efectivo cuando vendimos cinco empresas y recortamos las de mejor desempeño a medida que avanzaba el trimestre. Esto es frustrante para nosotros, pero debemos apegarnos a nuestra disciplina. Estamos profundamente enfocados en mejorar continuamente la calidad de la cartera. Hemos hecho el trabajo para crear una lista convincente y podemos actuar rápidamente si los precios de las acciones cooperan. Creemos que el entorno actual de incertidumbre generará la volatilidad de precios necesaria para que podamos poner el efectivo a trabajar, como lo hicimos al comienzo del segundo trimestre.

Utilizamos los ingresos de las ventas y los recortes para agregar a algunas de nuestras posiciones más descontadas con un importante potencial alcista. Llevamos a ESRT a una posición completa sobre la debilidad de las acciones como se describe anteriormente. También añadimos un poco a ViaSat, ya que creemos que sigue siendo una acción de "Cubo 1", incluso si la debilidad en la industria aeroespacial comercial (< 20% del valor) ocupa los titulares ahora. Nuestra incorporación a Hyatt en el trimestre debe verse junto con nuestra venta de Park, como se mencionó anteriormente. Cambiamos efectivamente de Park a Hyatt porque creemos que su negocio de tarifas es mejor y de mayor calidad que la propiedad de Park y sus socios administrativos que están en mejores condiciones para atacar.

Tuvimos múltiples salidas en el trimestre que conducirán a una cartera mejorada a partir de aquí.

Además de nuestra discusión sobre Neiman y Dillard anterior, también finalizamos nuestra venta del negocio de fertilizantes nitrogenados OCI. Salimos de la empresa como resultado de una combinación de cambios en las personas (como el fundador Nassef Sawiris, a quien admiramos y apoyamos, se retiró de la gestión diaria de la empresa) y el deterioro del balance, en medio de un entorno en el que la macro inundó la capacidad de la empresa para ejecutar en el caso original. Si bien la empresa de herramientas industriales Enerpac (anteriormente Actuant) tiene un mejor negocio que estas 3 salidas antes mencionadas y probablemente generará flujo de caja este año, finalmente concluimos que una venta total de la empresa a un comprador estratégico o financiero era poco probable en este entorno. Por lo tanto, estábamos más preocupados por su asignación de capital en el futuro y vendimos la posición para obtener mejores oportunidades.

Hacia el lado positivo, vendimos el resto de nuestra posición en GCI Liberty después del final del trimestre después de

recortando en fuerza durante el último año. Este fue un gran contribuyente para el Fondo durante nuestro período de tenencia, y agradecemos a nuestros grandes socios John Malone y Greg Maffei en Liberty por cumplir con Southeastern una vez más. Si bien GCI Liberty posee buenos negocios, ahora sentimos que sus posiciones en Charter y Lending Tree tienen un precio perfecto, y nos preocupa el impacto que tendrán los bajos precios del petróleo y la reducción del turismo en sus operaciones en Alaska, por lo que era hora de seguir adelante.

En general, este trimestre nos recordó a la segunda mitad de 2008, cuando el Fondo tuvo una facturación similarmente superior a la normal. Entonces, como ahora, reevaluamos nuestro caso para cada negocio y, en última instancia, sufrimos algunas pérdidas al salir de inversiones seleccionadas. Sin embargo, resistimos la tentación de vender todos los detractores, lo que nos benefició, ya que algunas de nuestras empresas aparentemente más desafiadas en ese momento pasaron a ser las mejores en el futuro. Hicimos las llamadas correctas entonces en conjunto para establecer unos próximos 10 años sólidos, y creemos que hemos hecho lo mismo aquí.

panorama

Estamos seguros de que nuestros buenos negocios a bajo precio y sus equipos de gestión competentes y orientados a los accionistas producirán rendimientos superiores a la media. Si bien nuestra lista en cubierta, como era de esperar, tiene menos nombres que los que teníamos en marzo, son compañías excepcionalmente competitivas que creemos que tendremos la oportunidad de poseer. Gran parte del trabajo que hemos hecho precalificando el cualitativo no se habrá desperdiciado en aquellas acciones cuyos precios se dispararon más en mayo y junio, ya que podríamos tener otras oportunidades y pensar que es más probable que estas oportunidades lleguen. rápidamente con la mayor volatilidad del mercado de este año. Algunas están más cerca que otras y esperamos ver al menos una o dos nuevas empresas en la cartera la próxima vez que le escribamos. Los ejemplos en nuestra lista en cubierta incluyen una compañía financiera comprensible que hemos tenido antes y con la que nos encantaría asociarnos nuevamente. Hemos estado trabajando en dos nuevas empresas de software que no han sido tan exitosas como algunas de sus pares. Una propiedad de medios interesante que hemos tenido antes está volviendo al rango. Si bien desconfiamos de la industria minorista como se discutió anteriormente, creemos que una marca global fuerte dirigida por propietarios capaces de ir a la ofensiva se está agrupando injustamente con los minoristas en apuros. Recientemente, también dedicamos un tiempo a una empresa diversificada que posee una variedad de activos tangibles de alta calidad en industrias a las que actualmente no tenemos exposición. Y la lista continúa.

Hicimos un progreso significativo en la mejora de la solidez y la calidad de la cartera este trimestre. Hoy tenemos aproximadamente el 15% en efectivo para poner a trabajar en nuevas oportunidades que califiquen en nuestros criterios de Negocios, Personas, Precio. Confiamos en que tendremos la oportunidad de ser un proveedor de liquidez en medio del entorno actual de mayor incertidumbre global. Si bien muchos de los favoritos del mercado estadounidense de pequeña capitalización han llegado a precios aún más altos con ganancias potencialmente más bajas, creemos que la calidad de los negocios que poseemos será reconocida y que nuestra paciencia será recompensada. Le agradecemos su colaboración y esperamos cumplir con usted.

Ver [página siguiente](#) para divulgaciones importantes.

Antes de invertir en Longleaf Partners Fund, los inversionistas deben leer los objetivos de inversión, los prospectos y el prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo sujeto riesgo bursátil, a a respuesta lo que significa acciones en que puede fluctuar en el mercado general de desarrollos en empresas individuales o debido a económicas. También, porque el El fondo generalmente invierte en empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si 15 25 aumentó un mayor valores financieros. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con un mayor número de

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. El índice de valor Russell 2000 se extrae de los componentes del índice basado en Russell 2000. Relación libro-precio (B/P) directamente.

de más que puede ser volátil y el índice podría cambiar de precio. El índice de valor Russell 2000 se extrae de los componentes del índice basado en Russell 2000. Relación libro-precio (B/P) directamente.

La Crisis Financiera Global (GFC) es referencial a la crisis financiera de 2007-2008.

El EBITDA es un las ganancias de la compañía antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Free Cash Flow (FCF) es una medida para de un la capacidad de la empresa de generar flujo de caja operativo los gastos de capital y otros gastos generales, a

precios en una cartera de valores de Southeastern. El precio de las acciones P/V ("precio para La relación representa un a punto de datos único sobre el Fondo y debe interpretarse como P/V ya que no garantiza el éxito y advertimos a los inversionistas que no calculo

peso indebido de seguridad" es un hacer referencia a la diferencia entre un precio de mercado de valores y Valor de tasación calculado de Southeastern. retornos no es un de garantía de inversión de rendimiento. 0

12,8 % de las participaciones del Longleaf Small-Cap Fund. El Longleaf Small-Cap Fund ha alcanzado un rendimiento de 12,8 % de las participaciones del Longleaf Small-Cap Fund. El Longleaf Small-Cap Fund ha alcanzado un rendimiento de 12,8 % de las participaciones del Longleaf Small-Cap Fund.

cambiar

recomendaciones al comprar vender seguridad. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a cualquier riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001060

Caduca el 31/10/2020

9 de abril de 2020



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 1Q20

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un -35,93 % en el primer trimestre, mientras que el índice Russell 2000 cayó un -30,62 %. Como uno de los mayores grupos de accionistas de los Fondos, estamos decepcionados con nuestros resultados absolutos y relativos. Si bien mirar hacia el futuro no disminuye ni excusa el dolor de rendimiento a corto plazo, estamos más entusiasmados con las perspectivas a largo plazo de nuestra cartera de lo que hemos estado en más de un año.

década, o incluso dos. Dado que los mercados mundiales se han visto sacudidos por la incertidumbre y el miedo extremos en los últimos meses, hemos visto un rápido aumento en la volatilidad de los precios de las acciones y una fuerte caída en la confianza de los inversores. Solo hemos visto este nivel de interrupción unas pocas veces en los 45 años de historia de Southeastern. Cada uno de los siete mercados bajistas que ha vivido Southeastern se ha sentido excepcionalmente difícil y, en ese momento, como si nunca terminara. En cada caso, nos apegamos a nuestra disciplina y aprovechamos las dislocaciones del mercado para mejorar la cartera, lo que históricamente nos sirvió bien con el sólido desempeño posterior que surgió de esos períodos. Los factores que impulsan el entorno actual son únicos, pero nuestro enfoque disciplinado sobre cómo navegar por la confusión sigue siendo el mismo.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/03/20): desde el inicio (21/02/89): 9,01 %, diez años: 6,00 %, cinco años: -3,56 %, un año: - 30,62%. Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/03/20): desde el inicio (25/02/89): 7,23 %, diez años: 6,90 %, cinco años: -3,56 %, un año: - 30,62%.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos que el inversionista un pagaría por el rendimiento y las ganancias de capital. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión pueden variar cuando se que un canjeen, pueden valer más o el costo original. El rendimiento actualizado de los fondos de inversión puede obtener visitando www.southernasset.com.

En reportado en el Folleto fechado Mayo
gastos totales es del 0,92 %. cuanto a Longleaf Partners Small-Cap Fund 1, 2019, el índice de

Revisión de desempeño

La brecha entre el valor y el crecimiento se amplió en el trimestre, ya que el valor de Russell 2000 cayó un -35,7%, superando drásticamente la caída del -25,8% del crecimiento de Russell 2000. De hecho, Value tuvo el peor desempeño en el universo de pequeña capitalización de EE. UU. El crecimiento, que tiene convertirse en sinónimo de las empresas de tecnología de la información (TI) más altas de P/E (precio a ganancias) que han impulsado el crecimiento del mercado más amplio durante una década, fue uno de los dos únicos factores que superaron significativamente al índice.

En este trimestre, que se ha sentido mucho más largo que 91 días, los crecientes temores sobre la ahora pandemia global de COVID-19, junto con una guerra de precios del petróleo, pesaron en los mercados globales, y los gobiernos respondieron con un mayor estímulo, lo que resultó en tasas de interés aún más bajas y mayor incertidumbre política mundial. El índice de volatilidad del mercado (VIX) superó su nivel absoluto más alto y registró su mayor movimiento intradiario desde la crisis financiera mundial (GFC).

Como muestra la siguiente tabla, el diferencial entre los rendimientos de las acciones y los bonos está cerca de un máximo histórico, y las acciones crecen cada vez más convincentes frente a la seguridad percibida de los bonos. El múltiplo de ganancias a rendimiento de tesorería es significativamente más alto que en 2009, lo que destaca el caso absoluto y relativo extremadamente convincente para la inversión activa de capital en la actualidad. Si bien algunos inversores buscan ganar exposición hoy a través del índice o el comercio de ETF en un esfuerzo por cronometrar y capturar la versión beta del mercado, creemos que este es un juego peligroso. Ahora más que nunca, habrá diferencias entre los ganadores y los perdedores en función de la seguridad individual. Nuestro trabajo de abajo hacia arriba en negocios, personas y precios nos ayuda a distinguir entre empresas que cotizan en múltiplos de un dígito de flujo de efectivo libre (FCF) que crecerán frente a acciones múltiples bajas con negocios subyacentes deficientes o aquellas que se sienten más seguras en múltiplos más altos pero no No tengo a las personas adecuadas al timón para navegar la tormenta actual del mercado. El fondo de pequeña capitalización cotiza a un P/U promedio de 9x y un rendimiento de ganancias promedio del 11 %, un diferencial de casi el 10 % y más Múltiples 9x versus bonos del Tesoro a 30 años. Como dijo recientemente Warren Buffett sobre los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años: "Si alguien viniera a usted con una acción y le dijera: 'Esta es una acción excelente. Se vende a 70 veces las ganancias. Las ganancias no pueden aumentar durante 10 años', dirías, 'Bueno, explícamelo de nuevo'.

	Russell 2000 LTM P/E	Russell 2000 Earnings Yield	30-Year US Treasury Yield	Difference	Earnings Yield to Treasury Yield Multiple
1990	14.1	7.09%	9.08%	-1.99%	0.78
2002	29.9	3.34%	4.86%	-1.52%	0.69
2009	17.0	5.88%	3.57%	2.31%	1.65
2020	12.5	8.02%	1.32%	6.70%	6.09

Source: Factset

LTM P/E is the trailing price to earnings (P/E) multiple using the last twelve months (LTM) of actual earnings; Earnings yield is the inverse of the P/E ratio.

Sentimiento del mercado: cálculo, estadísticas e historia

Si bien no somos pronosticadores del mercado ni profesionales médicos que puedan predecir cuánto durará esta situación, debemos analizar de manera más amplia la mejor manera de construir nuestras carteras en el futuro. No creemos que todo “vuelva a la normalidad” en unos meses. Sin embargo, es sorprendente cuán dramáticamente ha cambiado el sentimiento en las últimas semanas. Tratamos de recordar algunos principios matemáticos simples durante este período de gran incertidumbre. Primero, el crecimiento exponencial puede ser difícil de comprender cuando las cosas están subiendo, pero el mercado de valores generalmente reacciona más a la segunda derivada de una curva: ¿las cosas se están acelerando, desacelerando o aplanando? Si bien el número absoluto de casos y muertes aumentará en el corto plazo, existe la posibilidad de que la tasa de crecimiento mundial comience a desacelerarse con la adopción de medidas globales de mitigación agresivas. Esto podría ser percibido positivamente por los mercados, como en 2009 cuando hubo muchas malas noticias después de principios de marzo, pero el mercado dio un giro al alza después de que brotaron los primeros “brotes verdes”. El segundo concepto matemático que debemos recordar es que, a medida que aumenta la cantidad de casos y pruebas en todo el mundo, este tamaño de muestra más grande brinda al mundo más datos para analizar. Esto, a su vez, conduce a un mayor potencial para tratamientos innovadores y una mejor comprensión de quién ya ha tenido el virus y se ha recuperado. Esto debe atenuarse con el hecho de que muchos expertos esperan que el COVID-19 sea estacional con una segunda ola en el otoño. El mercado odia la incertidumbre, por lo que si bien es probable que más datos conduzcan a aspectos negativos más inmediatos, el hecho de que haya menos "incógnitas desconocidas" en los próximos meses probablemente sea positivo. Además, el enfoque mundial en el desarrollo de una vacuna COVID-19 nos da confianza de que, a medida que miramos hacia 2021 y más allá, el mercado debería comenzar

descartando un mundo más "normal", incluso si la nueva definición de normal se ve muy diferente a la de 2019.

En este entorno, nos centramos en las empresas que pueden sobrevivir los próximos 6 a 12 meses sin necesidad de depender de la amabilidad de los bancos o los consumidores, pero no vamos a correr por las colinas y solo poseemos aquellas empresas que sienten la "más seguro"

ahora. Desde una perspectiva a más largo plazo, también podríamos ver que la pandemia provoque cambios profundos en tres frentes que han dañado nuestra cartera en términos relativos durante los últimos 10 años o más. En primer lugar, la impresión de billones de dólares en todo el mundo para mantener las cosas a flote en este período finalmente podría conducir a cierta inflación, después de más de una década de tasas de interés anémicas. Si bien los datos históricos no son 100% concluyentes sobre los efectos de la inflación por valor

frente a las acciones de crecimiento, los extremos de la Gran Depresión deflacionaria (cuando ganó el crecimiento) y el período inflacionario de 1974 a principios de los 90 (cuando ganó el valor) sugieren un giro potencialmente positivo para nuestro estilo de inversión. Nuestros negocios por lo general se benefician del poder de fijación de precios o de las regalías por ganancias brutas, lo que debería ayudarlos a prosperar en un entorno más inflacionario.

En segundo lugar, a medida que pasamos de luchar contra el coronavirus a toda costa a descubrir cómo pagar la factura, sospechamos que podríamos ver algunos cambios profundos en el sistema de salud de EE. UU. Siempre hemos tenido dificultades para capitalizar a perpetuidad los altos rendimientos de muchos actores de la atención médica, para un servicio de vida o muerte. La crisis de COVID-19 está arrojando luz sobre el sistema defectuoso, donde las personas evitan las pruebas o el tratamiento de una enfermedad altamente contagiosa porque temen las facturas médicas, lo que resulta en una crisis de salud pública significativamente peor. En tercer lugar, esperamos ver un eventual reequilibrio dentro de la tecnología de la información, el otro sector que ha dominado los mercados públicos y privados durante más de una década, superando incluso durante este período de dificultades del mercado. Parece algo contradictorio hoy presentar un caso contra las empresas de TI, ya que el mundo se mueve hacia el trabajo remoto y recurre a las aplicaciones y sitios web de comercio electrónico, mientras que debemos abstenernos de otras formas de comercio directo. Sin embargo, un entorno más duro y condiciones de financiación más estrictas eventualmente obligarán a estas empresas a reducir costos, aumentar los precios y buscar ganancias, poniendo así fin al aparentemente virtuoso ciclo de satisfacción del cliente a corto plazo de buscar mayores volúmenes a toda costa para satisfacer las demandas de los consumidores cada vez más desafiantes, que finalmente castiga a otras industrias. Finalmente, muchos gigantes de TI tienen tanto la ley de los grandes números como reguladores mundiales trabajando para disminuir los rendimientos futuros.

Confianza en lo que poseemos: Pruebas de estrés en un período estresante

Volviendo a lo que poseemos hoy, ganamos confianza en nuestra cartera de varias maneras.

En primer lugar, consideramos nuestra historia de 45 años como un recordatorio de cómo los patrones de rentabilidad que siguen a grandes recesiones pueden ser rápidos y considerables. Históricamente, hemos visto un rendimiento inferior absoluto y relativo a corto plazo a medida que los mercados caían. Si bien siempre es increíblemente desagradable, esto es comprensible, porque cuando los mercados colapsan, las correlaciones se dirigen hacia uno. Los nombres de valor generalmente se evitan en el vuelo inicial hacia la calidad de un accidente. Sin embargo, nuestro rendimiento en los más de 12 meses posteriores a los puntos bajos ha sido espectacular, ya que los desequilibrios de valor se han corregido en las recuperaciones.

En períodos como el actual, mantenemos un diálogo aún más activo y comprometido con nuestros socios en los que invertimos en todas nuestras carteras globales. En algunos casos, estamos buscando formas de agregar valor alentando a nuestros equipos de gestión a buscar movimientos de asignación de capital inteligentes y que generen valor o cambios de personas para mejorar la gobernanza y la supervisión. En estos tiempos, nuestro enfoque detrás de escena para el compromiso es aún más productivo y apreciado, y esperamos compartir los frutos de ese compromiso a medida que vemos el progreso. En muchos casos, estamos actuando como una caja de resonancia o animando a nuestros socios de gestión, que ya están tomando medidas para aumentar el valor y, en última instancia, lograr que se reconozca ese valor, como en CNX. Nuestros socios estaban completamente cubiertos a excelentes precios antes de esta recesión, cerraron un financiamiento respaldado por activos a una tasa de interés del 6-7% en marzo y usaron el dinero recaudado para comprar en el comercio de deuda con un alto rendimiento de adolescentes. Muchas de nuestras empresas ofrecen una visión única de la situación macro, lo que nos ayuda a refinar nuestros supuestos específicos de la empresa de abajo hacia arriba y también informa nuestra visión macro más amplia. Los economistas de FedEx son una fuerza económica mundial fantástica.

barómetro. También observamos de cerca el comportamiento de nuestros equipos de gestión, que a menudo habla más que las palabras. Mientras escribimos esta carta, personas con información privilegiada en nueve de las participaciones del Fondo han comprado acciones personalmente este trimestre, lo que indica su confianza en sus empresas.

Además, estamos revisando cada empresa que poseemos caso por caso para determinar el impacto de valor potencial de este desastre y asegurarnos de que nuestros valores de tasación sean adecuadamente conservadores a medida que enfrentamos un futuro incierto. Creemos firmemente que poseemos negocios de alta calidad con equipos de gestión capaces que pueden navegar hábilmente en el entorno actual. Sin embargo, los valores a largo plazo están cambiando más rápido que

nunca hemos visto, ya que el FCF a corto plazo se ha evaporado o disminuido drásticamente para ciertas regiones y negocios.

Como escribimos en nuestra actualización reciente de COVID-19, agrupamos ampliamente nuestras inversiones en tres categorías a medida que reevaluamos las tenencias de nuestra cartera:

1) Aquellos en los que esperamos un impacto mínimo a largo plazo y/o vemos el potencial para que la empresa se beneficie al menos parcialmente de la situación actual. En general, esperamos ver un pequeño impacto en el valor a corto plazo, pero un importante potencial de crecimiento del valor a largo plazo de estos negocios que pueden compensar con creces el dolor actual. Aproximadamente el 20 % de la cartera de Small-Cap Fund cae en esta categoría, incluido CenturyLink, que está experimentando una mayor demanda de su infraestructura de fibra a medida que las videoconferencias y el streaming crecen con fuerza en todo el mundo y los proveedores finales se están quedando sin ancho de banda, incluso cuando sus Small y la base de clientes de medianas empresas verá un impacto. La compañía de gas natural CNX Resources debería ser un beneficiario neto de sub-\$30-

40/barril de petróleo, ya que el crecimiento del "gas asociado" debería disminuir drásticamente a medida que disminuye la perforación de petróleo en la cuenca Pérmica, creando un mejor equilibrio futuro entre la oferta y la demanda de gas natural. La compañía de comunicaciones satelitales ViaSat debería beneficiarse de la disminución de la competencia, con OneWeb declarándose en bancarrota y Starlink en problemas.

Aunque el negocio de banda ancha para aerolíneas de ViaSat (que representa menos del 10% de los ingresos) verá volúmenes diferidos, su negocio residencial Exede es más fuerte en el entorno actual y podrá hacer uso de la capacidad del negocio de banda ancha para aerolíneas, mientras que su segmento gubernamental se siente poco impacto

2) Aquellas que esperamos que sientan un mayor impacto a corto plazo (a mediados de la adolescencia) disminución porcentual en promedio), pero donde nos sentimos muy seguros a largo plazo. Esta situación describe la mayoría de nuestras posiciones, aproximadamente el 60% del Fondo, similar a lo que vimos en la GFC. Mantuvimos y/o agregamos a esta categoría en el GFC, y esas compañías en última instancia lideraron el rendimiento superior significativo del Fondo a medida que

se recuperó en 2009. Esperamos ver un patrón similar cuando nos recuperemos de la recesión actual. Por ejemplo, los negocios más sensibles desde el punto de vista económico de la empresa alemana de productos químicos especializados Lanxess, principalmente la industria automotriz, que representa la mitad de los ingresos por ciento, sufrirán en el entorno actual, pero sus otras líneas de negocios deberían demostrar más resiliencia. La compañía está bien posicionada, dada la excelente salud de su balance. La empresa aprovechó la debilidad para recomprar acciones de manera oportunista. El CEO Matthias Zachert también tiene un sólido historial de fusiones y adquisiciones acumulativas, y es probable que este entorno genere algunas oportunidades atractivas. La empresa de juguetes clásicos Mattel ahora se enfrenta a mayores obstáculos en el entorno actual, pero su cadena de suministro es más flexible que nunca, la empresa está produciendo FCF positivo y está moviendo múltiples activos improductivos a través de su canal de contenido, y las acciones cotizan a 5 veces nuestra estimación del poder de las ganancias. La empresa maderera PotlatchDeltic ha demostrado una gran estabilidad de valor en tiempos como el actual. Sin embargo, los activos de la planta de la compañía, que comprenden menos del 15% del valor, se verán afectados negativamente por una disminución a corto plazo en la demanda de viviendas. La empresa está bien capitalizada con un gran equipo de gestión experimentado y cotiza a menos del 60 % de lo que pagaría un comprador privado por los activos madereros.

- 3) Aquellos en los que esperamos ver un impacto más material a corto plazo y un posible deterioro a largo plazo de la tasación. Si bien es difícil saber cuánto tiempo continuará la crisis actual, es posible que veamos algunas caídas de valor importantes (20 % o más en promedio) en este grupo más pequeño de empresas, que representan aproximadamente el 15 % de la cartera, lo que recuerda a GFC. Esto incluye un puñado de empresas con la combinación de riesgo operativo y financiero que discutimos en 2008 y/o dilución percibida o riesgo de quiebra, que está pesando aún más sobre el precio de las acciones. Park Hotels ha visto caídas dramáticas en la ocupación en el entorno actual, ya que cerró la mayoría de sus propiedades. Tenía un nivel de apalancamiento que parecía normal para su industria, pero con las pérdidas a corto plazo de estos cierres, la situación ha cambiado.

Park se ha visto afectado por una caída dramática en la ocupación como resultado de los cierres en los EE. UU., pero también cotiza con un descuento extremo en el valor de reemplazo y tuvo compras internas alentadoras en marzo.

La empresa de fertilizantes nitrogenados OCI tiene una cantidad significativa de riesgo de divisas y precios de materias primas (ya que tiende a seguir los precios del petróleo) fuera de su control, combinado con una deuda que estaría bien durante tiempos normales o incluso ligeramente estresados, pero que podría ser un poco más alto que querría la compañía si pudieran comenzar de nuevo hoy. Sin embargo, la empresa ha podido pasar al gasto de capital de mantenimiento y generar FCF en este entorno. El propietario de bienes raíces y operador de grandes almacenes Dillard's se beneficia de un balance líder en la industria y de la propiedad del 90 % de sus bienes inmuebles de primera calidad, aún valiosos, pero ha cerrado tiendas y actualmente enfrenta pérdidas a corto plazo. El minorista de lujo Neiman Marcus tiene más del 30% de sus ingresos en línea, pero se enfrenta a otra reestructuración de la deuda que, con suerte, conducirá a un camino más constructivo. Finalmente, la franquicia de corretaje de bienes raíces Realogy ha visto una desaceleración dramática en las ventas de casas nuevas, que podría continuar durante la temporada clave de ventas de primavera/verano. El precio de las acciones ha caído más del 75% en el último mes, pero la empresa soportó una prueba de estrés similar en la GFC, cuando su deuda se negoció a 10 centavos por dólar antes de recuperarse finalmente para pagar a sus propietarios de capital privado.

Estamos sopesando cuidadosamente cada negocio individual, revisando nuestro caso para cada uno. En algunos casos, es probable que las empresas de "categoría 3" demuestren ser en realidad una "categoría 1 o 2", como se describe anteriormente. Sin embargo, nuestra disciplina dicta que no sumaremos a empresas en las que nuestro valor haya sufrido un deterioro permanente hasta que nuestros valores se hayan estabilizado y comenzado a crecer nuevamente. Si creemos que el caso comercial a largo plazo o las ventajas competitivas de un negocio se ven perjudicados y/o que nuestros socios administrativos no son capaces de tomar medidas para aumentar el valor, entonces tomaremos medidas para mejorar nuestra cartera.

Reconocemos que puede ser fácil caer presa de simplemente mantener o duplicar las empresas que ya poseemos y conocemos en un entorno incierto, y también reconocemos que construimos nuestras carteras en un entorno muy diferente al actual.

Por lo tanto, estamos analizando cada empresa existente y comparándola con las oportunidades para mejorar la calidad y la durabilidad de la cartera con cualquier nueva incorporación. Lo que más importará en el futuro son las acciones individuales que poseemos y los cambios que estamos realizando en nuestras carteras.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del primer trimestre; contribución del fondo del primer trimestre)

Realogy (-69%, -4,05%), la franquicia de corretaje de bienes raíces, fue el mayor detractor en el trimestre. En febrero, la compañía reportó un sólido cuarto trimestre con ingresos de franquicias que aumentaron un 7%. Como Compass ya no era capaz de robar agentes con paquetes de compensación irracionalmente grandes, los problemas de Realogy quedaron atrás. Desde entonces, la pandemia de COVID-19 ha detenido por completo el mercado inmobiliario de EE. UU. Como resultado, Realogy, a pesar de una posición de liquidez adecuada para una recesión más normal, ahora corre el riesgo de incumplir los acuerdos de deuda a finales de este año. El director ejecutivo Ryan Schneider, un importante propietario de las acciones, anunció la venta del negocio de reubicación de la compañía a un precio excelente el año pasado, lo que permitiría a Realogy reducir el apalancamiento de su balance general y concentrarse más en su negocio de tarifas de franquicias generadoras de efectivo, pero este acuerdo aún no se ha cerrado. La historia de Realogy nos da confianza, ya que la empresa soportó una prueba de estrés similar a través de GFC, cuando su deuda se negoció a 10 centavos por dólar. La sólida marca y las relaciones de licencia de Realogy hacen que valga mucho más vivo que muerto para sus prestamistas, que estaban motivados para ayudar a la empresa a sobrevivir y, en última instancia, producir rendimientos de capital positivos para sus propietarios. Esperamos un resultado similar bajo el fuerte liderazgo de Schneider, quien está dando todos los pasos bajo su control para cerrar la gran brecha de precio-valor. Debido al rápido cambio en el valor de la empresa, no hemos aumentado nuestra posición y estamos monitoreando de cerca la situación.

Graham Holdings (-47 %, -2,98 %), el conglomerado de medios y educación, influyó en la rentabilidad del trimestre. En febrero, la compañía reportó un fuerte crecimiento del 5 % en sus estaciones de televisión y un desempeño mixto en la educación de Kaplan y su producción.

subsidiarias. El coronavirus está afectando negativamente los ingresos televisivos de la empresa de los anunciantes locales cuyos negocios se han derrumbado. Los programas de Kaplan International también se han visto interrumpidos por el impacto del virus en los viajes transfronterizos. El balance de caja neto de la empresa y la pensión sobrefinanciada son compensaciones positivas que permitirán a la empresa capear la tormenta y potencialmente pasar a la ofensiva, ya que la empresa tiene un historial de fuertes movimientos de asignación de capital, incluidas recompras inteligentes de acciones a precios ventajosos y valor acumulado. MAMÁ.

CenturyLink (-27 %, -2.79 %), la compañía de telecomunicaciones de fibra, fue otro de los principales detractores, a pesar de reportar más de \$1 de FCF por acción en el cuarto trimestre de 2019. Dos analistas del lado de la venta rebajaron la calificación de CenturyLink a "vender" en el últimas semanas del trimestre, siendo los principales puntos de preocupación el negocio de voz y de consumo, que ha sido un desafío desde hace mucho tiempo, y una disminución esperada en las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), ya que los clientes dentro de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) segmento cerrado en el entorno actual. Nuestro caso siempre ha asumido que el negocio de voz y consumo "malo", que comprende aproximadamente un tercio del EBITDA, continúa disminuyendo cada año. El crecimiento positivo de las partes "buenas" restantes del negocio proviene de segmentos con perspectivas de crecimiento a largo plazo, como Enterprise, SMB y conectividad internacional. El negocio de las PYMES se ve desafiado hoy por los clientes de pequeñas empresas que enfrentan amenazas existenciales repentinas, y es posible que veamos un impacto único en el EBITDA a medida que la empresa aborda el mal crédito de estos clientes. Sin embargo, esto se ve compensado positivamente por el aumento significativo en la demanda del negocio empresarial para admitir el trabajo remoto y la transmisión en el hogar, ilustrado en parte por el crecimiento del cliente de video chat de CenturyLink, Zoom. La compañía, como muchas otras, ha suspendido la orientación en el entorno actual, pero creemos que está bien posicionada para salir aún más fuerte que antes. La deuda neta a EBITDA de la compañía está en una posición mucho mejor que en 2008-09, y produce más de \$3 por acción en FCF. Como se indicó anteriormente, tenemos un formulario 13-D presentado en la empresa y estamos comprometidos activamente con el director ejecutivo Jeff Storey y la junta para explorar numerosas opciones estratégicas para cerrar la brecha sustancial entre el precio de las acciones y el valor de tasación a largo plazo.

Park Hotels and Resorts (-68%, -2.61%), fue otro de los principales detractores. Al igual que con el resto de la industria, el coronavirus llevó los niveles de ocupación a mínimos sin precedentes. Park respondió cerrando la totalidad o parte de muchos de los hoteles de su propiedad. Evaluamos la

la deuda de la empresa (el próximo vencimiento es de \$700 millones a fines de 2021) y la liquidez (alrededor de \$1.400 millones) y cree que sobrevivirá a la crisis. El CEO Tom Baltimore compró acciones personalmente después de la fuerte caída de las acciones, pero todavía muy por encima de donde cotizan.

Las acciones tenían grandes descuentos al final del trimestre, pero nuestra evaluación del valor ha disminuido con la pérdida de flujo de caja. Park cotiza con un descuento extremadamente amplio tanto en el costo de reemplazo relativamente estable (comercia a menos del 20% de esa métrica) como en un valor de rápido movimiento, lo que brinda un amplio margen de seguridad al bajo precio actual.

Los bonos Neiman Marcus del fondo (-41 %, -2,55 %) restaron valor después de que el minorista cerrara tiendas a mediados de marzo en respuesta al brote de coronavirus. Titulares recientes informaron discusiones entre la compañía y sus prestamistas para solicitar protección por bancarrota. Subestimamos el alcance y la velocidad del impacto que la interrupción del coronavirus, junto con la debilidad del precio del petróleo que afecta negativamente a sus clientes de Texas, tendría en el negocio. Hemos seguido empresas a través de la bancarrota antes, y creemos que una nueva estructura de deuda y propiedad podría ser positiva a largo plazo para la empresa. La garantía de los bonos incluye MyTheresa, una subsidiaria de comercio electrónico en crecimiento, y las ubicaciones de Neiman en importantes destinos minoristas en los EE. UU., especialmente Bergdorf Goodman y la nueva tienda Neiman Marcus Hudson Yards.

Hicimos varias transacciones durante el trimestre para cambiar de los pagarés de tercer gravamen más subordinados a los pagarés de segundo gravamen más senior, lo que mejora nuestra posición en una situación de quiebra.

Actividad de la cartera

Comenzamos el año con niveles de caja relativamente altos, que hemos utilizado como polvo seco para mejorar nuestras carteras. El fondo inició dos nuevas posiciones, Hyatt Hotels y Univar Solutions, y dos negocios "reciclados" que hemos poseído con éxito antes (Empire State Realty Trust) y/o que ya poseíamos en otra cartera (Lanxess).

Compramos la compañía hotelera mundial Hyatt por menos de la mitad de nuestro valor de tasación en marzo, ya que las acciones de la industria de viajes enfrentaron ventas indiscriminadas. El negocio combina muchas de las cualidades que buscamos en cada nueva inversión: un balance general seguro, socios propietarios con un excelente historial, una marca comprobada con clientes leales, ingresos por regalías de alto margen y propiedad inmobiliaria con un alto costo de reposición. La pandemia congelará muchas de las operaciones de la empresa durante gran parte de este año, pero el negocio

está posicionado para resistir incluso un cierre prolongado y prosperar en el otro lado.

El balance general tiene un apalancamiento neto más bajo que prácticamente todos sus competidores, y el 60% del valor proviene de tarifas de franquicia de capital reducido. Hemos tenido una larga historia de inversión exitosa en esta industria, típicamente iniciando y/o aumentando nuestra inversión durante tiempos de interrupción significativa de la industria. Una vez más compramos Empire State Realty Trust (ESRT), propietario del Empire State Building y otras propiedades en el área metropolitana de Nueva York. El precio de sus acciones ha disminuido drásticamente cuando cerró el Observatorio del Empire State Building debido al coronavirus, y su negocio de propiedades de oficinas en Manhattan puede verse afectado negativamente a corto y mediano plazo. Tenemos un gran socio en el CEO Tony Malkin, quien refinanció la deuda a tasas atractivas a fines de marzo, agregando \$300 millones en ingresos de efectivo incrementales netos a su balance general. El entorno actual podría proporcionar algunas oportunidades atractivas de recompra de acciones y/o fusiones y adquisiciones.

Compramos la compañía de productos químicos especializados Lanxess, que ya poseíamos en el Fondo Internacional y que mencionamos anteriormente como un sólido negocio de "categoría 2" que está preparado para navegar de manera efectiva en la tormenta actual del mercado. Anteriormente, también poseíamos parte de sus activos a través de Chemtura, una inversión exitosa en Small Cap Fund en los últimos años. Históricamente, el negocio era más cíclico y dependía de los productos básicos, liderado por un fuerte énfasis en la producción de caucho para llantas. Desde que regresó a Lanxess en 2014, el director ejecutivo Matthias Zachert ha migrado el enfoque a productos químicos especiales con perspectivas de crecimiento más sólidas y menos volátiles. La venta del negocio del caucho a un precio muy atractivo, la adquisición de Chemtura en 2017, un enfoque en costos y eficiencias y recompras de acciones oportunistas a precios que aumentan el valor han resaltado la capacidad de Zachert para generar valor comercial a largo plazo. También abrimos una posición en Univar Solutions, el principal distribuidor mundial de productos químicos, después de que informara ganancias decepcionantes en el cuarto trimestre como resultado de la debilidad en sus negocios de energía y productos químicos básicos y con las preocupaciones del mercado sobre el excedente de accionistas. Univar, posicionada competitivamente con una base de clientes global diversa, es esencialmente una regalía de ganancias brutas en la industria química, sin el mismo tipo de inversión en planta fija que sus clientes.

Los inversores a largo plazo con ideas afines TCI y Baupost son propietarios importantes de la empresa, que representan el 16 % de las acciones en circulación. En la última semana del trimestre, la compañía reafirmó la solidez del balance general y confiamos en que el negocio generará flujo de caja libre incluso en este difícil año.

Recortamos varias empresas para reasignar efectivo a ideas nuevas y existentes. Nuestros principales incrementos en participaciones existentes fueron Liberty Formula One y ViaSat, ambas empresas de alta calidad en los grupos 1 y 2, como se describe anteriormente. Nuestro efectivo ahora ha bajado al 6%, y continuamos monitoreando nuestras tenencias actuales y nuestra lista en cubierta en busca de nuevas oportunidades para mejorar.

Plan de negocios COVID-19 de Southeastern

Si bien hemos discutido extensamente la oportunidad de inversión que ha creado la interrupción del mercado, nos entristece profundamente la devastadora pérdida de vidas y el peligroso impacto en la salud que la pandemia de COVID-19 ha tenido para tantos en todo el mundo. La salud y la seguridad de nuestros empleados, sus familias, nuestros clientes y la comunidad que nos rodea siguen siendo nuestra principal prioridad. Nos ha alentado ver que algunas de nuestras empresas toman medidas para ayudar en lo que pueden, como los equipos de Fórmula Uno que trabajan para ayudar a desarrollar ventiladores y otras ayudas respiratorias para pacientes con coronavirus.

Southeastern está monitoreando de cerca la situación de rápido desarrollo y siguiendo las pautas y mejores prácticas de la OMS y del gobierno local. Cambiamos a los empleados a un escenario de trabajo remoto en el transcurso del trimestre y hemos restringido temporalmente todos los viajes de negocios y la asistencia a conferencias para todos los empleados. Todos los equipos se están coordinando para garantizar la máxima productividad con este arreglo y lo han logrado con una interrupción mínima. Contamos con un sólido plan de continuidad comercial (BCP) y una plataforma de conectividad remota, y nuestro equipo de investigación global está acostumbrado a comunicarse en múltiples ubicaciones y zonas horarias. La transición ha sido fluida, sin problemas materiales con la conectividad o interrupciones en las actividades comerciales diarias.

Reapertura del Fondo y Outlook

Cerramos el Small-Cap Fund a nuevos inversionistas en agosto de 1997 para manejar nuestro tamaño frente a posibles restricciones de liquidez que limitarían el conjunto de oportunidades y para evitar diluir a nuestros accionistas, dado el aumento de efectivo en ese momento. El Fondo ha permanecido cerrado a nuevos inversores durante más de dos décadas en el transcurso de varios mercados condiciones

A lo largo de ese período, nuestros clientes a largo plazo con ideas afines agregaron de manera oportunista en momentos atractivos y tomaron efectivo cuando el conjunto de oportunidades era más limitado. Siempre nos esforzamos por comunicar nuestros puntos de vista sobre el conjunto de oportunidades y lo que estamos haciendo con nuestro propio capital de la manera más transparente posible. En el primer trimestre, los empleados de Southeastern se sumaron a nuestra inversión en el Fondo con la mayor compra colectiva de información privilegiada desde GFC. Y creemos que es un buen momento para que nuestros socios se sumen también.

Hoy, la oportunidad que se presenta para la pequeña capitalización de EE. UU. es aún más atractiva que en 2008-09. El universo de empresas de pequeña capitalización comenzó el año con un nivel de descuento más atractivo que el mercado estadounidense de empresas de gran capitalización y se ha vuelto aún más atractivo en medio de las ventas indiscriminadas. Después de mucha consideración, hemos decidido reabrir temporalmente el Fondo de pequeña capitalización a nuevos inversores. Actualmente estamos apuntando a un nivel de activos bajo administración (AUM) de \$ 2.5 mil millones y continuaremos monitoreando este objetivo a medida que se desarrolle la situación. Seremos diligentes en la gestión del tamaño del Fondo para garantizar que sigamos siendo lo suficientemente pequeños para ser ágiles y aprovechar las atractivas empresas más pequeñas que tienen grandes descuentos en la actualidad.

Nuestra perspectiva a largo plazo para la cartera es la más sólida en más de una década.

Aunque esperamos ver cierta volatilidad continua a corto plazo antes de que veamos un repunte sostenido, creemos que nuestra cartera está bien posicionada para capear la tormenta.

No sabemos cuándo, pero la situación de COVID-19 eventualmente se estabilizará y las empresas globales se recuperarán. Cuando lo hagan, las acciones deberían superar ampliamente a los bonos, que están a punto de perder capital de manera significativa, ya que las tasas de interés no pueden bajar mucho más.

Creemos que nuestras empresas superarán al mercado, como lo han hecho en períodos de recuperación anteriores porque hoy en día tienen mayores descuentos, a pesar de ser negocios sólidos y de alta calidad. Nuestros socios de administración son excepcionales y están tomando las medidas necesarias para crear un valor significativo mientras navegan por sus negocios a través de este período incierto para resurgir aún más fuertes en el futuro. El efectivo en la cartera es del 6 %, el más bajo en casi una década, y la relación precio/valor (P/V) está en el bajo 40 %, un nivel que solo se vio una vez en nuestra historia de seguimiento de la métrica, durante la GFC. Como se muestra en el gráfico a continuación, históricamente hemos visto un fuerte rendimiento superior relativo y absoluto en los siguientes 12 meses o más después de períodos de P/V por debajo del 60 %.

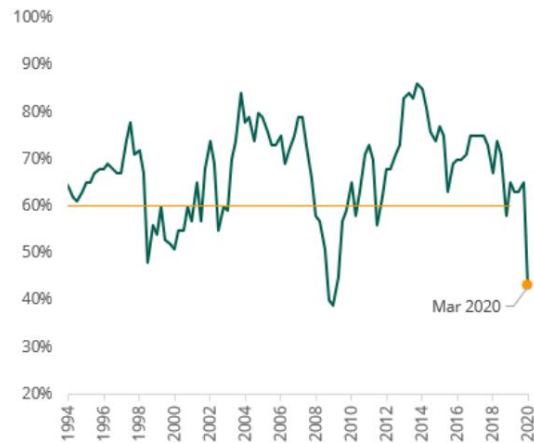
Longleaf Small Cap Fund

Average Total Return Following P/V Less Than 60%



Quarterly Price-to-Value Ratio

Current P/V is low-40s%



Nuestra lista en cubierta de nuevas participaciones potenciales calificadas se ha más que duplicado durante el primer trimestre. Las oportunidades no se limitan a una sola industria o región, ya que la venta ha abierto oportunidades en un amplio espectro de empresas. Algunas de las oportunidades más interesantes que estamos considerando incluyen acciones de "grupos de personas", principalmente en el espacio de viajes y entretenimiento, que tienen una ventaja competitiva para capear la tormenta; empresas mal entendidas donde el mercado está aplicando un escenario de 2008 a pesar de que el negocio ha cambiado significativamente desde la GFC; e industrias o negocios que son grandes productores de valor a largo plazo pero que están sujetos a volatilidad a corto plazo. Si bien muchos de estos negocios son más cíclicos o dependientes del consumidor a corto plazo, hoy representan una oportunidad similar a las empresas que compramos después del 11 de septiembre en 2001-02 y en la GFC en 2008-09, lo que condujo a nuestra fuerte posterior rendimiento superior

Por ejemplo, nos estamos volviendo a poner al día con uno de nuestros antiguos ganadores del Fondo que se encuentra en las industrias de los medios de comunicación y de bienes raíces. Estamos trabajando en un minorista con un nuevo negocio oculto que creemos que falta en el mercado. Tenemos convicción en una industria única que hemos seguido durante mucho tiempo pero que evitamos debido al equipo de gestión que ahora tiene un nuevo líder en el lugar, con quien nos reuniremos para reevaluar nuestro caso. Hemos visitado una empresa de servicios que creemos que tiene una larga trayectoria de crecimiento y un gran balance, pero que el mercado pasa por alto porque no tiene competidores públicos directos. La lista continua.

Creemos que muchas empresas de productos de marca para el consumidor, servicios públicos y atención de la salud siguen teniendo un precio justo o demasiado caro, dada su actitud defensiva percibida, pero nos encantaría tener algunas de estas empresas al precio correcto y las estamos monitoreando de cerca. Estamos evitando empresas indiferenciadas con balances sobreapalancados, sin importar cuán estadísticamente baratas sean, como las financieras con muchos balances, el petróleo (que no consideramos de calidad suficiente, a pesar de la gran caída de precios), las aerolíneas, etc

Hemos intensificado nuestra comunicación con usted durante las últimas semanas, y debe esperar un alcance adicional de nuestra parte mientras dure esta crisis. Esperamos que nuestro podcast y nuestras preguntas frecuentes le hayan resultado útiles, y lo alentamos a que se comunique con nosotros en info@SEasset.com o podcast@SEasset.com con sus preguntas y temas que le gustaría que cubramos en futuras comunicaciones. Le agradecemos su continua colaboración, confianza y paciencia. Creemos que será recompensado con un fuerte desempeño futuro.

Ver [página siguiente](#) para divulgaciones importantes.

Antes de invertir en Longleaf Partners Small-Cap Fund, los objetivos de inversión, los
riesgos y los costos de este fondo de inversión para corriente a

Prospecto y Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo sujeto riesgo bursátil, a a respuesta lo que significa acciones en que puede fluctuar en el mercado por los desarrollos en empresas individuales o debido a condiciones económicas. También, porque el El fondo generalmente invierte en empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si 15 25 mantuvo un mayor valores financieros. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las acciones de

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir en el índice directamente. Un

A 13D generalmente se requiere para el cambio de control de una empresa que se registra en el SEC. Las presentaciones más limitadas debido al control de influencia del emisor. un a o un intención de cambiar

de índice de volatilidad CBOE, que refleja la expectativa del mercado de VIX es opciones S&P 500 basado en la volatilidad en un rango

La Crisis Financiera Global (GFC) es referencial a la crisis financiera de 2007-2008.

Precio / Las ganancias (P/E) es la razón de un el precio de las acciones de la compañía comparó sus ganancias con por

Cuota. EBITDA las ganancias de la compañía antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Free Cash Flow (FCF) es una medida de la capacidad de la empresa de generar flujo de efectivo, la capacidad gastos de capital necesarios menos. flujo de caja operativo

P/V ("valor de precio") es una medida de la relación entre el precio de las acciones en una cartera con punto de datos único sobre el Fondo y no debe interpretarse como P/V relación que representa a resultados futuros. a algo más. y este cálculo advertimos a los inversores que no den

de Seguridad" hace referencia a la diferencia entre es y aa precio de mercado de valores Valor de tasación calculado de Southeastern. No es un y de garantía de inversión rendimiento O devoluciones.

Al 31 de marzo de 2020, los diez primeros tenencias para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Kodak, 12,0%; CenturyLink, 11,0%; Mattel, 6,6%; Fórmula Uno, 6,3%; PotlatchDeltic, 6,1%; Graham Holdings, 4,8%; Recursos CNX, 4,7%; Lazard, 4,7%; Herramienta Enerpac, 4,4%; Las conversaciones sobre cambio Libertad, 4,3%. Las tenencias del fondo están sujetas y celebradas en su totalidad en efectivo. Están a recomendaciones de riesgo o comprar

para

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP001018

Caduca el 31/07/2020

13 de enero de 2020



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 4Q19

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 9,32 % en el cuarto trimestre, lo que llevó el rendimiento del año hasta la fecha (YTD) al 19,65 %, muy por encima de nuestro objetivo anual absoluto de inflación más el 10 % en ambos períodos. Casi igualamos el 9,94% del índice Russell 2000 en el trimestre, pero quedamos atrás del 25,53% del año. Nuestro saldo de efectivo promedio del 16 % en el año representó más de un tercio del lastre relativo del rendimiento, mientras que los dos principales países con desempeño negativo del Fondo (Realogy y CNX) representaron con creces el saldo del déficit. Tanto Realogy como CNX se recuperaron con un rendimiento de dos dígitos en el cuarto trimestre, pero siguen teniendo un gran descuento y tienen una importante ventaja adicional, con una relación precio-valor (P/V) en el 30 % y el 20 % respectivamente. La cartera estaba infraponderada en los tres sectores de mayor rendimiento del Índice:

Tecnología de la información (TI), industria y atención de la salud (donde no tuvimos exposición) – lo que impulsó un lastre adicional del -2% en los rendimientos relativos del año. Nuestra falta de participaciones en el sector de la atención de la salud fue más que responsable del bajo rendimiento relativo del cuarto trimestre.

Las acciones de atención médica de pequeña capitalización, especialmente algunas de las biotecnológicas que producen flujo de efectivo libre (FCF) negativo y de alto vuelo, son generalmente demasiado difíciles para nosotros en el frente de "Negocios".

Rentabilidad total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/12/19): Desde el inicio (21/02/89): 10,67 %, Diez años: 11,98 %, Cinco años: 6,65 %, Un año: 19,65 %. Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/12/19): desde el inicio (23/12/89): 25,53 %, Cinco años: 11,83 %, Un año: 6,23 %.

Los rendimientos reflejan ganancias de capital y dividendos reinvertidos, pero la deducción de impuestos representa el costo neto. El rendimiento neto incluye rescates de acciones. Datos de rendimiento

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión más o menos igual a lo que un que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser más bajo o más alto que el

Como se informó en el Prospecto con fecha de mayo, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 1, 2019, 0,92%

y más recientemente han sido demasiado caros para calificar en "Precio". Históricamente, la tecnología ha sido un espacio difícil para que asignemos con confianza una valoración a largo plazo. Tenemos cierta exposición en el espacio de TI y hemos profundizado continuamente nuestra red y mejorado aún más nuestra experiencia dentro de las industrias de tecnología / software / medios digitales de pequeña capitalización en los últimos años. Hemos encontrado algunos negocios interesantes dentro de este espacio que creemos califican en Business and People. Estamos observando de cerca a estas empresas y esperamos tener la oportunidad de poseer algunas de estas acciones cuando se negocien a valoraciones más razonables. Nuestra lista en cubierta es larga y, en particular, tiene una serie de negocios de consumo discrecional y de bienes raíces que nos encantaría poseer, pero el mercado está pagando demasiado hoy por la actitud defensiva percibida de estas empresas. La defensa proviene no solo de la calidad del negocio que compra, sino también del margen de seguridad en el precio que paga, y seguimos siendo disciplinados en la fijación de precios en este mercado espumoso.

Hemos mejorado la calidad de la cartera y el potencial de retorno con las nuevas inversiones que realizamos en los últimos dos años. Summit Materials, GCI Liberty y PotlatchDeltic del año pasado y Dillard's, nuestra única nueva compra este año, generaron fuertes retornos desde el principio. Nuestra otra nueva compra de los últimos dos años, Lazard, aún tiene que cumplir con el precio, pero está aumentando el valor por acción y cotiza con un descuento atractivo hoy. Estamos contentos de seguir siendo propietarios de GCI, PotlatchDeltic, Lazard y Dillard's hoy a estos precios, pero vendimos Summit en el cuarto trimestre después de un período de compromiso profundo, que incluyó la presentación de un 13D en el segundo trimestre. Finalmente, llegamos a la conclusión de que nuestro margen de seguridad en Summit se había reducido significativamente después de su sólido desempeño este año y que había menos ventajas al continuar impulsando cambios en la empresa. Summit y Mattel estuvieron entre nuestros principales detractores en 2018, pero fueron dos de los principales contribuyentes en 2019. Summit repuntó más del 80 %, y Mattel aún cotiza a aproximadamente el 60 % de nuestra tasación hoy, incluso después de apreciarse más del 35 % en el año.

Creemos que Realogy y CNX, nuestros dos mayores detractores del año, tienen el potencial de generar un rendimiento sólido similar en 2020. Realogy agregó un 45 % en el cuarto trimestre y parece haber superado lo peor del ataque competitivo de Compass, una empresa de bienes raíces de nueva creación financiada por Softbank que reclutó agresivamente a agentes inmobiliarios para competir con Realogy. La gerencia está vendiendo la mayor parte de los

segmento no central de Cartus para centrarse en el negocio de tarifas de alta calidad y desapalancar el empresa.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión de 2019; contribución del Fondo de 2019; retorno de la inversión del 4T; contribución del Fondo del 4T)

Summit Materials (84 %, 4,47 %, 3 %, 0,37 %), la empresa de cemento y agregados, fue la principal contribuyente del año. Los volúmenes de agregados aumentaron más del 11 % año tras año (YOY) el último trimestre con un aumento de precios del 7 %, y las ventas de cemento también aumentaron.

El FCF de la compañía se acercó a los niveles normalizados más altos que esperábamos, a medida que disminuyeron las inundaciones del río Mississippi y otras condiciones climáticas anormales que afectaron negativamente al negocio. El CEO Tom Hill usó el mayor flujo de efectivo para pagar la deuda. Vendimos la posición cuando el precio de las acciones se acercó a nuestra tasación este trimestre. Si bien nuestro compromiso profundo y la presentación de 13D en esta participación no condujeron a una acción corporativa específica, creemos que nuestra presencia ayudó a la situación durante nuestra propiedad.

Obtuvimos una ganancia del 21 % en el breve período de tenencia de 12 meses.

GCI Liberty (72 %, 3,11 %, 14 %, 0,85 %), el operador de cable de Alaska y gran inversor en Charter Communications, fue otro gran contribuyente en el trimestre y durante el año. GCI reportó su primer trimestre en algún tiempo sin un desastre natural o político

estropeando las ganancias. La empresa aumentó sus ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) un 5 % interanual gracias a los sólidos precios de Internet. La posición de la empresa en acciones de Charter, que constituye la mayoría del valor liquidativo consolidado, aumentó significativamente en valor de mercado (más del 65 % en lo que va del año) y valor intrínseco (22 % YTD). La posición más pequeña de GCI en el negocio de préstamos en línea LendingTree también aumentó más del 40% en el año debido a los sólidos resultados de una nueva vertical de seguros.

Formula One Group (48 %, 2,22 %, 11 %, 0,43 %), la compañía global de deportes y medios, contribuyó significativamente al desempeño anual del Fondo. El CEO Chase Carey firmó nuevos acuerdos de televisión y patrocinio, hizo un progreso significativo para instituir una mejor competencia en la pista y aumentó el promedio de asistencia a más de 200,000 por carrera. La participación accionaria de la compañía en Live Nation (LYV) reportó otro año de crecimiento de EBITDA de dos dígitos. Con tasas de interés más bajas en la deuda de Fórmula Uno refinanciada y flujos de efectivo recurrentes más altos que respaldan un aumento prudente en la empresa

ratio de apalancamiento, Formula One Group debería comenzar a replicar el libro de jugadas de recompra de acciones de crecimiento apalancado comprobado de Liberty.

PotlatchDeltic (43 %, 1,93 %, 6 %, 0,32 %), el REIT maderero, fue otro de los principales contribuyentes del año. El precio de los troncos de Idaho aumentó, las plantas aumentaron los volúmenes con menores gastos de capital y la empresa vendió acres comerciales fuera de Little Rock, AR por precios superiores a nuestra tasación. El director ejecutivo Michael Covey recompró acciones a principios de este año cuando tenían un descuento mayor, pero las retiró a medida que aumentaba el precio de las acciones, lo que demuestra la disciplina de asignación inteligente que nos gusta ver en nuestros socios.

Mattel (36 %, 1,77 %, 19 %, 1,01 %), la empresa de juguetes clásicos, también contribuyó en gran medida en el trimestre y en el año, luego de que la empresa resolviera una denuncia no importante de un informante sobre errores contables históricos, que retrasó un oferta de deuda que la compañía completó posteriormente en noviembre. Los temores de los titulares y la incertidumbre en torno a la queja pesaron mucho en el precio de las acciones a corto plazo, pero no afectaron el valor a largo plazo de la empresa. Las ventas aumentaron en el trimestre, mientras que la gerencia tomó las medidas adicionales necesarias para reducir los costos operativos y mejorar los márgenes brutos. Barbie, Hot Wheels, figuras de acción y juegos se vendieron bien durante el último trimestre, mientras que American Girl y Fisher Price cayeron moderadamente.

El EBITDA parece estar en camino de haber superado las expectativas en 2019 a \$400 millones o más y se espera que se acerque o supere los \$600 millones en 2020, lo que reduciría significativamente los índices de apalancamiento de la compañía, abordando así uno de los problemas clave que ha deprimido el precio de las acciones para los últimos años. Creemos que el CEO Ynon Kreiz ha hecho un trabajo maravilloso con el cambio después de heredar una situación difícil, mientras buscaba activamente la ventaja sustancial presentada por la demanda de películas y streaming para las marcas de Mattel.

Eastman Kodak (28 %, 2,33 %, 20 %, 1,66 %), la compañía de imágenes, fue el mayor contribuyente en el trimestre. El CEO Jim Continenza se hizo cargo de las operaciones en febrero e inmediatamente comenzó un fuerte cambio. Durante los últimos diez meses, ha convertido una gran inversión de efectivo en una rentabilidad de equilibrio. Esperamos un FCF operativo positivo en 2020 de Kodak y un crecimiento significativo en el cupón por acción en los años siguientes.

Kodak ahora se está enfocando en sus productos de inyección de tinta y de impresión comercial líderes en la industria. La acción se apreció rápidamente a fines de noviembre después de que dos miembros de la junta compraron la participación del 21% de Blackstone y eliminaron el exceso técnico de un potencial gran forzado

vendedor. Durante la última semana del año, Continenza compró personalmente \$1 millón en acciones, mientras que varios otros ejecutivos compraron cantidades menores junto con él.

El precio de las acciones permanece significativamente descontado del valor del negocio según lo determinado por el poder de ganancias normalizado en varios años o un valor de activo neto de la suma de las partes.

La exposición del Fondo es casi en su totalidad en bonos convertibles y acciones preferentes.

Realogy (-31 %, -1,10 %, 45 %, 1,53 %), la franquicia de corretaje de bienes raíces, fue uno de los principales contribuyentes en el cuarto trimestre después de repuntar un 45 %, pero siguió siendo el mayor detractor del año. Hace cuatro meses, las acciones cotizaban alrededor de 2,5 veces el FCF a plazo de la compañía, que proviene principalmente de las regalías de franquicia de capital ligero y alto margen de Realogy. Hoy, ese múltiplo ha vuelto a calificarse hasta 5x y, en nuestra opinión, Realogy sigue estando entre las acciones más baratas del mercado de EE. UU. con activos que deberían crecer a largo plazo. Durante el trimestre, el EBITDA de las tarifas de franquicia disminuyó un 6 % interanual debido a las débiles ventas residenciales de California. Sin embargo, esperamos que los ingresos y ganancias comparables del próximo año mejoren, ya que el competidor de Realogy, financiado por Softbank, Compass, ha frenado sus esfuerzos que registran pérdidas para robar talento y tomar participación de mercado. El balance de Realogy tiene una deuda superior a la de otros en los mercados públicos, pero razonable si la empresa fuera de propiedad privada, como ha sido anteriormente. Sin embargo, el CEO Ryan Schneider está abordando el problema vendiendo la mayor parte del segmento de reubicación de Cartus y comprometiéndose a reducir el apalancamiento con las ganancias. La capacidad de revólver no utilizada de Realogy sigue siendo aproximadamente igual al precio de las acciones de hoy. Nuestra evaluación del valor de Realogy es más del doble en el lugar donde se negocia actualmente la acción, incluso después del sólido desempeño del cuarto trimestre.

CNX Resources (-23 %, -0,74 %, 22 %, 0,96 %), la compañía intermedia y de exploración y producción de gas natural de los Apalaches, contribuyó positivamente en el cuarto trimestre, pero fue el segundo mayor detractor del rendimiento anual del Fondo. Con la caída de los precios del gas en un 26 % y la desaparición del acceso al mercado de capitales de la industria, 2019 fue uno de los peores años relativos y absolutos en la historia de la industria del gas natural de EE. UU.

A pesar de las dolorosas pérdidas de este año, CNX ha superado a sus pares del suroeste de los Apalaches en más del 50 % desde que se separó de su negocio de carbón hace dos años. Más importante aún, CNX tiene un balance manejable en un momento en que numerosos competidores de gas están luchando con mayores pasivos dentro y fuera del balance. El creciente cupón FCF de CNX permitirá a la empresa retirar la mayoría de su deuda en 2022 si es necesario, y la base de préstamos de la empresa aumentó este trimestre.

2020 de CNX

la producción está cubierta en más del 80% a precios por encima de la franja de futuros actual, lo que debería ayudar a la empresa a superar cualquier desafío adicional del mercado en el corto plazo. La compañía tiene \$5-10+ por acción de activos intermedios de calidad, que incluyen flujos de caja de alto crecimiento de su interés de socio general, además de más de \$1 por acción de energía FCF de sus operaciones de E&P con sólidas oportunidades de reinversión, todo frente a sus \$8 precio de la acción por acción. La gerencia continúa enfocada en las mejoras operativas, y CNX anunció recientemente una reducción en los gastos de capital y operativos del próximo año para aumentar las proyecciones de flujo de caja. La compañía ha retirado más del 7% de las acciones en circulación este año, un nivel que no ha sido igualado por sus pares de gas natural.

Creemos que tenemos algunos de los mejores socios de la industria con el CEO Nick Deluiliis y el presidente Will Thorndike.

Actividad de la

cartera Después de agregar cinco nuevas posiciones en 2018, compramos solo una nueva compañía, Dillard's, en 2019, ya que los mercados en constante crecimiento hacían difícil encontrar nuevas oportunidades con descuentos atractivos. Agregamos a varios de nuestros puestos con más descuentos en el año, incluidos CenturyLink, Realogy, Kodak y CNX. Como se discutió anteriormente, vendimos nuestra posición en Summit en el cuarto trimestre cuando alcanzó nuestra evaluación. También recortamos varias participaciones existentes para gestionar el tamaño de las posiciones, especialmente después de la sólida evolución de los precios en Formula One Group y GCI Liberty.

panorama

La cartera finalizó el trimestre con un P/V descontado a mediados de los 60 % y 16 % de efectivo. El fondo ha mantenido un nivel de efectivo elevado durante los últimos 5 años, pero estaremos listos para ponerlo a funcionar durante el próximo episodio de volatilidad del mercado y/o cuando algunos de nuestros candidatos en cubierta bajen otro 5-10%, como nuestra lista en cubierta se ha mantenido más larga de lo que hubiéramos esperado este año dados los fuertes rendimientos del mercado. Comenzamos este comentario enfrentando muchos de los mismos vientos en contra de rendimiento relativo que ha leído de nosotros durante un tiempo. La continuación de estos vientos en contra no significa que estas tendencias seguirá para siempre. En realidad, significa que lo contrario es más probable; y creemos que cuando el Sr. Mercado comience a “pesar” nuestros valores de manera más eficiente, la apreciación de nuestras acciones será espectacular. Vimos señales a partir de septiembre, que las cosas están empezando a venir en nuestro camino. Es difícil llamar a un fondo relativo, y es comprensiblemente más difícil mantener la paciencia después de un período prolongado de bajo rendimiento relativo. Continuamos trabajando para mejorar cada día, mientras nos apegamos a nuestra disciplina central a la vez.

/ 7

de mercados elevados. Nos sentimos alentados por los sólidos rendimientos absolutos del cuarto trimestre y los sólidos resultados relativos, dadas nuestras tenencias de efectivo y la falta de exposición a los principales favoritos del mercado. Le agradecemos su apoyo y paciencia a largo plazo, que creemos que pronto serán recompensados.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en Longleaf Partners Small-Cap Fund, le recomendamos detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los riesgos, los riesgos y los riesgos. Para el Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante sobre el fondo. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo sujeto al riesgo de pérdida de valores, lo que significa que las acciones que puede fluctuar en el mercado de valores. Además, debido a que el fondo generalmente invierte en las empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más de 15 25 años si se mantuvo un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las acciones de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10% de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir en el índice directamente.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10% de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir en el índice directamente.

El EBITDA es un indicador de las ganancias de la compañía antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de efectivo operativo (OCF) mide el efectivo generado por el negocio normal de la empresa.

Flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de la empresa para generar flujo de caja operativo. El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de la empresa para generar flujo de caja operativo.

El índice P/V es una medida de la relación entre el precio de las acciones y el valor de las acciones. La relación P/V es una medida de la relación entre el precio de las acciones y el valor de las acciones. La relación P/V es una medida de la relación entre el precio de las acciones y el valor de las acciones.

El índice de seguridad es un indicador de la diferencia entre el precio de mercado de valores y el valor de tasación calculado de Southeastern. El índice de seguridad es un indicador de la diferencia entre el precio de mercado de valores y el valor de tasación calculado de Southeastern.

REIT es un vehículo de inversión inmobiliaria.

A partir de 31 de diciembre de 2019, los diez primeros tenencias del Longleaf Partners Small-Cap Fund: Kodak, 9,4%; CenturyLink, 9,3%; Graham Holdings, 6,5%; Mattel, 6,1%; Lazard, 5,3%; PotlatchDeltic, 5,1%; Recursos CNX, 49%; Realty Holdings, 4,8%; libertad gci,

4,6%. Las tenencias de fondos están sujetas a las fluctuaciones de los precios de las acciones y de los valores de los fondos. Las tenencias de fondos están sujetas a cualquier riesgo. O

para

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000987

Vence el 30/04/2020

8 de octubre de 2019



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 3Q19

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 0,17 % en el tercer trimestre, lo que llevó el rendimiento del año hasta la fecha (YTD) al 9,46 %, por encima de nuestro objetivo anual absoluto de inflación más el 10 %. El Índice Russell 2000 disminuyó -2.40% en el trimestre y ganó 14.18% YTD.

A pesar del desafiante punto final de rendimiento actual, el Fondo ha generado sólidos rendimientos absolutos y ha superado al Russell 2000 a largo plazo.

Como uno de los mayores accionistas del Fondo, no estamos satisfechos con nuestros rendimientos durante los períodos de 1, 3 o 5 años posteriores. Durante los últimos 3 y 5 años, la gran tenencia de efectivo del Fondo (con un promedio de poco más del 21 % en ambos períodos) y nuestra relativa infraponderación en el sector de tecnología de la información de mayor rendimiento fueron, en conjunto, responsables de más del 100 % del bajo rendimiento relativo en ambos períodos. Hemos sido tempranos, y por lo tanto equivocados, en nuestra opinión de que los mercados estaban sobrevaluados y debido a la corrección. Como resultado, nos perdimos los sectores de mayor vuelo y mantuvimos saldos de efectivo elevados, lo que ha sido un gran lastre para nuestros rendimientos relativos. Si bien esto ha sido doloroso a corto plazo, creemos que no mantener estos bolsillos sobrevaluados del mercado y tener efectivo para

Rentabilidad total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/09/19): Desde el inicio (21/02/89): 10,44 %, diez años: 11,78 %, cinco años: 5,56 %, tres años: 5,03 %, un año: -7,56 %. Rendimiento total anual promedio para el Russell 2000 (30/09/19): desde el inicio (21/02/89) a 27,8, 19%,

Tres Años: 8.23%, Un Año: -8.89%.

Los rendimientos reflejan ganancias de capital y dividendos reinvertidos, pero la deducción de impuestos represente el costo neto. El rendimiento neto no incluye rescates de acciones. Datos de rendimiento

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión fluctúan y pueden ser menor que un que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser más bajo o más alto que el

Como se informen el Prospecto con fecha de mayo, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 1, 2019, 0.92%.

ser un proveedor de liquidez cuando surja la oportunidad nos han posicionado bien prospectivamente para generar rendimientos absolutos ajustados al riesgo a largo plazo.

Si bien nuestro rendimiento de 1 año posterior está por encima del índice, los rendimientos absolutos negativos han sido decepcionantes, con más del 100 % del bajo rendimiento absoluto proveniente de tres acciones: CenturyLink, CNX Resources y Realogy. CNX y Realogy también fueron los mayores detractores absolutos durante los últimos 3 y 5 años. Los impulsores del rendimiento de las acciones para cada uno de los tres no estaban relacionados y eran una combinación de preocupaciones específicas de la empresa y más amplias de la industria (que también afectaron a sus pares). Durante los últimos 12 meses, nuestros valores en CenturyLink y CNX se han mantenido estables o en crecimiento, y hemos visto mejorar la calidad de ambas inversiones. Hemos añadido a ambas posiciones y creemos que estos negocios ayudan a posicionar la cartera para un rendimiento absoluto y relativo sólido en el futuro. Consulte nuestro podcast reciente con el presidente de CNX, Will Thorndike, si desea saber más sobre la empresa.

transformación durante nuestra propiedad en <https://southeasternasset.com/podcasts/will-thorndike-on-cn-x-outsiders-and-private-equity/>. También añadimos a Realogy, pero más recientemente su valor ha disminuido. Sigue siendo una de las posiciones con más descuentos de la cartera en la actualidad, pero no tiene un peso completo en la cartera.

Confiamos en nuestra capacidad para ofrecer un sólido desempeño futuro basado en la alta calidad de los negocios en nuestra cartera, junto con el enfoque de nuestros socios administrativos en cerrar la brecha de precio-valor. Algunas métricas no sugerirían que nuestra cartera sea de alta calidad, pero definimos "calidad" como un negocio con ventajas competitivas que podemos entender, dirigido por excelentes socios que aumentarán con prudencia el flujo de caja libre.

(FCF) por acción a largo plazo. No nos enfocamos en una medida de volatilidad final o en una tasa de crecimiento de ingresos proyectada para los próximos uno o dos trimestres. Durante los últimos 10 años, muchos de nuestros mayores ganadores fueron vistos como de "baja calidad" a corto plazo, con Texas Industries, DreamWorks y Sonic, todos mucho más cortos que sus pares menos volátiles antes de que finalmente vendieran a jugadores expertos de la industria en valores por encima de nuestras valoraciones conservadoras. Nuestros socios en el Madison Square Garden, Lamar Advertising y Dillard's también fueron objeto de fuertes apuestas antes de que cada uno tomara medidas para crecer y generar valor por acción que fueran reconocidos por el mercado.

Creemos firmemente que nuestras cinco nuevas inversiones más recientes (GCI Liberty, Summit Materials, Lazard, PotlatchDeltic y Dillard's) aumentaron la calidad general de nuestra cartera. GCI Liberty tiene grandes activos de cable y personas de primer nivel en Liberty Media a quienes conocemos bien y nos hemos asociado de múltiples maneras a lo largo de nuestra historia. Summit tiene activos insustituibles con poder de fijación de precios en agregados y cemento, incluso si estos fueron oscurecidos brevemente por el mal tiempo y la inflación de costos de insumos cuando iniciamos la posición. Los negocios de alto rendimiento de Lazard están bien arraigados y son más defensivos de lo que sugeriría el precio de las acciones. Si bien es la única de las cinco compras recientes cuyo precio de las acciones está actualmente por debajo de nuestro precio de compra promedio ponderado, ha sido el mayor recomprador de acciones en la cartera este año, ya que la administración ha aprovechado este descuento. Hemos sido propietarios de los activos madereros únicos en Potlatch y Deltic tres veces antes de nuestra propiedad más reciente, y la administración actual es la más sólida que jamás hayamos visto. Dillard's generalmente se considera una empresa de tiendas departamentales moribunda dirigida por un equipo de administración que no baila con la melodía trimestral del vendedor, sin embargo, tuvimos una gran historia con la familia Dillard en nuestra primera ronda de propiedad. Creemos que el valor de la empresa ahora se inclina aún más hacia sus bienes raíces de la más alta calidad; por lo tanto, también está en su punto más alto de todos los tiempos en calidad.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del tercer trimestre; contribución del fondo del tercer trimestre)

Summit Materials (15%, 1,17%), la empresa de cemento y agregados, fue el mayor contribuyente por segundo trimestre consecutivo. El volumen de agregados de la empresa creció un 4 % y los precios aumentaron un 8 % año tras año, mientras que los volúmenes de cemento aumentaron un 3 % con precios positivos adicionales. Las ganancias consolidadas aún están deprimidas por las inundaciones históricamente extremas del río Mississippi, que requieren un costoso transporte por camión y ferrocarril hasta que los niveles de agua se normalicen. A medida que estos desafíos logísticos disminuyan, los márgenes de Summit deberían recuperarse y la compañía ha mantenido sus sólidas posiciones en el mercado local y su poder de fijación de precios en un período difícil. Southeastern sigue muy comprometido con varias partes después de presentar un 13D el último trimestre.

CenturyLink (8 %, 0,66 %), la compañía de fibra y telecomunicaciones, fue otro gran contribuyente después de informar un trimestre relativamente plano en línea con las expectativas y mantener la guía de flujo de caja libre. Esperamos que el departamento de ventas mejore y

ritmo más rápido de nuevas instalaciones para impulsar un crecimiento acelerado en el negocio empresarial clave en los próximos trimestres. El CEO Jeff Storey y el CFO Neel Dev continúan progresando en la mejora de la estructura de costos, con \$200-300 millones adicionales por año de ahorros de costos adicionales identificados y un enfoque en aumentar el flujo de efectivo. La gerencia de CenturyLink ha manejado intencionalmente negocios no esenciales y no rentables, como Internet y voz de consumo de baja velocidad, mientras invierte de manera inteligente para expandir la cobertura de fibra empresarial de la red y aumentar los ingresos de alto margen a largo plazo. A medida que el crecimiento de CenturyLink Enterprise influya para compensar las caídas heredadas a fines de este año y el próximo, esperamos que crezcan tanto los ingresos brutos como el EBITDA consolidado por acción de la compañía. La empresa cotiza con un descuento de aproximadamente el 65 % sobre nuestra tasación actual y un múltiplo de 4-4,5x de flujo de caja libre. Estamos comprometidos con la gerencia para explorar opciones adicionales para cerrar la brecha de precio-valor, ya que sigue habiendo una buena cantidad de fusiones y adquisiciones en la industria en múltiplos por encima de donde evaluamos las piezas de CenturyLink.

Neiman Marcus (-25 %, -1,40 %), el minorista de artículos de lujo, fue el mayor detractor en el trimestre, ya que los bonos que poseemos cayeron después de los débiles resultados de la industria y la falta de claridad específica de Neiman, dado que la empresa aún no había presentado informes fiscales. resultados de fin de año al 30/9. La próxima ronda de vencimientos de la compañía vence en dos años y asciende a menos de un tercio del EBITDA anual. Los pagarés de segundo y tercer gravamen del fondo vencen en

2024, con ambos bonos cotizando actualmente con amplios descuentos respecto a nuestros valores de recuperación anticipados. A medida que se reduce la competencia de alto nivel, Neiman tiene tanto la ayuda del margen bajo su propio control como varias opciones estratégicas intrigantes que podrían cerrar la brecha entre el precio y el valor rápidamente.

OCI (-14 %, -0,68 %), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural, también fue el principal detractor de este trimestre. La debilidad del precio de las acciones se debió principalmente a la caída en el precio al contado del metanol, que está fuertemente correlacionado con el petróleo, y los efectos negativos únicos de un cierre no planificado en la planta de fertilizantes nitrogenados de la compañía en Beaumont, TX. En el lado positivo, OCI se ha desapalancado significativamente en los últimos años de >4x deuda neta/flujo de caja operativo y apunta a una relación en el rango de 2x el próximo año. La posición de costos estructuralmente más bajos de OCI (como resultado de los bajos costos de suministro de gas natural) y las plantas bien ubicadas, el mayor apalancamiento de volumen y la opcionalidad incorporada de la monetización de activos posicionan bien a la compañía para superar a sus pares en el futuro.

hacia adelante. El CEO Nassef Sawiris, un propietario-operador enfocado en optimizar la estructura de capital y generar un flujo de efectivo libre significativo, siempre está abierto a resultados estratégicos creativos para la empresa, que creemos que es probable en el futuro.

Actividad de la cartera

Agregamos Park Hotels y Realogy con grandes descuentos mientras continuamos comprando nuestra nueva posición en Dillard's, que iniciamos en el segundo trimestre. También redujimos a GCI Liberty y Formula One Group, que tuvieron un desempeño sólido, como ambos se apreciaron en el trimestre. La cartera de posibles inversiones ha mejorado constantemente a lo largo del año después del repunte del mercado en el primer trimestre. Nos hemos reunido y precalificado a varios

interesantes perspectivas de inversión en una variedad de industrias que podrían entrar en la cartera si obtenemos un retroceso del mercado.

panorama

La cartera finalizó el trimestre con una relación precio-valor (P/V) fuertemente descontada en el bajo 60 % y 13,9 % de efectivo, que podemos poner a trabajar rápidamente a medida que califican nuevas oportunidades. Esperamos ver un progreso continuo en nuestras participaciones de alta calidad, ya que nuestros socios administradores buscan catalizadores que podrían generar beneficios significativos a corto plazo.

Creemos que nuestras compras más recientes descritas al comienzo de la carta pronto podrían unirse a la lista de "calidad en retrospectiva" de participaciones que históricamente han pasado de ser las más odiadas a las de mejor desempeño.

Estamos agradecidos por su asociación a largo plazo y continuaremos esforzándonos por comunicarnos con usted con la mayor franqueza posible. Recientemente rediseñamos nuestro sitio web para permitir un mejor acceso a la información de la cartera y la comunicación de sus administradores de cartera. Le animamos a visitar el nuevo sitio en www.southeasternasset.com.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en Longleaf Small-Cap Fund, los objetivos de inversión, los riesgos y los cargos de los gastos de la inversión, consulte el Prospecto y el Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

Prospecto y Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite <https://southeasternasset.com/account-resources>. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo sujeto riesgo bursátil, a a respuesta lo que significa acciones en que puede fluctuar en el mercado general desarrollos en empresas individuales o debido a condiciones económicas. También, porque el El fondo generalmente invierte en empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuvo un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir en el índice directamente.

Un

A 13D generalmente se requiere para el registro de acciones que más de la clase 5% de la clase de acciones presentaciones más limitadas debido al control de influencia del emisor de la intención.

a un o cambiar

El EBITDA es un las ganancias de la compañía antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de efectivo operativo (OCF) mide el efectivo generado por a negocio normal de la empresa

operaciones. Flujo de caja libre (FCF) es una medida de un la capacidad de la empresa de generar efectivo para a largo plazo de la capitalización general, flujo de caja operativo

en la evaluación de la relación de compra y venta de acciones (se los precios para La relación representa un a punto de datos único sobre el P/E ratio que se interpreta como un indicador más de la relación de compra y venta de acciones

Cumbrés, 8,2%; Sección, 7,9%; C19, 6,7%; C18, 6,7%; C17, 6,7%; C16, 6,7%; C15, 6,7%; C14, 6,7%; C13, 6,7%; C12, 6,7%; C11, 6,7%; C10, 6,7%; C9, 6,7%; C8, 6,7%; C7, 6,7%; C6, 6,7%; C5, 6,7%; C4, 6,7%; C3, 6,7%; C2, 6,7%; C1, 6,7%; Lazard, 4,6%; OCI, están sujetos a

4,1%. Compra de participaciones de fondos o vender

el cambio y la celebración de debates no son recomendaciones para la cualquier Fondo de Inversión para el Futuro serán sujetas a riesgo.

9 de julio de 2019



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 2Q19

Longleaf Partners Small-Cap Fund disminuyó un -1,11 % en el segundo trimestre tras la sólida rentabilidad absoluta del Fondo en los primeros tres meses de 2019. El rendimiento del 9,28 % hasta la fecha (YTD) estuvo muy por encima de nuestro objetivo anual absoluto de inflación más 10%. El Índice Russell 2000 agregó 2.10% en el segundo trimestre y ganó 16.99% YTD. En períodos más cortos, los rendimientos relativos pueden variar drásticamente, como vimos en 2018, cuando el Fondo estaba muy por detrás del Índice en los primeros nueve meses pero, al final del año, estaba muy por delante. En lugar de centrarse en las oscilaciones de precios y puntos finales únicos, el mejor indicador del éxito de la inversión para los propietarios del Fondo es la constancia del rendimiento durante períodos más largos. Los rendimientos móviles para todos los períodos de 5 y 10 años en los 30 años de historia de Longleaf Small-Cap han promediado más del 11 % y superado al índice el 76 % y el 92 % del tiempo, respectivamente.

Las empresas industriales, financieras y de tecnología de la información, sectores en los que el Fondo tenía una exposición mucho menor que el Índice, fueron, con mucho, los que más contribuyeron al Russell 2000 en el trimestre. La mayoría de los otros sectores en el índice se mantuvieron estables o declinaron. La gran mayoría de las participaciones del Small-Cap Fund tuvieron un rendimiento positivo. Los dos principales detractores: Realogy y CNX: cayó por razones no relacionadas que no afectaron nuestros casos a largo plazo. Las acciones de sus pares sufrieron las mismas presiones relacionadas con la industria que afectaron a estas dos participaciones.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (30/06/19): Desde el inicio (21/02/89): 10,53 %, Diez años: 14,19 %, Cinco años: 5,35 %, Un año: -5,17 %. Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (30/06/19): desde el inicio (21/02/89): 9,43 %, Diez años: 13,45 %,

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos de que el inversionista un pagaría por el rendimiento y los impuestos de cotización. El rendimiento pasado no garantiza resultados pasados ​​futuros. rescates de acciones. Datos de rendimiento

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión pueden ser diferentes cuando se que un canjeen, pueden valer más o el costo original. El rendimiento de la inversión puede ser más alto que el obtener visitando longleafpartners.com.

reportado en el Folleto fechado Mayo

Como los índices de gastos totales para Longleaf Partners Small-Cap Fund es 0.92%.

A lo largo de la sólida historia de Longleaf Small-Cap, numerosas acciones han subido bruscamente con algún tipo de transacción liderada por la administración que sirve como catalizador. Cuando las acciones tienen descuentos extremos, los socios corporativos orientados a los accionistas se ponen a la ofensiva. En 2018, se adquirieron dos participaciones a precios justos, lo que generó pagos rápidos, y una empresa anunció que se convertiría en privada. En el segundo trimestre de 2019, la actividad también fue notable. Kodak vendió su segmento de Packaging y reestructuró su deuda; Lazard emitió deuda a 10 años para comprar agresivamente sus acciones severamente descontadas a un ritmo significativo de dos dígitos; Neiman Marcus reestructuró su deuda; y OCI anunció la separación de sus activos de Medio Oriente en una empresa conjunta. Más recientemente, presentamos una 13D para hablar más directamente con los líderes de Summit después de los rumores de interés de terceros en la empresa.

Dados los grandes descuentos en muchas de las participaciones del Fondo, nuestros socios buscan el reconocimiento del valor con posibles pagos que creemos que podrían tardar meses, no años. El CEO Randy Baker de Actuant, que tiene varios miembros de la junta sugeridos por Southeastern, vendió previamente segmentos no centrales y ha indicado un plan para vender activos adicionales para enfocarse en los mejores negocios de herramientas industriales de la compañía. En el pasado, CenturyLink y su predecesor Level 3 han consolidado redes de fibra que incluyen Global Crossing, tw telecom y Qwest, y en el último trimestre, la gerencia anunció una revisión estratégica de los negocios de consumo luego de nuestra presentación 13D, que alentó una separación de los Segmentos Fibra y Consumo. CNX, donde la gerencia previamente separó el negocio del carbón y vendió los activos de gas, podría buscar un acuerdo para su negocio de gasoductos y vender algunas o todas sus reservas de gas. Mattel

está trabajando para capturar parte del enorme valor de sus marcas Barbie y Hot Wheels a través de JV para producir películas y contenido de televisión, y esperamos una mayor expansión de la marca junto con un interés continuo en toda la empresa por parte de posibles interesados. Los líderes de la Fórmula Uno, GCI Liberty, Graham Holdings y PotlatchDeltic han demostrado su disposición a negociar acuerdos que beneficien a los accionistas en el pasado, y no es descabellado que probablemente estén considerando cómo impulsar el reconocimiento del valor nuevamente.

Nuestra confianza en los resultados futuros tiene mucho que ver con la capacidad de nuestros líderes corporativos para brindar autoayuda que aumente el valor por acción y, en última instancia, genere recompensas gratificantes. Uno o dos catalizadores potenciales mencionados podrían tener un impacto significativo en el rendimiento del Fondo, al igual que los anuncios de otras inversiones del Fondo que no destacamos.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del segundo trimestre; contribución del fondo del segundo trimestre)

Summit Materials (21 %, 1,20 %), la empresa de cemento y agregados, se convirtió en el mayor contribuyente en el trimestre luego de que los rumores sobre discusiones de adquisición llegaran a los titulares. Southeastern presentó una 13D para permitirnos tener conversaciones directas con la gerencia y terceros sobre las opciones estratégicas de Summit. A pesar de la reciente apreciación, la acción aún cotiza con un descuento significativo en nuestra evaluación de su valor como negocio independiente en marcha y como objetivo. Aunque las inundaciones extraordinarias del río Mississippi han oscurecido el poder adquisitivo de Summit este año, la empresa ha mostrado poder de fijación de precios y ha mantenido sus sólidas posiciones en el mercado local. El CEO Tom Hill posee personalmente una participación significativa.

Realty (-36 %, -1,59 %), el franquiciador de corretaje de bienes raíces residenciales, fue el mayor detractor del Fondo después de registrar bajas ventas en uno de los estados más grandes de la compañía, California. No solo el mercado de California fue débil en general, sino que Compass, la empresa inmobiliaria de nueva creación respaldada por SoftBank, ha estado reclutando agentes inmobiliarios de manera agresiva. La sostenibilidad y la economía a largo plazo del modelo Compass son inciertas, pero, irónicamente, esto destaca que los corredores humanos todavía tienen un valor importante en el proceso de transacción de bienes raíces residenciales frente a la opinión de que los sitios de bienes raíces en línea harían obsoletos a los corredores. Seguimos creyendo que el director ejecutivo de Realty, Ryan Schneider, hará hincapié en el modelo de franquicia altamente rentable y número 1 en cuota de mercado de sus marcas de agentes inmobiliarios, al tiempo que aportará su experiencia en macrodatos de la gestión del negocio de tarjetas de crédito de Capital One a un área con datos valiosos masivos pero muy pocos monetización de la misma. La acción cotiza a un múltiplo de flujo de caja libre (FCF) de un dígito medio, muy por debajo de sus pares.

CNX (-32 %, -1,37 %), la compañía de gas natural de los Apalaches, disminuyó después de informar un aumento en los gastos de capital y no alcanzar las expectativas de ganancias trimestrales del lado vendedor antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) en un 10 %. Los precios más bajos del gas natural y algunos factores excepcionales fueron las principales razones de la falta de EBITDA. El cambio en el gasto de capital reflejó un cambio de tiempo en lugar de un aumento de costos: CNX invertirá más este año para comenzar la producción en tres nuevos pozos, pero gastará menos en 2020 de lo planeado anteriormente. El negocio está en camino de generar \$500 millones de FCF en 2020, mientras que el valor de mercado de la empresa está por debajo de los \$1500 millones. Nuestra valoración de CNX aumentó moderadamente gracias a los sólidos resultados de CNX Midstream y la decisión del directorio y director ejecutivo Nick Delulius de recomprar las acciones con un descuento extremo a un ritmo anualizado del 8 %. Múltiples directores también compraron las acciones personalmente.

Actividad de la cartera

Las tenencias del Fondo se mantuvieron por debajo de nuestros valores de tasación, pero recortamos varios valores más sólidos durante el trimestre para gestionar el tamaño de las posiciones. Asimismo, sumamos cinco de las inversiones más descontadas del Fondo. Salimos de la participación de capital preferente en Mytheresa que recibimos en la recapitalización de Neiman Marcus. También compramos un nuevo calificador, que permanece sin revelar. Fuimos dueños de esta empresa con éxito en el pasado, y la administración demostró ser un gran socio.

Perspectiva

La relación precio-valor (P/V) terminó el trimestre en un nivel bajo del 60 %, un descuento muy por debajo del promedio a largo plazo. La cartera tiene un 15% de caja para desplegar en nuevos calificadores. A medida que el mercado se liquidó en mayo, nuestra lista en cubierta se volvió más interesante, con un puñado de acciones dentro del 10% del rango de compra.

La rentabilidad negativa del Fondo provino de unas pocas empresas que sufrieron decepciones a corto plazo no relacionadas. Creemos que un retorno a un rendimiento superior probablemente provendrá de sucesos en participaciones individuales en lugar de tendencias económicas y bursátiles generales. Los patrones de cómo las acciones alcanzan el valor intrínseco son impredecibles, pero la apreciación puede ocurrir rápidamente, como lo demostró Summit recientemente. Una de las ventajas competitivas de Southeastern es adoptar una perspectiva de varios años para la propiedad de acciones, ya que los precios finalmente deberían migrar a valores crecientes. En el corto plazo, estamos muy comprometidos con los directores ejecutivos y las juntas directivas que están tomando medidas que podrían ser catalizadores para que sus acciones reflejen más plenamente el valor intrínseco. Dado el descuento de la cartera, los fundamentos comerciales positivos y los socios corporativos que buscan catalizadores, creemos que se podrían producir beneficios significativos en 2019 y más allá.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en Longleaf Small-Cap Fund, le recomendamos que lea detenidamente los objetivos de inversión, los
Para Prospecto
actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante que debe leer el Folleto y el
Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo riesgo de empresa en desarrollo, es decir, acciones en desarrollo
que puede fluctuar en el mercado de valores en o debido a
económicas. Además, debido a que El fondo generalmente invierte en
a las empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más de 15 25 si un se mantuvo un mayor
número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que
representa aproximadamente el 10% de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede
invertir en el índice directamente.
Un

una cartera es la evaluación de la relación de las acciones con los precios en
proporción representa un punto de datos único sobre el fondo y no debería ser algo más. a
a interpretado como P/V
no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversores que no den este cálculo a

peso indebido. Flujo de caja libre (FCF) es de una medida a capacidad de la empresa de generar flujo de efectivo para generarlo
necesario mantener las operaciones. Generalmente, flujo de caja operativo

menos los gastos de capital. Los agregados son materiales tales como arena o grava que son ingredientes del hormigón.

A La presentación 13D generalmente se requiere para un accionista real de más del 5% de la clase cualquiera para
de valores nominativos participativos, y que no pueden reclamar un control de
presentaciones limitadas debido a la intención de cambiar o emisor.

Century Fund, con un activo neto de \$100 millones, el 31 de octubre de 2019, tenía un patrimonio neto de \$100 millones, de los cuales \$75 millones pertenecen a los accionistas.

cambiar y mantener discusiones no son

comprar

para

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000913

Expira el 31/10/2019

10 de abril de 2019



Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 1Q19

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 10,50 % en el primer trimestre, superando con creces nuestro objetivo anual de inflación más el 10 %, pero por debajo del rendimiento del 14,58 % del índice Russell 2000. El repunte del mercado, luego de una caída de dos dígitos en el cuarto trimestre de 2018, proporcionó un viento de cola.

La mayoría de las acciones en la cartera obtuvieron ganancias de dos dígitos en los últimos tres meses.

A pesar de que los problemas de la desaceleración económica mundial, las interrupciones arancelarias y comerciales y los disturbios geopolíticos permanecieron sin resolver, la preocupación de los inversores que dominó a fines de 2018 pareció disiparse. Tenemos poca información sobre cómo se responderán las preguntas macro sobre el comercio, el crecimiento económico de EE. UU. y China, las curvas de rendimiento invertidas y los billones en deuda con rendimiento negativo, pero estamos seguros de que estas incertidumbres seguirán brindando oportunidades a los dueños de negocios disciplinados a largo plazo. como nosotros mismos

Cuando las acciones se rebajan tanto como vimos en diciembre, no es raro tener un gran cambio. Los principales contribuyentes del Fondo en el primer trimestre se encontraban entre las acciones que más perjudicaron el rendimiento en el cuarto trimestre de 2018. Estos negocios, que incluyen fertilizantes, juguetes, cemento y comercio minorista de lujo, tienen poco en común, y sus sólidas rentabilidades recientes reflejaron un progreso positivo. específicos de cada empresa.

Las acciones de tecnología de la información (TI) fueron el principal impulsor del índice, ya que el sector ganó más del 20%. La exposición de TI más pequeña del Fondo (8,5 % de ponderación promedio frente al 15,0 % del Índice)

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/03/19): Desde el inicio (21/02/89): 10,66 %, Diez años: 16,55 %, Cinco años: 6,39 %, Un año: 4,39 %. Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/03/19): desde el inicio (21/02/89): 9,24 %, diez años: 15,36 %,

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, impuestos que el inversionista un pagaría por el rendimiento, no disminuidos por cotización. El rendimiento pasado no garantiza resultados pasados ​​futuros. rescates de acciones. Datos de rendimiento

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión actual y posterior que, las que un canjeen, pueden valer más o el costo original. El rendimiento actual no garantiza resultados más alto que el obtener visitando longleafpartners.com.

reportado en el Folleto fechado Mayo

Como los índices de gastos totales para Longleaf Partners Small-Cap Fund, es 0,92%.

y los resultados mixtos de TI (ViaSat subió un 31 %, Kodak bajó un 8 %) representaron el 1,6 % del bajo rendimiento relativo. CenturyLink, el mayor detractor individual de acciones del Fondo, llevó al sector de Servicios de Comunicaciones a representar el 1,9% del bajo rendimiento.

Comenzamos el año evaluando activamente numerosos calificadores nuevos, pero el repunte del mercado acortó rápidamente nuestra lista de espera. El efectivo aumentó al 22 %, ya que vendimos Hopewell y recortamos cuatro posiciones, pero no compramos nuevas inversiones durante el trimestre. Incluso con el gran retorno, creemos que sigue habiendo una ventaja sustancial en la cartera, con solo una participación vendiendo a más del 80% de precio a valor (P/V).

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del primer trimestre; contribución del fondo del primer trimestre)

OCI (35%, 1,73%), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y metanol, fue un gran contribuyente. OCI aumentó el flujo de caja libre (FCF) un 210 % año tras año y las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) más del 100 %. La sólida generación de efectivo debería continuar ayudando a la empresa a desapalancarse rápidamente: la deuda neta disminuyó \$ 327 millones y la deuda neta/flujo de efectivo operativo cayó de 7x a 4,4x durante el último año. Los volúmenes aumentaron un 16 %, con activos estadounidenses que aumentaron la producción hasta un 115 % de la placa de identificación, a medida que OCI creció en sus nuevas capacidades. Hay múltiples opciones estratégicas disponibles para la empresa, que vende muy por debajo del costo de reposición de sus activos, y los rumores sobre el interés de Arabia Saudita en las plantas de metanol ayudaron a las acciones. El CEO Nassef Sawiris es un operador propietario que se mantiene enfocado en la creación de valor y el reconocimiento.

Mattel (30%, 1,47%), la compañía de juguetes y medios, fue otro gran contribuyente. Durante el último trimestre, Barbie y Hot Wheels volvieron a crecer muy bien. La nueva división de medios de Mattel demostró algunas de las posibilidades de monetizar las marcas de la compañía, anunciando proyectos conjuntos de películas de Barbie y Hot Wheels con Warner Brothers, una película de American Girl con MGM y 22 programas de televisión para distribuir en múltiples plataformas. El poder de ganancias de la compañía debería crecer con un margen de ingresos operativos del 15 % durante los próximos años, luego de recortes de costos adicionales, la racionalización del inventario internacional y las inversiones a más largo plazo durante 2019. La gerencia se enfoca en maximizar el valor de las marcas Barbie y Hot Wheels. , mientras que Fisher-Price, American Girl y Thomas vuelven a crecer. La acción no solo está muy por debajo de nuestra tasación actual, sino que esperamos que la tasación crezca rápidamente en los próximos años. El CEO Ynon Kreiz compró personalmente \$ 1 millón de acciones en los últimos meses.

GCI Liberty (35 %, 1,46 %), el holding de cable, contribuyó a pesar de un trimestre difícil para GCI, su subsidiaria homónima de Alaska. Las malas noticias incluyeron un terremoto, un recorte de fondos del gobierno y dificultades para implementar un nuevo sistema de facturación. Mientras tanto, Charter Communications, que constituye dos tercios del valor de los activos netos de GCI Liberty, informó un fuerte FCF y ganancias en suscriptores residenciales y de pequeñas empresas. El CEO de Charter, Tom Rutledge, está completando la compleja integración de las adquisiciones de Time Warner Cable y Bright House en 2015, además de una costosa mejora de toda la red al servicio de 1 gigabit, lo que debería permitir que Charter consolidado aumente significativamente sus flujos de efectivo en los años venideros. A pesar de la apreciación de las acciones de GCI Liberty, aún cotiza con un porcentaje de descuento de dos dígitos en la suma de sus partes. La compañía recompró acciones de GCI a buen ritmo y el presidente Greg Maffei tiene opciones estratégicas adicionales para materializar el valor creciente.

Summit Materials (28%, 1,44%), la empresa de áridos y cemento, contribuyó significativamente. Para el trimestre, los precios de los agregados de Summit aumentaron un 8%, mientras que los precios del cemento ganaron \$10 por tonelada. El FCF de este año debería utilizarse para desapalancarse del balance. Si bien Summit tiene cierta sensibilidad al clima impredecible y la inflación de costos, su riesgo cíclico es moderado debido a la falta de exposición de la empresa a la construcción de torres de oficinas y de gran altura. A medida que la industria del cemento y los agregados de EE. UU. se consolide, el CEO Tom Hill tendrá numerosas opciones estratégicas para cerrar la brecha de precio-valor de las acciones. Hill compró acciones adicionales en el trimestre, aumentando su propiedad en un 5%.

Neiman Marcus (31 %, 1,16 %), el minorista de artículos de lujo, contribuyó al rendimiento, ya que los bonos que poseemos se recuperaron en marzo cuando la empresa anunció un acuerdo de reestructuración con la mayoría de los acreedores para extender los vencimientos de su deuda más allá de 2023. La extensión otorga tiempo adicional por el cambio de Neiman, que ha producido seis trimestres consecutivos de ventas comparables positivas. Como parte del acuerdo, los tenedores de bonos, incluido el Fondo, recibirán una posición de capital preferencial en Mytheresa, la subsidiaria de comercio electrónico de alto crecimiento de Neiman.

ViaSat (31 %, 1,09 %), la empresa de comunicaciones satelitales militares y de consumo, contribuyó después de registrar un fuerte crecimiento en los ingresos y el flujo de caja. Creemos que el segmento de gobierno de ViaSat está en camino de crecer a un ritmo medio-adolescente o mejor este año una vez más. El ingreso promedio por usuario (ARPU) de banda ancha residencial aumentó. Los vuelos a bordo adquirieron una participación de mercado adicional con 260 instalaciones globales netas en el trimestre, ya que su servicio superior de Internet para aeronaves continuó superando a la competencia. Se anunció el tercer satélite de la constelación ViaSat-3,

lo que configura a la compañía para tener la mejor oferta de banda ancha satelital en todo el mundo para aerolíneas y gobiernos en los años venideros.

CenturyLink (-19 %, -1,45 %), la compañía de fibra y telecomunicaciones, fue el principal detractor de los rendimientos del primer trimestre después de un recorte de dividendos. Nos decepcionó esa decisión y presentamos un 13-D para permitirnos volvernos más activos en la inversión buscando mejorar la junta, alentando las ventas de activos oportunistas y explorando la creación de acciones de seguimiento para los dos segmentos de la compañía. Las transacciones en el mercado privado de activos comparables a algunos de los activos de fibra de CenturyLink (CTL) han superado el EBITDA de 15X, muy por encima del precio de las acciones de EBITDA de 5X deprimido de CTL. Además de monetizar parte de esta fibra, la separación de los segmentos empresarial y de consumo en distintas acciones de seguimiento podría ayudar a resaltar los valores y los diferentes conjuntos de oportunidades para ambos. Creemos que agregar miembros de la junta con experiencia en fibra y transacciones financieras puede aportar una disciplina de asignación de capital adicional para impulsar el reconocimiento del valor. Mantenemos nuestro apoyo operativo a Jeff Storey y su equipo, incluso si no estamos de acuerdo con algunos elementos de asignación de capital. Storey compró \$ 1 millón en acciones personalmente en el trimestre, y el director financiero Neel Dev, así como varios directores, también aumentaron su propiedad de acciones.

Actividad de la cartera

Nuestra lista de posibles inversiones se redujo a medida que subía el mercado. Agregamos un par de posiciones y recortamos cuatro participaciones. Vendimos Hopewell Holdings, la empresa inmobiliaria que cotiza en Hong Kong y que fue uno de los principales contribuyentes del Fondo en 2018. En diciembre, el fundador, Gordon Wu, ofreció 38,8 dólares de Hong Kong por acción para comprar la participación de otros accionistas y privatizar la empresa. Vendimos después de que los accionistas aprobaran el acuerdo en marzo. Durante el período de tenencia de cinco años del Fondo, las acciones ganaron más del 100%.

Actualización del

equipo Le dimos la bienvenida a Taieun Moon como analista junior en nuestra oficina de Singapur en el trimestre. Taieun hizo una pasantía en Southeastern el verano pasado y se une a nosotros a tiempo completo luego de graduarse de la Universidad de Hong Kong. También concluimos nuestra búsqueda de un analista junior en Londres. Alicia Cardale se unirá a Southeastern en mayo. Ha realizado prácticas en varias empresas de inversión y, más recientemente, trabajó en una empresa inmobiliaria del Reino Unido. Alicia tiene una Maestría en Bienes Raíces de la Universidad de Reading. Esperamos con ansias la amplia profundidad que Taieun y Alicia agregarán a nuestro equipo de investigación.

En marzo, cerramos el fondo concentrado de Europa ("SCV"). Si bien SCV tuvo un sólido desempeño durante sus cuatro años, en los últimos quince meses el saldo de efectivo del Fondo creció

a más de las tres cuartas partes del valor liquidativo. Durante el mismo período, el efectivo del Fondo Internacional se redujo del 22 % a menos del 3 %, ya que estábamos encontrando oportunidades, incluidas varias clasificaciones europeas. La generación de ideas de SCV ya no beneficiaba a la base de clientes más amplia de Southeastern, y nuestros socios de inversión podían poseer las oportunidades de compromiso europeas más convincentes a través de los fondos internacionales y globales más flexibles y menos costosos.

En consecuencia, devolvimos el capital a nuestros socios, gran parte del cual era interno de Southeastern y se redistribuirá en Longleaf Funds. Debido a que Scott Cobb se centró únicamente en la gestión de SCV, partirá de Southeastern cuando cierre. Agradecemos a Scott por sus años de servicio a Southeastern ya nuestros clientes.

panorama

El Fondo comenzó el año con un descuento inusual, con el P/V por debajo del 60%. El repunte subsiguiente no sorprende a partir de precios tan deprimidos. Más alentador es que históricamente los rebotes del 50% P/V continuaron durante varios años. Con la cartera negociando a mediados de 60% P/V hoy, creemos que existe una importante oportunidad alcista. Desplegaremos el efectivo a medida que surjan calificadores que se vendan con descuentos sustanciales. Más allá de las matemáticas P/V, estamos viendo un crecimiento del valor en nuestras empresas, lo que debería generar más oportunidades. Además, nuestros socios están tomando medidas proactivas para impulsar el reconocimiento del valor en muchas de nuestras participaciones. Creemos que sus acciones pueden generar resultados a largo plazo mucho más fuertes de lo que esperamos del Índice totalmente valorado.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en Longleaf Partners Fund, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los

prospecto y prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el folleto y el folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund es un fondo sujeto riesgo bursátil, a la respuesta lo que significa acciones en que puede fluctuar en el mercado por los desarrollos en empresas individuales o debido a condiciones económicas. También, porque el fondo generalmente invierte en empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuvo un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las de las

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10% de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir en el índice directamente. Un

en una cartera es el "beta" del índice de Southwestern P/E de las acciones (se compara con los precios relación representa un punto de datos único sobre el Fondo y no debe interpretarse como P/E a V ya que no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversores que no de este artículo a

peso indebido. Flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de la empresa de generar flujo de efectivo de operación a largo plazo de las actividades operativas. El flujo de caja operativo

El apalancamiento se refiere a la deuda El desapalancamiento se refiere a disminuir la deuda. en

Los agregados son materiales tales como arena grava que son ingredientes del hormigón.

A 13D generalmente se requiere para el registro de un agente de cambio de un agente de cambio del emisor. exención más por

presentaciones limitadas debido a la intención de cambiar

Al 31 de marzo de 2019, los Longleaf Partners Small-Cap Fund: Graham Holdings, 6,7%; CenturyLink, 6,2%; Cumbre, 5,9%; Mattel, 5,7%; GCI Libertad, 5,3%; Liberty Media, 5,1%; OCI, 4,6%. Las recomendaciones de venta a cualquier precio; PotlatchDeltic, 5,1%; Hoteles Parque, 4,8%; Lazard, el cambio y tendencias actuales y futuras se están sujetas

para

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000888

Vence el 31/07/2019

21 de enero de 2019

Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 4Q18

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un -15,55 % en el cuarto trimestre, con lo que la rentabilidad de 2018 fue del -6,52 %. El Fondo superó significativamente al índice Russell 2000 en ambos períodos. El Índice disminuyó -20,20% y -11,01% respectivamente. Pocas acciones escaparon a la caída del mercado en el cuarto trimestre, ya que las guerras comerciales, los aumentos de las tasas de interés de EE. UU., los disturbios geopolíticos, los temores de desaceleración económica en varios países, incluida China, y la caída de los precios del petróleo fueron algunos de los principales titulares que presionaron los precios de las acciones en todo el mundo.

El rendimiento superior del Fondo se debió principalmente a transacciones en dos participaciones durante el año. Además, la posición de efectivo que anteriormente había sido un lastre para los rendimientos relativos se convirtió en un beneficio, no solo porque ayudó a amortiguar el rendimiento en la recesión, sino también porque proporcionó la liquidez para comprar nuevas posiciones a medida que surgían más calificadas. La rentabilidad absoluta negativa del Fondo provino principalmente de empresas que no cumplieron con las expectativas. El mercado castigó especialmente a las empresas que decepcionaron en el cuarto trimestre.

Los resultados de 2018 no reflejaron el avance en la cartera. Durante el año, vendimos cuatro inversiones que alcanzaron exitosamente nuestros avalúos. Invertimos los ingresos de estas ventas, además de una gran parte del 22 % en efectivo en el Fondo al comienzo del año, en cinco nuevos calificadores y varias participaciones con descuento más. El efectivo terminó el año por debajo del 9%. El reposicionamiento de la cartera y el crecimiento del valor en medio de caídas en el precio de las acciones ayudaron a que la relación precio-valor (P/V) pasara al 50 %, un nivel un tanto raro que históricamente ha precedido a fuertes valores absolutos y relativos.

Rendimiento total anual promedio para el fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners (31/12/18): Desde el inicio (21/02/89): 10,38 %, Diez años: 14,49 %, Cinco años: 5,34 %, Un año: -6,52 %.

Rendimiento total anual promedio para Russell 2000 (31/12/18), desde el inicio (12/12/89) a 0,03 %, Diez años: 11,27 %, Cinco años: 4,21 %, Un año: -11,01 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, los impuestos que cobra el inversionista un pagaría por el rendimiento y distribuciones en cotización. El rendimiento pasado no garantiza resultados pasados ​​futuros. Rescates de acciones: Datos de rendimiento

El rendimiento de la inversión y el valor principal de la inversión de un inversionista que las vende cuando se canjeen, pueden valer más o el costo original. El rendimiento de la inversión puede ser más alto que el obtener visitando longleafpartners.com.

devoluciones.

Así como el rendimiento no reflejó las mejoras de la cartera, los precios de las acciones de la mayoría de las empresas no indicaron lo que consideramos un progreso positivo realizado por nuestras empresas y socios administrativos durante todo el año. Los directores ejecutivos que consideramos más fuertes se aseguraron en CenturyLink y Mattel. Park Hotels y Kodak acordaron vender activos a precios atractivos.

Forest City, Sonic y Hopewell fueron adquiridas o acordaron volverse privadas con fuertes primas.

Es importante destacar que los principales segmentos de negocios en la mayoría de las participaciones principales del Fondo crecieron:

Enterprise en CenturyLink, Barbie y Hot Wheels en Mattel, Broadcasting y Kaplan International en Graham Holdings y North American Fertilizer en OCI. A medida que los precios de sus acciones se hicieron más descontados, numerosas empresas del Fondo recompró acciones, aumentando así el valor restante por acción.

Los mercados agitados y la incertidumbre económica que los alimenta podrían durar un tiempo. Para administrar el riesgo de inversión, incorporamos suposiciones sobre el futuro que van de conservadoras a escépticas, invertimos en un número limitado de empresas, tenemos una red de investigación amplia y profunda y nos relacionamos con las gerencias. Creemos que el convincente P/V del Fondo, combinado con la solidez subyacente de los negocios que poseemos y los equipos de gestión que los lideran, puede generar sólidos resultados absolutos y relativos en el futuro y que la recompensa por el progreso a nivel de cartera y a nivel de empresa de 2018 se aplaza pero no se pierde.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión de 2018; contribución del Fondo de 2018; retorno de la inversión del cuarto trimestre; contribución del Fondo del cuarto trimestre)

Sonic (61 %, 2,26 %, -, -), la franquicia de restaurantes de servicio rápido, fue el mayor contribuyente del Fondo durante el año. Southeastern compró acciones por primera vez a fines de 2016, cuando los descuentos y la expansión de unidades de las marcas competidoras pesaron sobre el crecimiento de las ventas en todo el sistema de Sonic. El director ejecutivo Cliff Hudson y su equipo hicieron un buen trabajo al renovar el marketing, mejorar el menú, vender tiendas propiedad de la empresa a franquiciados, lanzar una aplicación móvil y comprar acciones constantemente con bajos múltiplos de ganancias. En 2018, Sonic reportó ventas crecientes, lo que hizo que las acciones subieran un 30 % en una semana. En septiembre, la firma de capital privado Inspire Brands anunció la adquisición de Sonic cerca de nuestra tasación y vendimos las acciones a casi el doble del costo del Fondo.

Hopewell Holdings (35 %, 1,68 %, 35 %, 1,60 %), una empresa inmobiliaria que cotiza en Hong Kong, fue la principal contribuyente del cuarto trimestre y una de las de mejor desempeño en 2018. El último día de 2017, Hopewell anunció la venta de su empresa de autopistas de peaje Hopewell Highway Infrastructure por un 20 % por encima de nuestra tasación, y parte de las ganancias se destinó a un dividendo especial en efectivo de 2 dólares de Hong Kong por acción cuando se cerró el trato en abril. En diciembre, el fundador, Gordon

Wu, ofreció 38,8 dólares de Hong Kong por acción para comprar a otros accionistas y privatizar la empresa.

Los accionistas independientes votarán más adelante en 2019 sobre la oferta, y no nos oponemos.

Realogy (-43%, -2,28%, -29%, -1,41%), propietaria de franquicias inmobiliarias líderes como Coldwell Banker y Century21, cayó durante el año. La compañía no cumplió con las expectativas de EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) del tercer trimestre y redujo la orientación para todo el año en un 5% después de que las ventas más débiles de viviendas usadas en los mercados costeros dañaron los segmentos de corretaje propio y seguros de títulos. Sin embargo, el segmento de franquicias de Realogy, la parte más importante de nuestra evaluación, se mantuvo bien a pesar del entorno inmobiliario más difícil a raíz de tasas de interés más altas y cambios en las leyes fiscales relacionadas con las deducciones de bienes raíces.

El director ejecutivo, Ryan Schneider, utilizó el gran cupón de flujo de caja libre (FCF) para recomprar acciones a un múltiplo de FCF de un dígito medio. Realogy también lanzó dos nuevas marcas de corretaje para ventas millennials urbanas y de lujo este año. Seguimos confiados en que el valor de este negocio crecerá a largo plazo con los precios de la vivienda y a medida que los millennials migren a la propiedad de la vivienda. Los temores de que las herramientas en línea para ver y anunciar viviendas desplacen a los agentes inmobiliarios han sido exagerados, ya que el uso de agentes inmobiliarios y herramientas en línea ha crecido en conjunto. Creemos que los modelos económicos de venta de viviendas en línea pueden tener éxito en áreas donde la vivienda está algo estandarizada, pero en la mayor parte de los EE. UU., las variaciones significativas de viviendas por ciudad, vecindario e incluso bloque no se prestan a comparaciones y transacciones puramente en línea.

Mattel (-35 %, -2,08 %, -36 %, -2,22 %), la empresa de juguetes clásicos, cayó en el cuarto trimestre, lo que la convierte en un lastre para el año después de que la empresa redujera la previsión de ingresos para todo el año en un 3 %. El desafío principal fue resolver la interrupción del comercio minorista causada por la quiebra de Toys "R" Us, combinada con problemas de inventario chinos autoinfligidos. El número de ingresos más débil ignora el sólido progreso del CEO Ynon Kreiz hacia la reducción de \$ 650 millones en costos operativos. Durante los primeros nueve meses de 2018, las dos marcas más importantes de la compañía, Barbie y Hot Wheels, aumentaron sus ventas brutas un 15 % y un 6 %, respectivamente. Fisher-Price, Thomas y American Girl declinaron, pero cada marca tiene impulsores fuertes y únicos para el crecimiento futuro. Para invertir en proyectos de crecimiento de alto rendimiento, Kreiz está creando nuevos negocios utilizando el pozo profundo de marcas y propiedad intelectual de Mattel. La acción terminó el año cotizando a menos de la mitad de la oferta de adquisición rumoreada de 2017 y ya se recuperó con fuerza en las dos primeras semanas de 2019.

Summit Materials (-34 %, -1,60 %, -31 %, -1,50 %), una empresa de cemento y agregados de EE. UU., disminuyó en el cuarto trimestre, lo que la convierte en un lastre para el año. Comenzamos a comprar acciones en el tercer trimestre después de que el recorte moderado de la guía de EBITDA de la compañía condujera a una venta masiva.

La recuperación por inundaciones y huracanes tomó más tiempo de lo previsto y la inflación de costos también afectó las ganancias, aunque Summit ya había comenzado a aumentar los precios como compensación. La desaceleración de la construcción de viviendas a nivel nacional afectó a las empresas de materiales de construcción de EE. UU., pero las acciones de Summit sintieron más impacto debido al apalancamiento de la empresa y la mezcla de agregados más baja. Summit posee 2,5 millones de toneladas de capacidad de cemento, 10 terminales fluviales y 3,700 millones de toneladas de reservas de agregados. La demanda de cemento de EE. UU. está por encima de la capacidad actual, y el gasto en infraestructura que tanto se necesita aumentaría sustancialmente la demanda. En conjunto, Summit se beneficia de posiciones locales exclusivas en

varios mercados urbanos grandes en los que exige primas de precios significativas a los competidores que soportan costos de envío adicionales. Summit no está significativamente expuesta a la construcción de gran altura, el mayor riesgo cíclico para la industria. En caso de recesión, su exposición al sector público, que comprende más del 40 % de su negocio, debería resultar más duradera. El CEO Tom Hill tiene un sólido historial de adquisiciones inteligentes y está utilizando FCF para reducir el apalancamiento del balance. Pagamos un múltiplo de FCF de un solo dígito y esperamos que el cupón crezca sustancialmente en los próximos años.

ViaSat (-21 %, -1,49 %, -8 %, -0,44 %), la compañía de comunicaciones satelitales, fue un lastre para el año, pero disminuyó mucho menos que muchas empresas en el cuarto trimestre después de reportar sólidos resultados trimestrales. En el segmento de Banda Ancha se incrementaron los abonados, el ARPU (ingreso promedio por usuario) y los márgenes. En Gobierno, los ingresos y utilidades crecieron más del 20%. Para InFlight, Viasat ganó participación en el mercado de aviones comerciales de América del Norte más allá del 20% por primera vez, duplicándose en solo dos años. Creemos que el producto superior de Internet a bordo de ViaSat debería continuar ganando negocios de competidores más lentos. ViaSat-3, los satélites más poderosos de la compañía por órdenes de magnitud, está programado para lanzarse en menos de dos años, lo que permitirá a la compañía dar servicio a varios miles de aviones gubernamentales y ofrecer un producto de banda ancha competitivo a clientes rurales de todo el mundo.

OCI (-19 %, -1,32 %, -36 %, -2,78 %), un productor mundial de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural, fue el principal detractor en el cuarto trimestre, principalmente debido a la caída en el precio spot del metanol, que está ligado al petróleo. A los activos positivos no relacionados con el metanol, que representan tres cuartas partes del valor, les fue bien. Las instalaciones africanas resolvieron los problemas de suministro de gas y lograron tasas de utilización superiores al 95 %. La empresa vende por menos del costo de reposición de sus activos y nuestra estimación conservadora del valor del flujo de caja descontado. Director ejecutivo Nassef

Sawiris es un propietario-operador centrado en optimizar la estructura de capital y generar un importante flujo de caja libre.

CenturyLink (2 %, -0,04 %, -26 %, -2,15 %), la compañía de telecomunicaciones, fue un detractor en el cuarto trimestre, pero terminó el año ligeramente arriba después de ganancias sustanciales a principios de 2018. La acción disminuyó después de los ingresos del tercer trimestre. estuvo por debajo de las expectativas, pero nuestra evaluación aumentó con un crecimiento del EBITDA anual del 7 % a medida que aumentaron los ingresos de mayor margen dentro del segmento Enterprise y el FCF consolidado casi se duplicó año tras año. El FCF de CenturyLink, que crece más allá de la inflación, es de más de \$4,00 por acción, pero la acción cotiza alrededor de \$15. Los ingresos disminuyeron en parte porque la compañía abandonó sabiamente las líneas de negocios no rentables, priorizando la eficiencia del capital y el desapalancamiento por encima del crecimiento de la línea superior. El dividendo volvió a subir a un rendimiento de mediados de la adolescencia con una posibilidad mínima de cualquier recorte. (Actualización al 19 de febrero de 2019: CTL recortó el dividendo para usar el efectivo en lugar de fortalecer el balance general. Creemos que una mejor manera de abordar el balance general es explorar las ventas de activos dados los múltiplos que se pagan en las transacciones de fibra, y/o para emitir acciones de seguimiento para los segmentos separados de Fibra y Consumidor para resaltar sus valores y ofrecer el potencial para recaudar capital. Southeastern presentó un 13-D para hablar con compradores interesados y nominar directores con la experiencia adecuada para la junta.

el recorte de dividendos no alteró nuestra evaluación de la compañía o su poder de ganancias). Esperamos que el EBITDA consolidado crezca en un porcentaje de un solo dígito bajo el próximo año, pero dentro de ese número creemos que los ingresos y flujos de efectivo de fibra empresarial de alto valor crecerán por encima eso, compensando la baja calidad de la línea fija heredada. CenturyLink sigue siendo una posición sobreponderada debido a su gran descuento y la calidad tanto de su equipo de administración, encabezado por el director ejecutivo Jeff Storey, como de sus activos de fibra, que creemos que tienen un alto valor estratégico para numerosos inversionistas en infraestructura.

Actividad de la

cartera Salimos de cuatro inversiones exitosas, todas antes del cuarto trimestre. Además de Sonic, vendimos Wynn Resorts y CONSOL Energy, la compañía de carbón. Ambos compramos y vendimos Forest City, una empresa de bienes raíces que fue adquirida a los pocos meses de nuestra compra. También compramos GCI Liberty, Lazard, Summit Materials y una posición no revelada en el cuarto trimestre. Tanto Forest City como la posición no revelada son "nombres reciclados" que anteriormente poseíamos. Los reciclados tienden a tener menos sorpresas ya que hemos seguido de cerca el negocio como propietarios y ya nos hemos comprometido profundamente con nuestros socios administrativos.

panorama

Como coinversores del Fondo, no estamos satisfechos ni satisfechos con la rentabilidad absoluta de 2018, pero creemos firmemente que la cartera está bien posicionada para futuros resultados absolutos y relativos. En primer lugar, en los momentos relativamente raros en los que el Fondo cotizaba por debajo de un P/V del 60 % en el pasado, el rendimiento siguiente a uno, tres y cinco años promedió más de 300 puntos básicos por encima del Índice anualmente. Más importante aún, los rendimientos anuales del Fondo promediaron alrededor de la mitad de la década, superando con creces la inflación más el 10 %*. En segundo lugar, la posición de efectivo del Fondo está por debajo del 10 %, y nuestra lista de posibles calificados tiene más de diez nuevas oportunidades posibles. En tercer lugar, creemos que varias empresas de la cartera son buenas candidatas durante los próximos años para los tipos de transacciones corporativas que han sido una fuente importante del éxito del Fondo a lo largo del tiempo, incluso en 2018. Cuarto, anticipamos que los resultados de los sólidos negocios que poseemos y los equipos de administración que los lideran pueden eventualmente traducirse en precios de acciones que reflejen adecuadamente el valor, ya sea mediante la recalificación de los inversionistas, ganancias mucho más altas que las que se obtienen actualmente o socios corporativos que toman medidas para obtener reconocimiento de valor.

Ver [página siguiente](#) para divulgaciones importantes.

*Se identificaron trimestres desde 1993 en los que la "relación preciovalor" (P/V) del Small-Cap Fund era inferior al 60%. A partir de esos trimestres y los trimestres de los años 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2029, 2030, 2031, 2032, 2033, 2034, 2035, 2036, 2037, 2038, 2039, 2040, 2041, 2042, 2043, 2044, 2045, 2046, 2047, 2048, 2049, 2050, 2051, 2052, 2053, 2054, 2055, 2056, 2057, 2058, 2059, 2060, 2061, 2062, 2063, 2064, 2065, 2066, 2067, 2068, 2069, 2070, 2071, 2072, 2073, 2074, 2075, 2076, 2077, 2078, 2079, 2080, 2081, 2082, 2083, 2084, 2085, 2086, 2087, 2088, 2089, 2090, 2091, 2092, 2093, 2094, 2095, 2096, 2097, 2098, 2099, 2100, 2101, 2102, 2103, 2104, 2105, 2106, 2107, 2108, 2109, 2110, 2111, 2112, 2113, 2114, 2115, 2116, 2117, 2118, 2119, 2120, 2121, 2122, 2123, 2124, 2125, 2126, 2127, 2128, 2129, 2130, 2131, 2132, 2133, 2134, 2135, 2136, 2137, 2138, 2139, 2140, 2141, 2142, 2143, 2144, 2145, 2146, 2147, 2148, 2149, 2150, 2151, 2152, 2153, 2154, 2155, 2156, 2157, 2158, 2159, 2160, 2161, 2162, 2163, 2164, 2165, 2166, 2167, 2168, 2169, 2170, 2171, 2172, 2173, 2174, 2175, 2176, 2177, 2178, 2179, 2180, 2181, 2182, 2183, 2184, 2185, 2186, 2187, 2188, 2189, 2190, 2191, 2192, 2193, 2194, 2195, 2196, 2197, 2198, 2199, 2200, 2201, 2202, 2203, 2204, 2205, 2206, 2207, 2208, 2209, 2210, 2211, 2212, 2213, 2214, 2215, 2216, 2217, 2218, 2219, 2220, 2221, 2222, 2223, 2224, 2225, 2226, 2227, 2228, 2229, 2230, 2231, 2232, 2233, 2234, 2235, 2236, 2237, 2238, 2239, 2240, 2241, 2242, 2243, 2244, 2245, 2246, 2247, 2248, 2249, 2250, 2251, 2252, 2253, 2254, 2255, 2256, 2257, 2258, 2259, 2260, 2261, 2262, 2263, 2264, 2265, 2266, 2267, 2268, 2269, 2270, 2271, 2272, 2273, 2274, 2275, 2276, 2277, 2278, 2279, 2280, 2281, 2282, 2283, 2284, 2285, 2286, 2287, 2288, 2289, 2290, 2291, 2292, 2293, 2294, 2295, 2296, 2297, 2298, 2299, 2300, 2301, 2302, 2303, 2304, 2305, 2306, 2307, 2308, 2309, 2310, 2311, 2312, 2313, 2314, 2315, 2316, 2317, 2318, 2319, 2320, 2321, 2322, 2323, 2324, 2325, 2326, 2327, 2328, 2329, 2330, 2331, 2332, 2333, 2334, 2335, 2336, 2337, 2338, 2339, 2340, 2341, 2342, 2343, 2344, 2345, 2346, 2347, 2348, 2349, 2350, 2351, 2352, 2353, 2354, 2355, 2356, 2357, 2358, 2359, 2360, 2361, 2362, 2363, 2364, 2365, 2366, 2367, 2368, 2369, 2370, 2371, 2372, 2373, 2374, 2375, 2376, 2377, 2378, 2379, 2380, 2381, 2382, 2383, 2384, 2385, 2386, 2387, 2388, 2389, 2390, 2391, 2392, 2393, 2394, 2395, 2396, 2397, 2398, 2399, 2400, 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406, 2407, 2408, 2409, 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2416, 2417, 2418, 2419, 2420, 2421, 2422, 2423, 2424, 2425, 2426, 2427, 2428, 2429, 2430, 2431, 2432, 2433, 2434, 2435, 2436, 2437, 2438, 2439, 2440, 2441, 2442, 2443, 2444, 2445, 2446, 2447, 2448, 2449, 2450, 2451, 2452, 2453, 2454, 2455, 2456, 2457, 2458, 2459, 2460, 2461, 2462, 2463, 2464, 2465, 2466, 2467, 2468, 2469, 2470, 2471, 2472, 2473, 2474, 2475, 2476, 2477, 2478, 2479, 2480, 2481, 2482, 2483, 2484, 2485, 2486, 2487, 2488, 2489, 2490, 2491, 2492, 2493, 2494, 2495, 2496, 2497, 2498, 2499, 2500, 2501, 2502, 2503, 2504, 2505, 2506, 2507, 2508, 2509, 2510, 2511, 2512, 2513, 2514, 2515, 2516, 2517, 2518, 2519, 2520, 2521, 2522, 2523, 2524, 2525, 2526, 2527, 2528, 2529, 2530, 2531, 2532, 2533, 2534, 2535, 2536, 2537, 2538, 2539, 2540, 2541, 2542, 2543, 2544, 2545, 2546, 2547, 2548, 2549, 2550, 2551, 2552, 2553, 2554, 2555, 2556, 2557, 2558, 2559, 2560, 2561, 2562, 2563, 2564, 2565, 2566, 2567, 2568, 2569, 2570, 2571, 2572, 2573, 2574, 2575, 2576, 2577, 2578, 2579, 2580, 2581, 2582, 2583, 2584, 2585, 2586, 2587, 2588, 2589, 2590, 2591, 2592, 2593, 2594, 2595, 2596, 2597, 2598, 2599, 2600, 2601, 2602, 2603, 2604, 2605, 2606, 2607, 2608, 2609, 2610, 2611, 2612, 2613, 2614, 2615, 2616, 2617, 2618, 2619, 2620, 2621, 2622, 2623, 2624, 2625, 2626, 2627, 2628, 2629, 2630, 2631, 2632, 2633, 2634, 2635, 2636, 2637, 2638, 2639, 2640, 2641, 2642, 2643, 2644, 2645, 2646, 2647, 2648, 2649, 2650, 2651, 2652, 2653, 2654, 2655, 2656, 2657, 2658, 2659, 2660, 2661, 2662, 2663, 2664, 2665, 2666, 2667, 2668, 2669, 2670, 2671, 2672, 2673, 2674, 2675, 2676, 2677, 2678, 2679, 2680, 2681, 2682, 2683, 2684, 2685, 2686, 2687, 2688, 2689, 2690, 2691, 2692, 2693, 2694, 2695, 2696, 2697, 2698, 2699, 2700, 2701, 2702, 2703, 2704, 2705, 2706, 2707, 2708, 2709, 2710, 2711, 2712, 2713, 2714, 2715, 2716, 2717, 2718, 2719, 2720, 2721, 2722, 2723, 2724, 2725, 2726, 2727, 2728, 2729, 2730, 2731, 2732, 2733, 2734, 2735, 2736, 2737, 2738, 2739, 2740, 2741, 2742, 2743, 2744, 2745, 2746, 2747, 2748, 2749, 2750, 2751, 2752, 2753, 2754, 2755, 2756, 2757, 2758, 2759, 2760, 2761, 2762, 2763, 2764, 2765, 2766, 2767, 2768, 2769, 2770, 2771, 2772, 2773, 2774, 2775, 2776, 2777, 2778, 2779, 2780, 2781, 2782, 2783, 2784, 2785, 2786, 2787, 2788, 2789, 2790, 2791, 2792, 2793, 2794, 2795, 2796, 2797, 2798, 2799, 2800, 2801, 2802, 2803, 2804, 2805, 2806, 2807, 2808, 2809, 2810, 2811, 2812, 2813, 2814, 2815, 2816, 2817, 2818, 2819, 2820, 2821, 2822, 2823, 2824, 2825, 2826, 2827, 2828, 2829, 2830, 2831, 2832, 2833, 2834, 2835, 2836, 2837, 2838, 2839, 2840, 2841, 2842, 2843, 2844, 2845, 2846, 2847, 2848, 2849, 2850, 2851, 2852, 2853, 2854, 2855, 2856, 2857, 2858, 2859, 2860, 2861, 2862, 2863, 2864, 2865, 2866, 2867, 2868, 2869, 2870, 2871, 2872, 2873, 2874, 2875, 2876, 2877, 2878, 2879, 2880, 2881, 2882, 2883, 2884, 2885, 2886, 2887, 2888, 2889, 2890, 2891, 2892, 2893, 2894, 2895, 2896, 2897, 2898, 2899, 2900, 2901, 2902, 2903, 2904, 2905, 2906, 2907, 2908, 2909, 2910, 2911, 2912, 2913, 2914, 2915, 2916, 2917, 2918, 2919, 2920, 2921, 2922, 2923, 2924, 2925, 2926, 2927, 2928, 2929, 2930, 2931, 2932, 2933, 2934, 2935, 2936, 2937, 2938, 2939, 2940, 2941, 2942, 2943, 2944, 2945, 2946, 2947, 2948, 2949, 2950, 2951, 2952, 2953, 2954, 2955, 2956, 2957, 2958, 2959, 2960, 2961, 2962, 2963, 2964, 2965, 2966, 2967, 2968, 2969, 2970, 2971, 2972, 2973, 2974, 2975, 2976, 2977, 2978, 2979, 2980, 2981, 2982, 2983, 2984, 2985, 2986, 2987, 2988, 2989, 2990, 2991, 2992, 2993, 2994, 2995, 2996, 2997, 2998, 2999, 3000.

y 3 5 Los rendimientos anuales se anualizaron. Los resultados fueron: año, y 16,53% para el Fondo de Capitalización a 5 años

Antes de invertir en Longleaf Small-Cap Fund, los objetivos de inversión, los para corriente a

Prospecto y Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo de fluctuación de precios, es decir, acciones en las respuesta a las condiciones económicas y de mercado general. empresas individuales o debido a También, porque el El fondo generalmente invierte 15 a 25 en empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si un se mantuvo un mayor número de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles que las

Índice Russell 3000. El índice de 2006 al 2013, 2000 representa el rendimiento de mercado total del Índice Russell 3000.

No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("valor de precio") es un cálculo que compara el precio de las acciones en una cartera con la punto de datos único sobre algo más. La relación representa un a a Fondo y no debe interpretarse como P/V

no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversores que no hagan este cálculo para dar

de Seguridad" hace referencia a la diferencia entre es y aa precio de mercado de valores y Valor de tasación calculado de Southeastern. No es un de garantía de inversión rendimiento O devoluciones.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de la empresa para generar flujo de efectivo para libre (rendimiento) generados. El punto de flujo de caja ratio de flujo de caja dividida por el precio de la acción. operativo calculado tomando por

El múltiplo de ganancias, también llamado relación precio/ganancias, es una comparación entre el participación de la empresa por sus ganancias

El apalancamiento se refiere a ingredientes del Fondo. El apalancamiento se refiere a las inversiones que son Los agregados son materiales tales como arena

/ 7

El precio al contado es el precio de mercado actual que se paga por un activo, un bien o una mercancía, puede ser se vende para entrega inmediata.

El flujo de efectivo descontado (DCF) es un método de valoración utilizado para estimar el valor de una inversión. El análisis DCF utiliza proyecciones futuras de flujo de caja libre y estimación del valor presente, que es evaluar el llegar a un

A 31 de diciembre de 2018, los diez tenencias para el Socios de hoja larga de pequeña capitalización principales Fondos: Graham Holdings, 8,8%; Hopewell, 7,5%; CenturyLink, 7,2%; Liberty Media, 6,7%; OCl, 6,4%; KKR, 5,1%; Cramer, 5,1%; Lazard, 4,9%; Mattel, 4,8%; Vía Sat, 4,7%. Las tenencias del cambiar y mantener discusiones no son recomendaciones para arriesgar.

- vender seguridad. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a cualquier

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000873

Vence el 30/04/2019

12 de octubre de 2018

Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 3Q18

Longleaf / Partners
Funds

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 2,76% en el tercer trimestre, mientras que el índice Russell 2000 subió un 3,58%. La rentabilidad del 10,69 % del año hasta la fecha (YTD) del Fondo fue ligeramente inferior al 11,51 % del índice, pero supera nuestro objetivo absoluto anual de inflación más un 10 %, al igual que las rentabilidades a 1 y 3 años. Debido a que ha sido un momento difícil para los inversores de valor disciplinados para comprar negocios de calidad con descuento, el efectivo del Fondo se ha mantenido alto.

Con alrededor de veinte participaciones, el rendimiento en cualquier trimestre o año dado generalmente proviene de unas pocas acciones. Los eventos específicos de la empresa y los resultados impulsados por la administración impulsan nuestros resultados de inversión, que generalmente tienen poco que ver con lo que impulsa el índice más amplio. Los precios de las acciones a menudo aumentan en un corto número de días a medida que el sentimiento cambia rápidamente. El 100% o más del rendimiento multianual de una acción puede ocurrir en cuestión de días. Por ejemplo, en el tercer trimestre, los anuncios de que Forest City y Sonic iban a ser adquiridos movieron sus acciones a valor razonable en menos de un día. A medida que las gerencias generaron resultados que muchos habían puesto en duda, CenturyLink y OCI registraron grandes ganancias en el trimestre, al igual que Park Hotels y Actuant a principios de año. A pesar de sus rápidos movimientos bursátiles, estos negocios permanecen por debajo de nuestras valoraciones y creemos que nuestros socios pueden generar valor adicional.

Vivir pacientemente con patrones de pago idiosincrásicos puede ser difícil, pero es necesario. Más a menudo, los inversores toman decisiones basadas en el desempeño del precio de las acciones sin tener en cuenta la dirección de

Rendimiento total anual promedio (30/09/18): desde el inicio (21/02/89): 11,11 %, diez años: 12,64 %, cinco años: 10,17 %, un año: 12,61 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2018, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.92%. El índice de gastos está sujeto a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales de un fondo superen el 1,50 % de los activos netos promedio.

el valor comercial subyacente de una empresa. Perseguir el rendimiento pone el capital en riesgo, y el peligro suele darse cuenta demasiado tarde. Por lo general, no sabemos cuándo ocurrirán los pagos entre las empresas de nuestra cartera, pero la mayoría de los valores se están apreciando. Muchas participaciones actuales ofrecen un importante potencial alcista con nuestros socios de gestión que buscan reestructuraciones/acciones corporativas (Mattel, Formula One Group y Neiman Marcus), recompras sustanciales con grandes descuentos (Realogy y CNX) y ventas de activos o negocios completos (Kodak, Park Hotels, Actant y Graham Holdings). En algunas participaciones, como ViaSat, otros accionistas buscan activamente el reconocimiento del valor.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del tercer trimestre; contribución del fondo del tercer trimestre)

Sonic (27 %, 1,45 %), la franquicia de restaurante de servicio rápido (QSR) en autocine, fue el que más contribuyó al rendimiento. Tras un mejor crecimiento de las ventas y una gran autorización de recompra de acciones que hizo que las acciones subieran más del 35 % en el segundo trimestre, la empresa anunció en la última semana de septiembre que Inspire Brands, una empresa respaldada por capital privado, adquirirá Sonic a un buen precio. . Agradecemos al CEO Cliff Hudson y a su equipo, quienes crearon valor al vender tiendas propiedad de la compañía a franquiciados, mejorar las operaciones y recomprar una cantidad significativa de acciones, mientras desarrollaban una aplicación móvil para capitalizar el formato único de autocine de la cadena. La acción rindió 96% durante nuestro período de tenencia de 2 años. Sonic representa varios rasgos comunes en las inversiones de Southeastern. En primer lugar, el pago fue específico de la empresa en un momento impredecible, ya que todo el rendimiento de las acciones de 2018 se produjo en solo 5 días, luego de un período en el que las acciones languidieron. En segundo lugar, nuestro compromiso con la gerencia fue positivo y altamente productivo, ya que presentamos un 13D para hablar más abiertamente con Hudson sobre las formas de impulsar el valor por acción. En tercer lugar, las grandes participaciones en la propiedad pueden ayudar a nuestro resultado sin crear problemas de liquidez. Nuestro 17 % de propiedad de Sonic desempeñó un papel importante en nuestra capacidad para comprometernos constructivamente con la empresa, y vendimos nuestras acciones en un día tras el anuncio de la adquisición con un pequeño descuento sobre el precio de oferta, y algunas acciones se vendieron por encima de la oferta porque la las acciones estaban tan cortadas.

OCI (18 %, 1,22 %), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural, contribuyó fuertemente este trimestre, ya que los nuevos proyectos continuaron aumentando y la fortaleza de los precios de las materias primas se manifestó. El mercado del metanol debería permanecer sólido durante los próximos 4 a 5 años debido a la falta de oferta y al aumento de la demanda. En el trimestre, OCI completó su oferta por las acciones restantes de OCI Partners, la sociedad limitada maestra (MLP) compuesta principalmente por una única instalación integrada de metanol y amoníaco en la costa del Golfo de EE. UU. El precio pagado ya se ve bien, ya que el precio del metanol ha seguido aumentando desde que se anunció el acuerdo. El CEO Nassef Sawiris generó un crecimiento del valor a través de esta transacción, así como también la exitosa finalización y puesta en marcha de importantes plantas en Iowa y Texas en los últimos años.

Con proyectos de grandes gastos de capital (capex) completos, el flujo de caja libre (FCF) debería crecer significativamente.

CenturyLink (17 %, 1,21 %), la compañía global de infraestructura de fibra, fue un gran contribuyente. El EBITDA trimestral creció 5% año tras año (YOY) en casi 300 puntos base de mejora del margen. Los ingresos del segmento Negocios de la compañía mostraron una leve disminución debido a la decisión apropiada de la administración de eliminar clientes no rentables. De cara al futuro, la empresa está mejorando el servicio al cliente al tiempo que reduce los gastos de red, facturación e inventario. Con FCF (\$3+/acción) cubriendo fácilmente el dividendo (\$2.16/acción), CenturyLink está reduciendo la deuda y expandiéndose en áreas seleccionadas de banda ancha empresarial y de consumo. A fines del trimestre, el director financiero Sunit Patel anunció su partida para supervisar la integración de la fusión en Sprint y T-Mobile. Patel ha sido un socio valioso durante nuestra inversión con Level 3 y CenturyLink. Aunque las acciones retrocedieron tras el anuncio, la partida de Patel no afecta nuestra valoración de la empresa. El director financiero interino, Neel Dev, es un veterano de la empresa bien preparado durante 14 años que trabajó directamente con Patel durante los últimos 6 años y supervisó gran parte de la integración exitosa de la fusión.

CNX Resources (-19 %, -1,01 %), la exploración y producción (E&P) de gas natural de los Apalaches compañía, lastraron el desempeño en el trimestre. La empresa decepcionó al mercado en algunas métricas, algunas que la empresa puede hacer mejor por sí misma, otras fuera de su control. Eso no afectó nuestra evaluación a largo plazo. En positivo, la empresa cerró la venta de un joint venture en Utica por \$400 millones. Además, el ex socio Noble finalmente vendió lo último de su propiedad del MLP de midstream de CNX, eliminando un excedente y permitiendo que CNX opere el negocio de manera más flexible. El CEO Nick Deluliis y el CFO Don Rush continuaron comprando acciones con descuento a un ritmo anualizado de dos dígitos, lo cual es muy raro en el mundo de E&P.

Actividad de la cartera

Durante el trimestre, comenzamos a comprar dos nuevos negocios, que siguen sin revelarse, ya que esperamos construir esas posiciones. Salimos de tres negocios, incluida la venta de Sonic descrita anteriormente. Forest City, la compañía inmobiliaria diversificada que compramos en el segundo trimestre, recibió una oferta de Brookfield cerca de nuestra tasación. En nuestro breve período de tenencia de 3 meses, la acción ganó un 26%. Anteriormente éramos dueños de Forest City y conocíamos bien sus activos. Las acciones se descontaron después de que la empresa rechazara una oferta en abril. Creíamos que, luego de la expiración de la sanción fiscal de 5 años para las transacciones posteriores a su conversión REIT, era probable una oferta más alta. Dado el descuento, las perspectivas de crecimiento del valor y el equipo de gestión capaz, anticipábamos ganancias independientemente de si finalmente se adquiría la empresa. A fines de julio, el director ejecutivo David LaRue y el director financiero Bob O'Brien acordaron vender la empresa con una prima.

También vendimos CONSOL Energy, el negocio del carbón que se escindió de la compañía de gas CNX Resources en noviembre de 2017. Desde la separación, las acciones ganaron un 93 %, ya que la sólida producción condujo a una mayor guía de ganancias.

panorama

El gran movimiento en las acciones de pequeña capitalización desde que se aprobó la ley de impuestos el año pasado ha hecho que encontrar compañías de alta calidad con descuento sea más difícil. Nuestras ventas del tercer trimestre, dos de las cuales se debieron a adquisiciones, aumentaron el efectivo del Fondo al 25%. El efectivo ha sido un viento en contra en este fuerte mercado, pero seguiremos siendo compradores disciplinados y trataremos de evitar poner el capital en riesgo de pérdida.

La relación precio-valor (P/V) baja del 70% del Fondo se basa en nuestras tasaciones FCF descontadas, pero en la medida en que continuamos teniendo adquisiciones, nuestras tasaciones están subestimadas. Los múltiplos para llevar son más altos que nuestras matemáticas manuales. Creemos que durante los próximos cinco años, es probable que veamos otros negocios que poseemos comprados a precios superiores, en función de la calidad de los activos que otros se beneficiarían de poseer y el historial de muchos de nuestros socios administradores, que anteriormente han vendido empresas o segmentos de negocio y/o han manifestado su deseo de vender sus empresas actuales. Esperaremos pacientemente los grandes beneficios idiosincrásicos que han impulsado los exitosos resultados a largo plazo del Fondo.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía del rendimiento de la inversión o regresa.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

El gasto de capital (capex) es la cantidad gastada para adquirir o mejorar los activos productivos con el fin de aumentar la capacidad o la eficiencia de una empresa durante más de un período contable.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

REIT es un fideicomiso de inversión en bienes raíces.

Al 30 de septiembre de 2018, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: CenturyLink, 7,8%; OCI, 7,7%; Liberty Media, 6,3%; Graham Holdings, 6,2%; Mattel, 5,3%; Hoteles Parque, 5,2%; Realogy Holdings, 4,7%; ViaSat, 4,7%; Neiman Marcus, 4,7%; esperanza bien,

4,3%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000808

Vence el 31/01/2019

13 de julio de 2018

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf/
Partners
Funds

2T18

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 8,86 % en los últimos tres meses, superando con creces nuestra meta absoluta de inflación anual más el 10 % y superando el 7,75 % de Russell 2000. La rentabilidad del año hasta la fecha (YTD) del Fondo del 7,72 % estuvo por encima del 7,66 % del Índice, a pesar de las importantes posiciones en efectivo de la cartera. Los sólidos resultados del Fondo se lograron con menos riesgo de renta variable que el índice, debido a las reservas de efectivo, que esperamos convertir en futuros compuestos a largo plazo a medida que encontremos inversiones calificadas.

Tanto el Small-Cap Fund como el Index generaron grandes rendimientos, pero las fuentes de los mismos diferían mucho. La atención médica y la tecnología de la información (TI) comprendieron un tercio del índice y fueron sus mayores contribuyentes. El Fondo no tenía atención médica, y sus dos inversiones en TI fueron levemente perjudiciales para el rendimiento, lo que hizo que el rendimiento superior relativo fuera aún más notable.

Incluso cuando el Índice subió, encontramos dos nuevos calificadores en el trimestre y los agregamos a tres inversiones existentes. No salimos de ninguna de las posiciones del Fondo, pero recortamos ciertas

Rendimiento total anual promedio (30/06/18): desde el inicio (21/02/89): 11,10 %, diez años: 10,93 %, cinco años: 11,15 %, un año: 11,87 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2018, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.92%. El índice de gastos está sujeto a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales de un fondo superen el 1,50 % de los activos netos promedio.

posiciones. El efectivo se redujo del 25 % al 18 % en el trimestre, y varias posibles inversiones están en la lista de espera.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del segundo trimestre; contribución del fondo del segundo trimestre)

Sonic (+37 %, +1,54 %), la franquicia de restaurantes de servicio rápido (QSR), fue el mayor contribuyente del Fondo en el trimestre, luego de superar las expectativas negativas del mercado, reportando ventas comparables planas para el trimestre y crecimiento en mayo. Las proyecciones de crecimiento de un dígito bajo para el cuarto trimestre también animaron a los inversores. La gerencia convirtió más tiendas propias en franquicias, y la junta aumentó sustancialmente la autorización de recompra de acciones a \$ 500 millones, aproximadamente la mitad de la capitalización de mercado en el momento del anuncio. La acción subió más del 30% en una sola semana, un buen ejemplo de cómo nuestros resultados finales no están correlacionados con las tendencias del mercado. El valor debe crecer desde aquí con la recompra de acciones infravaloradas, la implementación exitosa de su aplicación móvil y la apertura de nuevas tiendas de franquicia. En los últimos años, el director ejecutivo Cliff Hudson reconoció el valor del negocio cuando otros no lo hicieron y compró más de un tercio de las acciones en circulación a precios con descuento por debajo de los que Sonic cotiza hoy. En el trimestre, firmamos un acuerdo de confidencialidad para promover nuestro compromiso positivo con Hudson y su equipo.

Mattel (+25%, +1,19%), la empresa de juguetes, se sumó a la rentabilidad del Fondo tras un fuerte primer cuarto. En abril, el presidente Ynon Kreiz se convirtió en director ejecutivo. Kreiz llega con un excelente historial de creación y monetización de marcas para niños y tiene un plan sólido para aprovechar al máximo la propiedad intelectual de Mattel. Tiene una gran oportunidad de restaurar los márgenes centrándose en las marcas principales de la empresa y racionalizando la cadena de suministro. Las ventas se estabilizaron tras la quiebra de Toys "R" Us, con Barbie un 24% más este trimestre en su quincuagésimo noveno año. Continuaron los rumores de compradores interesados, y creemos que la compañía vale mucho más que su precio actual, con una ventaja adicional a medida que Kreiz y su equipo ejecutan.

CenturyLink (+17 %, +1,14 %), la compañía global de telecomunicaciones de fibra, obtuvo ganancias notables en el trimestre y fue el mayor contribuyente en 2018, aunque las acciones todavía se venden por menos de la mitad de nuestra tasación. La integración de la fusión con Level 3 progresó, con sinergias realizadas según lo planeado, iniciativas de reducción de costos en los segmentos heredados y una reducción enfocada en el gasto de capital. Resultados de ganancias confirmados

confianza de la gerencia en mantener el dividendo sustancial. CenturyLink (CTL) se considera más como un negocio de telefonía fija tradicional similar a sus pares sobreapalancados y de menor calidad Frontier Communications y Windstream Holdings, pero el declive del negocio de telefonía fija heredado de CTL se está volviendo menos relevante para el valor total de la empresa, a medida que la mezcla cambia a la empresa en crecimiento. segmento de servicios de fibra. Durante décadas, Southeastern ha encontrado oportunidades en este tipo de situación de "segmento bueno/segmento malo". El CEO Jeff Storey y el CFO Sunit Patel se enfocan en maximizar el valor en ambas partes del negocio para beneficiar a los accionistas.

OCI (+17 %, +1,07 %), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural en EE. UU., Europa y Oriente Medio, obtuvo ganancias. La empresa refinanció su deuda, adelantando los vencimientos y reduciendo los costos. OCI ha llegado a una fase de desapalancamiento, ya que el flujo de efectivo libre aumentará considerablemente con la planta de metanol ahora en línea, la finalización de importantes proyectos de inversión y un entorno de precios positivo. La planta de Iowa se benefició de la "prima del medio oeste" de los precios de los fertilizantes para Nueva Orleans (NOLA), que el director ejecutivo, Nassef Sawiris, indicó que es probable que aumente, dada la logística de llevar el producto al Corn Belt. Los precios de contrato del 2T del metanol fueron fuertes a \$490 (frente a los \$300 del año pasado). La demanda mundial de nitrógeno y metanol está aumentando. La perspectiva de precios es sólida para el futuro previsible sin nueva capacidad en línea en los próximos 4-5 años y las exportaciones chinas bajaron un 80% con la posibilidad de desaparecer por completo, dada su desventaja de costos frente al gas natural de EE. UU. y el cierre del gobierno chino de centrales de carbón más contaminantes. En el trimestre, OCI licitó las acciones restantes de OCI Partners, la sociedad limitada principal

que es propiedad mayoritaria de OCI, compuesta principalmente de una única instalación integrada de metanol y amoníaco en la costa del Golfo de EE. UU. OCI vende por muy por debajo del costo de reposición de sus activos. Sawiris es un propietario-operador centrado en la creación y el reconocimiento de valor, así como en la optimización de la estructura de capital y la generación de un importante flujo de caja libre.

Realty (-16 %, -0,81 %), la principal corredora de bienes raíces de EE. UU., fue el único detractor notable en el trimestre. El aumento de las tasas de interés creó preocupaciones sobre las ventas de viviendas más lentas, y la compañía tuvo un primer trimestre terrible debido a lo que Realty espera que sea el último trimestre de recuperación en el pago de comisiones más altas a los agentes inmobiliarios en el segmento de corretaje propio. (Este no es un factor en su segmento de corretaje franquiciado más grande y valioso). El CEO Ryan Schneider respondió sabiamente a la caída al recomprar acciones. Schneider, recién llegado de Capital One, se ha centrado en

organizando los poderosos datos internos de Realty para mejorar su lucrativo negocio de franquicias. Más allá de contar con las marcas más confiables de la industria, Realty ofrecerá cada vez más a los mejores corredores los mejores datos patentados. La empresa tiene una excelente economía de franquicia y debería beneficiarse a largo plazo de una demografía favorable, ya que un número cada vez mayor de porcentaje de millennials compra casas. El otro temor macro que lleva a Realty a un múltiplo increíblemente bajo de flujo de caja libre se relaciona con el flujo de capital en varios conceptos que buscan desintermediar a los agentes inmobiliarios de la ecuación de transacciones de viviendas.

Creemos que la necesidad de agentes inmobiliarios puede disminuir en áreas donde las propiedades son extremadamente similares. Pero, vemos un papel importante continuado para los agentes inmobiliarios en el gran porcentaje del país donde las casas, las calles y los vecindarios son lo suficientemente dispares como para no prestarse a la compra y venta formulada del activo más valioso de la gran mayoría de las familias. En la reunión anual de Berkshire Hathaway, Warren Buffett, cuyo Berkshire Home Services es el segundo competidor de Realty, hizo comentarios interesantes que también indican su creencia en la viabilidad a largo plazo de la industria.

Actividad de la cartera

Agregamos dos nuevos puestos: una empresa de comunicaciones no revelada y Forest City Realty Trust. Ambas acciones presentan excelentes oportunidades de arbitraje de tiempo, con varios trimestres inciertos que eclipsan pagos sustanciales que probablemente se materialicen en los próximos años. Ambos tienen múltiples segmentos y una complejidad que requiere más trabajo para llegar a una tasación. Forest City, un REIT, posee varios tipos de propiedades en los EE. UU., incluidos apartamentos, edificios de oficinas, desarrollos comerciales y terrenos en varias etapas. Incluido en la mezcla está el espacio de laboratorio de Ciencias de la Vida altamente demandado en Cambridge, MA. Las acciones retrocedieron cuando la compañía anunció que su revisión estratégica no resultó en una venta. La gerencia está creando valor y estructurando la compañía de manera atractiva con una nueva junta, recompras con descuento, desarrollo de terrenos y adquisiciones de empresas conjuntas y arrendamiento de terrenos. A principios de 2021, después de que la empresa haya sido un REIT durante cinco años, Forest City podrá vender activos o toda la empresa sin ninguna sanción fiscal.

En el último año, hemos encontrado varias oportunidades nuevas en empresas relacionadas con bienes raíces, un sector que ha estado bajo presión en el entorno de tasas de interés más altas.

Creemos que las tres participaciones relacionadas con bienes raíces agregadas desde 2017, así como la participación existente Hopewell, tienen factores de retorno bastante diferentes durante los próximos 3 a 5 años. Hopewell, cuya gerencia monetizó recientemente su inversión en Highway, es propietaria

Bienes raíces comerciales de Hong Kong y tiene un gran activo improductivo en su remodelación actual de una de sus propiedades principales. Park Hotels posee hoteles, principalmente el trofeo Hawaiian Village y un puñado de propiedades de centros de convenciones en las principales ciudades. Los dos hoteles de la compañía en San Francisco deberían ver un aumento en los ingresos cuando el vecino Moscone Center en San Francisco vuelva a abrir en 2019 después de importantes renovaciones. Realogy es un negocio de tarifas vinculado a las ventas de viviendas residenciales, que creemos que crecerá a medida que la población milenaria pase de ser inquilinos a ser propietarios. La compra más reciente, Forest City, está más diversificada en diferentes tipos de propiedades. En menos de tres años, la empresa será aún más valiosa para los compradores interesados después de la expiración de la sanción fiscal relacionada con las transacciones posteriores a la conversión de REIT. No nos centramos en la ponderación del sector del Fondo frente al Índice, pero somos conscientes de nuestra exposición inmobiliaria colectiva. Creemos que los rendimientos de cada inversión estarán predominantemente determinados por los atributos específicos de cada empresa.

panorama

El Fondo de pequeña capitalización tiene el potencial de ofrecer rendimientos a largo plazo por encima del promedio con menos riesgo porque el Fondo posee buenos negocios que venden materialmente por debajo de sus valores. La relación precio-valor a mediados de los 70% ofrece una oportunidad de rendimiento superior. En Park Hotels, CNX, Mattel, ViaSat, OCI, Graham Holdings, Hopewell y Forest City, esperamos que los activos improductivos o improductivos contribuyan con ganancias adicionales sustanciales. La integración exitosa de la adquisición debería ayudar a producir mayores ganancias en

CTL y Liberty Media/Fórmula Uno. Además, los valores de los maravillosos negocios de CTL y Kodak están eclipsando a sus segmentos más pobres que crearon las percepciones erróneas para que invirtiéramos. Nuestra paciencia, disciplina y capacidad pueden producir calificadores adicionales para la liquidez del Fondo, ya que la volatilidad y un mercado más reducido han ayudado a aumentar nuestra lista de posibles oportunidades. Confiamos en que la mayor generación de ganancias de nuestras empresas durante los próximos dos años, en combinación con una ponderación más adecuada del mercado de los valores de nuestras participadas, puede

producir importantes rendimientos excedentes.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite

longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

El gasto de capital (capex) es la cantidad gastada para adquirir o mejorar los activos productivos con el fin de aumentar la capacidad o la eficiencia de una empresa durante más de un período contable.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

REIT es un fideicomiso de inversión en bienes raíces.

Al 30 de junio de 2018, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: CenturyLink, 6,9%; Hoteles Parque, 6,9%; OCI, 6,6%; Liberty Media, 6,4%; Graham Holdings, 6,3%; Sónico, 5,5%; Mattel, 5,4%; ViaSat, 4,9%; Recursos CNX, 4,8%, Neiman Marcus, 4,7%.

Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000777

Expira el 31/10/18

12 de abril de 2018

Longleaf Partners Small-Cap Fund Commentary 1Q18

Longleaf/
Partners
Funds

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners disminuyó un 1,05 % en el primer trimestre y el índice Russell 2000 cayó levemente, un 0,08 %. Las preocupaciones sobre los aranceles de EE. UU. más las preocupaciones renovadas sobre la inflación de EE. UU. contrarrestaron el optimismo en torno a las tasas impositivas más bajas y ayudaron a crear una volatilidad largamente esperada. El efectivo del Fondo fue positivo en la caída del mercado, y la mitad de nuestras participaciones registraron resultados positivos. Sin embargo, el Small-Cap Fund cayó, principalmente debido a caídas de dos dígitos en dos participaciones. Los resultados relativos se vieron afectados por la exposición mínima del Fondo a los únicos tres sectores positivos del índice en el trimestre: atención médica (0 participaciones), tecnología de la información (2 participaciones no relacionadas con Internet) y finanzas (0 participaciones). El impulso ha impulsado esas áreas durante un período prolongado y también explica los resultados relativos del Fondo durante los últimos 12 meses.

En el aumento de la volatilidad del mercado, las empresas de menor capitalización no experimentaron un retroceso tan grande como las acciones más grandes o extranjeras. Agregamos a dos de las inversiones más recientes del Fondo durante el trimestre, pero no compramos ninguna compañía nueva. Estas transacciones redujeron la posición de efectivo del Fondo incluso después de la venta de Wynn Resorts.

en Enero. Nuestra lista en cubierta de posibles clasificados creció. Tenemos la esperanza de que

Rendimiento total anual promedio (31/03/18): desde el inicio (21/02/89): 10,88 %, diez años: 10,02 %, cinco años: 9,83 %, un año: 3,77 %.

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2017, el índice de gastos totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners es 0.91%. El índice de gastos está sujeto a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales de un fondo superen el 1,50 % de los activos netos promedio.

la volatilidad adicional generará más oportunidades para poseer negocios dominantes con descuentos y líderes corporativos fuertes.

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión del primer trimestre; contribución del fondo del primer trimestre)

Neiman Marcus (+16 %, +0,69 %), el minorista de artículos de lujo cuyos bonos poseemos, contribuyó al rendimiento del Fondo, ya que la empresa superó las bajas expectativas del mercado durante el importante período de vacaciones y entregó un segundo trimestre consecutivo de compensaciones positivas. Las tiendas de Texas, que representan el 20 % de las ventas, mostraron mejoras notables, y el crecimiento de las ventas en línea a más de un tercio de los ingresos contradecía la imagen común de los minoristas moribundos. Neiman Marcus está generando suficiente efectivo para atender los pagos de intereses y tiene amplia liquidez a través de su línea de crédito renovable para continuar invirtiendo en el negocio.

Graham Holdings (+8 %, +0,49 %), la empresa de medios, educación y servicios que ocupa la mayor posición del Fondo, contribuyó con un sólido rendimiento trimestral. Los márgenes de televisión mejoraron: la familia Graham ha sido uno de los mejores operadores en el negocio durante varias décadas y continuó mejorando aquí. Kaplan Education recibió la aprobación regulatoria para su innovador acuerdo en línea con la Universidad de Purdue.

Además, el director ejecutivo Tim O'Shaughnessy recompró las acciones con descuento de la empresa.

ViaSat (-12 %, -0,94 %), la empresa de satélites, restó valor al rendimiento del Fondo a pesar de los sólidos resultados operativos y el inicio del servicio comercial completo en su satélite ViaSat-2, recientemente lanzado y técnicamente superior. El negocio gubernamental de ViaSat, principalmente un canal de comunicaciones seguro para militares, aumentó las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) en un 20 % año tras año, una cifra ligeramente superior a la tasa de crecimiento del segmento en los últimos veinte años. El negocio de banda ancha para el consumidor de ViaSat perdió suscriptores durante la transición a nuevos planes de servicio, pero creemos que esto fue una caída temporal en lugar de una señal de debilidad a largo plazo. InFlight debería instalar el servicio Wifi en más de 150 aviones este año, y su cartera de pedidos siguió aumentando.

Mattel (-15 %, -0,73 %), la compañía global de juguetes que compramos a fines de 2017, impactó negativamente en los resultados del Fondo. Aunque el minorista Toys R Us ha estado al borde de la insolvencia durante años, su anuncio de marzo de que las casi 800 tiendas restantes iban a cerrar golpeó las acciones de los fabricantes de juguetes. Toys R Us representa sobre

8% de las ventas de Mattel. Se espera que la liquidación se complete a fines de junio, lo que afectará la distribución a corto plazo de Mattel y otras compañías de juguetes, que serán reemplazadas por comerciantes físicos y en línea más saludables con el tiempo. La industria crece en dígitos medios a nivel mundial con ventas internacionales que se expanden más rápido que en los EE. UU.

La creciente demanda de muñecas, vehículos y juguetes para bebés, lo que sorprende a algunos que asumen que todo el crecimiento de la industria de los juguetes se debe a los dispositivos electrónicos, juega con las marcas principales Barbie, Hot Wheels y Fisher-Price de Mattel y debería ayudar a la compañía a aumentar su participación. Desde que se convirtió en directora ejecutiva a principios de 2017, Margo Georgiadis ha reducido costos, mejorado la publicidad y lanzado nuevos juguetes prometedores. Además, la junta ha mejorado con varios miembros nuevos, incluido Todd Bradley, un experto en cadenas de suministro y mercados de China, a quien hemos conocido a través de varias otras inversiones durante la última década.

OCI (-8%, -0,51%), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural, fue otro detractor en el trimestre. La acción disminuyó a pesar de los precios más altos del metanol y el refinanciamiento de la deuda que reducirá los costos por intereses. Una fuente principal de presión de precios a corto plazo en el trimestre fue que un tenedor relativamente grande (Abraaj Capital) tuvo que vender para reunir capital para sus otros negocios. OCI tiene seis plantas de producción ubicadas en los Países Bajos, Estados Unidos, Egipto y Argelia, y su nueva planta de metanol en EE. UU. en Texas comenzará a operar en 2018. Como gasto de capital importante los proyectos llegan a su fin, el flujo de efectivo se acelerará significativamente. La empresa vende por muy por debajo del costo de reposición de sus activos. El director general, Nassef Sawiris, es un operador propietario que sigue centrado en la creación de valor y el reconocimiento, además de optimizar la estructura de capital y generar un importante flujo de caja libre.

La Fórmula Uno (-10%, -0,50%), la empresa mundial de deportes y medios, restó valor. Su inversión en acciones de LiveNation disminuyó luego de un trimestre más débil de lo esperado. Además, la Fórmula Uno tuvo varios costos únicos en la transición bajo su nuevo liderazgo, que está invirtiendo mucho para mejorar en 2020 y más allá con un nuevo servicio de transmisión OTT y un mejor calendario de carreras. La Fórmula Uno es un ejemplo de un negocio que los modelos cuantitativos pasan por alto debido a la ventaja de su adquisición transformadora por parte del grupo Liberty de John Malone y Greg Maffei y las habilidades del nuevo CEO Chase Carey, quien se encuentra entre nuestros socios más respetados por su trabajo anterior en DirecTV. .

Actividad de la cartera

Durante el trimestre, aumentamos nuestra participación en Park Hotels y Realogy, ambas nuevas compras en 2017, pero no compramos ninguna otra compañía. En enero, vendimos Wynn Resorts, que, después de una gran rentabilidad en los últimos dos años, no tenía margen de seguridad. Nuestro momento fue afortunado. Días después de nuestra salida, se produjeron revelaciones sobre el presunto historial de acoso sexual de Steve Wynn y su posterior renuncia. Compramos Wynn Resorts a mediados de 2015, luego de la campaña china contra la corrupción que redujo drásticamente el negocio VIP de Wynn Macau. Nuestra evaluación incorporó una perspectiva más amplia, enfatizando las crecientes ganancias masivas de juego de la compañía en Macao, el exitoso resort de Las Vegas y los importantes activos no rentables: propiedades en construcción en Cotai (Macao) y Boston, así como una rara superficie abierta en la franja de Las Vegas. Al igual que algunas de nuestras nuevas inversiones actuales, el precio de las acciones cayó después de nuestra compra inicial a medida que el sentimiento iba de mal en peor, y aumentamos la posición a precios aún más reducidos, cuando Steve Wynn compró acciones baratas junto con nosotros. A medida que las ganancias se recuperaron con el crecimiento de los visitantes masivos y la apertura del Palacio en Cotai a fines de 2016, las acciones aumentaron considerablemente. Nuestra ganancia del 124 % durante el período de tenencia de 2,5 años del Fondo es un ejemplo de cómo nuestro horizonte de tiempo más largo puede generar oportunidades de inversión cuando una acción tiene un precio para interrupciones temporales a corto plazo.

panorama

El rendimiento del primer trimestre no reflejó el progreso que realizó el Small-Cap Fund en los últimos tres meses. Vendimos una inversión exitosa a precio completo (Wynn) y usamos parte del efectivo no rentable para aumentar las participaciones en empresas líderes del mercado con grandes descuentos. Nuestra lista en cubierta de posibles clasificados creció. Los cambios de liderazgo notables también mejoraron las perspectivas a largo plazo en varias empresas en las que hemos estado involucrados. Además de la incorporación de Todd Bradley a su directorio por parte de Mattel, como se mencionó anteriormente, Actuant nombró a dos nuevos directores sugeridos por Southeastern debido a sus antecedentes relevantes en la industria y las transacciones. Aplaudimos el anuncio de que Jeff Storey asumiría el cargo de director ejecutivo de CenturyLink seis meses antes de lo previsto. Muchas de las empresas que poseemos tienen la fortaleza cualitativa y el poder de fijación de precios para ayudar a mitigar algunas presiones inflacionarias, particularmente frente a sus pares. Dada la calidad de nuestras empresas y nuestros socios directivos motivados, varias participaciones tienen buenas perspectivas para los próximos años no solo de crecimiento orgánico sino también de ser negocios atractivos para otras empresas.

En nuestra opinión, el mercado se mantiene elevado, con algunas industrias particularmente cotizadas. La volatilidad adicional y la manipulación de precios a corto plazo nos permitirían invertir más del 25 % del efectivo del Fondo en inversiones que cumplan con nuestros criterios de Negocios/Gente/Precio y reducir aún más el alto 60 % de precio a valor (P/V). Como grandes accionistas del Fondo e inversores a largo plazo, agradecemos la volatilidad y las oportunidades de inversión que puede generar.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

Al 31 de marzo de 2018, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Graham Holdings, 6,9%; ViaSat, 6,6%; CenturyLink, 6,5%; Hoteles Parque, 6,5%; OCI, 6,0%; Hopewell Holdings, 5,4%; Neiman Marcus, 4,8%; Recursos CNX, 4,8%; Realogy Holdings, 4,7%, Kodak, 4,6%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000757

Vence el 31/07/18

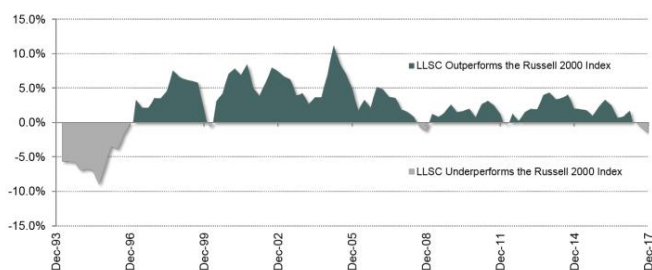


Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund obtuvo un 8,99 % en 2017 y un 1,74 % en el cuarto trimestre. Estos resultados estuvieron por debajo de nuestra meta anual absoluta de inflación más 10% y del Russell 2000 de 14.65% y 3.34% para los mismos períodos. La posición de efectivo promedio del 26% del Fondo fue un lastre para el rendimiento absoluto y representó aproximadamente la mitad del déficit frente al índice. Las ganancias de Russell 2000 fueron impulsadas por la Salud y la Tecnología de la Información (TI). Nuestra disciplina requiere un margen material de seguridad entre el precio de las acciones y el valor intrínseco y nos mantuvo fuera de la mayoría de las empresas en estos dos sectores. El rendimiento a cinco años del 12,60 % a más largo plazo del Fondo superó nuestro objetivo de rendimiento absoluto, pero debido a los resultados de 2017, cayó por debajo del índice en una de las pocas ocasiones en la historia del Fondo, como se muestra en el siguiente gráfico.

LLSC vs. Russell 2000 Index - Diferencia de retorno anualizada móvil de 5 años



El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.

La mayoría de nuestros negocios produjeron retornos positivos en 2017, y solo una inversión, Kodak, fue un detractor notable.

Las inversiones que nuestros socios administrativos realizaron en los últimos años que eran activos improductivos (NEA, por sus siglas en inglés) comenzaron a mostrar rendimientos anticipados, incluido Wynn's Palace Resort en Macao y la planta de fertilizantes nitrogenados de Iowa de OCI. Adquisiciones, reales y rumoreadas, así como otras transacciones añadidas al rendimiento. Scripps Networks vendió a un precio sólido a Discovery Communications; Deltic Timber vendido a Potlatch cerca de nuestra tasación; Graham Holdings realizó una transacción única con la Universidad de Purdue para fortalecer su negocio de educación Kaplan; Se rumoreaba que Hasbro se había acercado a Mattel; a fines de noviembre, CONSOL Energy completó la escisión de sus negocios de carbón y gas; y el último día del año, Hopewell anunció la venta de su compañía de autopistas de peaje Hopewell Highway Infrastructure por un 20% por encima de nuestro

evaluación, que no afectó los resultados de 2017 pero fue una buena manera de comenzar 2018.

Nos enfocamos en los fundamentos de los negocios que poseemos en lugar del mercado de valores. En 2017, sin embargo, algunos impulsores amplios tuvieron suficiente impacto en la fortaleza del índice que vale la pena destacar. Como se señaló anteriormente, la atención médica y la TI comprendieron más de la mitad del rendimiento del índice y mucho más que cualquier otro sector. Rara vez encontramos un calificador en estas dos industrias, particularmente en las empresas más pequeñas. Su menor diversificación, mayores riesgos comerciales y trayectorias más cortas dificultan tener un alto grado de confianza en cualquier ventaja competitiva dentro de cinco años, lo que genera incertidumbre sobre el valor terminal. La búsqueda del impulso de TI contribuyó a que las acciones que otros definen como "crecimiento" superaran con creces a las categorizadas como "valor" en Russell 2000, 22 % frente a 8 %. En los últimos cuatro meses, el mercado también subió con renovado optimismo en torno a la factura fiscal. Las dos terceras partes de las empresas Russell 2000 con tasas impositivas actuales superiores al 25 % ganaron un promedio de 12,5 % desde finales de agosto, en comparación con el 9,9 % del tercio con tasas impositivas ya más bajas.

Dedicamos mucho tiempo a analizar el impacto de los cambios impositivos en nuestras empresas y cómo las tasas más bajas podrían afectar otras oportunidades de inversión. En algunos casos, las tasas más bajas beneficiarán a los accionistas, pero creemos que el optimismo generalizado sobre las ganancias es exagerado. Es probable que las empresas en industrias más competitivas cedan una mayor parte de los ahorros fiscales a los clientes a través de mejores precios y/oa los empleados a través de salarios y beneficios más altos, lo que ya se demostró a finales de año. Algunas de las participaciones del Fondo ya pagan tasas más bajas debido a la naturaleza global de sus negocios o, en el caso de CenturyLink (CTL), la pérdida operativa neta (NOL) que compensa los impuestos. Aquellos que creemos que obtendrán los mayores beneficios para los accionistas de la nueva ley fiscal son Graham Holdings y ViaSat.

Incluso cuando el mercado alcanzó nuevos máximos, nuestra actividad de compra aumentó en la segunda mitad del año. Construimos los tres nuevos puestos después de fines de junio, y los cambios de impuestos anticipados llevaron directamente a uno en el cuarto trimestre. También sumamos a CTL y CNX Resources (compañía de gas de CONSOL Energy). Vendimos ocho inversiones, incluidas dos en el cuarto trimestre.

La posición de efectivo del Fondo finalizó el año en 23%, ligeramente inferior al saldo mantenido durante la mayor parte de 2017.

Rendimiento total anual promedio (31/12/17): desde el inicio (21/2/89): 11,02 %, diez años: 8,79 %, cinco años: 12,60 %, un año: 8,99 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2017, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

Colaboradores/Detractores

(Retorno de la inversión de 2017; contribución del Fondo de 2017; retorno de la inversión del 4T; contribución del Fondo del 4T)

Wynn Resorts (+98 %, +3,89, +14 %, +0,45 %), la empresa de juegos de EE. UU. y Macao, fue la que más contribuyó al rendimiento del Fondo en 2017 con un sólido crecimiento de los beneficios en Macao y Las Vegas. Los ingresos brutos de juego (GGR) de la industria en Macao se aceleraron en la segunda mitad de 2017 mucho más allá de las expectativas de crecimiento de GGR para todo el año. Con los principales proyectos de infraestructura acercándose a su finalización, las visitas masivas y el aumento del gasto, y el regreso de los VIP, las preocupaciones sobre el posible exceso de oferta de las importantes adiciones de capacidad en Macao se convirtieron en la confianza de que el mercado absorberá bien las propiedades adicionales de hoteles y juegos. Steve Wynn continuó creando valor futuro con el resort de Boston que se espera que abra en 2019, un nuevo desarrollo alrededor del campo de golf de Las Vegas y la oportunidad de buscar el desarrollo de casinos en Japón. Después de que las acciones se triplicaran con creces desde sus mínimos hace dos años y se acercaran más a nuestra evaluación del valor de la empresa, redujimos la posición del Fondo.

OCI (+44%, +2.22, +8%, +0.54%), un productor líder de fertilizantes nitrogenados y productos químicos a base de gas natural, se sumó a los resultados del Fondo de 2017 y del cuarto trimestre. El buen desempeño de la acción en el último año cerró gran parte de la brecha entre el precio y nuestro valor de tasación, y redujimos la participación del Fondo en el cuarto trimestre. Las ganancias de la compañía crecieron a medida que su nueva planta de Iowa, una NEA particularmente grande, aumentó la producción y los precios de los productos básicos de fertilizantes se recuperaron de los mínimos de 2016. OCI tiene seis plantas de producción ubicadas en los Países Bajos, los Estados Unidos, Egipto y Argelia, y su nueva planta de metanol en los EE. UU. comenzará a funcionar en 2018. A medida que sus principales proyectos de gastos de capital (capex) lleguen a su fin, los flujos de efectivo deberían acelerarse significativamente. El CEO Nassef Sawiris está alineado con los accionistas y sigue enfocado en la creación de valor y el reconocimiento.

Scripps Networks (+24 %, +1,01 %, —, —), el propietario de HGTV, Food Network y otros canales de cable, contribuyó al rendimiento cuando Discovery anunció su adquisición a un precio cercano a nuestra tasación. Nos comprometimos con la gerencia a lo largo de nuestros seis años como propietarios para discutir las múltiples vías de la empresa para valorar el reconocimiento en un período de cambios significativos en la industria. Vendimos la posición con una ganancia del 135%.

ViaSat (+13%, +0.90%, +16%, +1.06%) la compañía satelital, fue el mayor contribuyente del cuarto trimestre y ayudó a los resultados de 2017. La compañía lanzó su nuevo y prometedor satélite ViaSat-2. A pesar de perder suscriptores de banda ancha en el segmento de Exede, la empresa aumentó el ingreso promedio por usuario (ARPU) e invertido para el crecimiento futuro. El valioso segmento del gobierno aumentó sustancialmente los ingresos y las ganancias. El CEO Mark Dankberg ha creado un valor significativo para los accionistas al aportar competencia y una mentalidad de propietario a largo plazo poco común a la empresa.

CONSOL Energy (+7 %, +0,42 %, +15 %, +0,87 %), la antigua empresa de carbón y gas natural con sede en Appalachia, contribuyó a los resultados del cuarto trimestre del Fondo. La compañía

completó la escisión largamente esperada de sus activos de carbón de sus reservas de gas natural, superficie no perforada y oleoductos, un movimiento que habíamos alentado para permitir que otros apreciaran completamente los valores de cada negocio. La compañía de gas ahora cotiza como CNX Resources Corporation (CNX), mientras que el negocio puro del carbón retuvo el nombre de CONSOL Energy. Nuestra evaluación CNX asume los precios del gas en la tira deprimida de hoy, sin embargo, el precio de las acciones implica mucho menos valor para sus recursos no perforados y activos intermedios que el que reciben sus pares comparables. La empresa redujo el riesgo de las materias primas al cubrir la mayor parte de la producción del próximo año por encima de \$3/mcf. El Complejo Minero de Pensilvania de CONSOL es el productor de carbón de bajo costo en el este de los EE. UU. Ambas compañías anunciaron grandes recompras para abordar sus precios subvaluados posteriores a la escisión. Creemos que nuestros socios administrativos continuarán tomando medidas para obtener reconocimiento de valor en ambas empresas. Aumentamos nuestra participación en CNX después de la escisión. A pesar de la venta desenfrenada de carbón por parte de inversionistas institucionales, las acciones de CONSOL subieron un 84 % después de convertirse en un negocio de carbón exclusivo, y redujimos nuestra propiedad después de que las acciones comenzaron a reflejar de manera más apropiada el valor de la compañía.

Neiman Marcus (-0,02 %, -10 %, +0,64 %, +14 %), el minorista de artículos de lujo, contribuyó al cuarto trimestre del Fondo. La deuda en dificultades que poseemos aumentó cuando Neiman mejoró las ventas y estabilizó los márgenes brutos después de resolver un problema de gestión de inventario que había lastrado las ganancias. La compañía tiene una exposición limitada al asesino minorista Amazon debido a su enfoque de marca de alto nivel, presencia significativa en línea y experiencia de servicio de alto contacto. Upside permanece en su tienda NEA Hudson Yards en la ciudad de Nueva York, cuya apertura está programada para 2019. A pesar de una carga de deuda considerable de su adquisición de capital privado de 2013, los bonos implican un valor empresarial significativamente inferior a nuestra evaluación de la empresa, y agregamos a nuestra posición antes de que los bonos subieran.

Kodak (-32 %, -1,97 %, -18 %, -0,91 %), la empresa de imágenes, fue un notable detractor de los resultados del Fondo en el cuarto trimestre y en el año. El mayor desafío fue la caída de su División de Sistemas de Impresión (PSD), exacerbada por un aumento en los precios del aluminio que redujo los márgenes. PSD fue el principal impulsor del precio de las acciones con sus ganancias decepcionantes, pero Kodak es un ejemplo de una empresa compleja que está infravalorada debido a la necesidad de desentrañar sus partes. La mayoría de los analistas simplemente miran el segmento PSD cada vez más reducido y la complejidad general de toda la empresa y se marchan. Pero detrás de todo eso hay un negocio de Empaques rentable que es básicamente inmune al riesgo competitivo de la imagen digital debido a las superficies de empaque involucradas, y que está aumentando el flujo de efectivo a tasas de dos dígitos. También hay activos no relacionados con el negocio principal de Kodak, que incluyen pérdidas fiscales, bienes raíces, una marca que se monetizará cada vez más a través de regalías de productos de otros, ganancias de disposiciones anteriores y propiedad intelectual (PI) de ciencias materiales (a diferencia de la digital). IP de imágenes que se subastó en la quiebra).

Kodak no tiene cobertura de Wall Street y es poco probable que obtenga crédito por sus diferentes piezas hasta que se moneticen o comiencen a aumentar las ganancias. Con nuestra posición principalmente en acciones preferentes, dependemos menos del precio de las acciones. Estamos seguros de que el CEO Jeff Clarke y su directorio están enfocados en el valor

reconocimiento y esperamos ver progreso en 2018.

CenturyLink (anteriormente Level 3) (-12 %, -1.14 %-, -7 %, 0.71 %), disminuyó durante el año y el cuarto trimestre, a pesar de que las acciones subieron más del 22 % desde su mínimo de noviembre después de la compra de Level 3 por parte de CTL cerrado. En todo momento, nuestro caso de inversión se hizo más convincente. La fusión de la red de fibra de Level 3 con los activos de Qwest que CTL había adquirido previamente creó una red de fibra global excepcionalmente competitiva que tiene fortalezas particulares en el segmento empresarial de mayor margen y crecimiento. El hecho de que el CEO de Level 3, Jeff Storey, se convirtiera en COO y eventual CEO de CTL y Sunit Patel, que mantuviera el puesto de CFO en la compañía combinada, fueron fundamentales para nuestro apoyo al acuerdo. Su liderazgo nos hace confiar en que la gerencia de CTL será capaz de impulsar un crecimiento de los ingresos empresariales de un dígito medio con márgenes de contribución altos, reducir los costos sustancialmente y generar las sinergias de acuerdos proyectadas de USD 1000 millones, muchas de las cuales se crearán trasladando el tráfico a la empresa. red combinada de terceros. A pesar del posicionamiento más sólido de CTL, el precio de las acciones cayó, en parte porque los clientes de Level 3 demoraron nuevas compras hasta que estuvo claro quién lideraría la compañía combinada. Sin embargo, la principal presión sobre los precios se debió a los temores de que CTL no pudiera mantener su rendimiento de dividendos de dos dígitos (una preocupación válida sin la adquisición de Level 3). Esta preocupación aumentó después de que las acciones de dos operadores regionales en su mayoría no relacionados y enormemente sobreapalancados que estaban más estrechamente alineados con el negocio heredado de telefonía fija de CTL que con el negocio de fibra, vieron cómo sus acciones colapsaban después de los recortes de dividendos.

Storey y Patel confirman que el dividendo es seguro en función del EBITDA combinado de las redes de fibra de Level 3 y CTL, las sinergias del acuerdo y el uso de las NOL de Level 3 para reducir los impuestos. Según nuestras estimaciones, una vez que se materialicen las sinergias, la compañía debería entregar más de \$3 por acción de Flujo de caja libre (FCF) después del gasto de capital, lo que cubrirá ampliamente el dividendo de \$2,16. Vemos material al alza adicional que no está incluido en nuestra evaluación basada en el historial de reducción de costos de Patel después de las fusiones y los múltiples jugadores que se beneficiarían de poseer esta red. Cuando el precio de las acciones desestimó drásticamente los fundamentos positivos y nuestra evaluación del valor intrínseco de CTL, compramos más en el cuarto trimestre. La gerencia y la junta parecieron compartir nuestro entusiasmo, como lo demuestran las importantes compras de información privilegiada en diciembre tan pronto como se levantó el período de bloqueo que prohibía las compras.

Actividad de la cartera

Hicimos tres compras nuevas y añadimos algunas de las inversiones con más descuentos del Fondo durante el año. A medida que menos empresas participaron en los nuevos máximos del mercado, nuestra lista de clasificados creció. Puede parecer extraño que hayamos realizado compras dados los nuevos máximos del mercado. No requerimos una corrección de mercado para encontrar calificadores, solo errores de valoración del valor comercial individual. Y aunque el mercado en general tuvo una volatilidad sorprendentemente baja, las acciones de algunas buenas empresas bajaron lo suficiente como para permitirnos comprar. La compra no revelada del cuarto trimestre quedó infravalorada debido a que los inversionistas se preocuparon por el impacto de la ley fiscal en su industria, pero el negocio basado en tarifas de esta empresa, sus marcas sólidas y su nuevo director ejecutivo capacitado nos hacen confiar en la capacidad de aumentar el valor por acción.

A fines del segundo trimestre, comenzamos a comprar Park Hotels,

el spin-off de Hilton con 67 hoteles en EE.UU. Park posee propiedades diferenciadas en mercados con oferta restringida, muchas de las cuales atienden grandes negocios de conferencias que son resistentes a la competencia de Airbnb y una ola de nuevas empresas de viajes. El resort Hawaiian Village de la compañía es quizás el hotel sin juegos de azar más valioso del mundo. Otras propiedades en ciudades costeras clave tienen fuertes barreras de entrada. El director ejecutivo veterano de la industria, Tom Baltimore, tiene varias oportunidades para mejorar los bienes raíces infrutilizados. Park tiene un sólido balance general pero cotiza a un múltiplo más bajo que sus pares inferiores ya un precio sustancialmente por debajo del costo de reposición.

A fines del tercer trimestre, comenzamos a comprar Mattel, una de las empresas de juguetes más grandes del mundo con marcas icónicas como Fisher Price, Barbie y Hot Wheels. La acción había caído casi un 70% en los últimos años debido a que la gerencia anterior cometió una serie de errores. La nueva directora ejecutiva, Margo Georgiadis, expresidenta de Google Americas, asumió el cargo con un plan para simplificar un proceso de fabricación innecesariamente complejo, centrarse en marcas centrales rentables en lugar de un crecimiento diluido, crear una mejor presencia global y transformar el marketing digital de la empresa. Recortó el dividendo para liberar efectivo para invertir en el negocio, lo que de inmediato condujo a un fuerte colapso en el precio de las acciones y nos brindó la oportunidad de construir la posición del Fondo. Poco tiempo después, la subida de las acciones ante los rumores de una adquisición de Hasbro confirmó la

descuento, pero la junta directiva de Mattel descartó apropiadamente cualquier oferta baja. Mattel es similar a la inversión anterior del Fondo en DreamWorks, que enfrentó ganancias deprimidas a corto plazo y no obtuvo dividendos cuando compramos las acciones, pero con el tiempo, la gerencia logró monetizar el valor de las marcas fuertes de la compañía. Confiamos de manera similar en el plan de Mattel para restaurar los márgenes y hacer más con las franquicias líderes de la compañía en una industria en crecimiento.

Vendimos seis empresas a principios de año y Deltic Timber y SEACOR Marine (SMHI) en el cuarto trimestre. SMHI ocupaba una posición del 0,2 % tras su separación de SEACOR (una de las seis ventas anteriores). SMHI proporciona transporte a las plataformas petrolíferas. Vendimos esta pequeña propiedad cuando subieron los precios del petróleo. Fuimos propietarios de Deltic Timber con acres en Arkansas y Louisiana durante tres años. Durante ese tiempo, nos comprometimos más con la administración con respecto a las opciones de asignación de capital a medida que subían los precios de la madera, pero las existencias no los seguían. La oferta de compra de Potlatch a un precio justo finalmente ayudó a impulsar nuestra ganancia del 57%.

panorama

La rentabilidad acumulada del 31% de los dos últimos años del Fondo superó considerablemente nuestro objetivo absoluto de rentabilidad real de dos dígitos, pero no cumplió con nuestro objetivo a más largo plazo de superar al índice. Creemos que podemos seguir brindando resultados absolutos sólidos que también superen el índice de referencia a largo plazo. Nuestro déficit relativo de 2017 frente al índice inflado se debió principalmente a la combinación de dos decisiones para evitar el riesgo de pérdida: Small Cap mantuvo entre un 20 y un 30 % de efectivo durante todo el año, lo que representó aproximadamente el 50 % del déficit relativo frente al índice; y no poseíamos más de una parte estrecha y costosa del mercado, a saber, atención médica y algo de TI, que superó con creces a la mayoría de las acciones. Nuestro notable acto de comisión que perjudicó los resultados fue un caso de una sola división en declive en Kodak que oscureció el valor de un segmento de calidad en crecimiento, así como

otros activos valiosos que la gerencia y la junta se enfocan en monetizar.

Estamos seguros de que podemos tener un rendimiento superior en los próximos 5 años o más. Primero, como sucedió en 2017, lo que poseemos producirá nuestros rendimientos en el futuro, y la cartera del Fondo contiene principalmente empresas sólidas con valores crecientes que se venden por un P/V en el bajo 70%, un contraste sorprendente con lo que creemos que es un Russell 2000 sobrevaluado impulsado cada vez más por el impulso en un grupo más reducido de empresas. Esperamos que nuestra diferenciación del índice (Active Share del 98%) sea una fuente de fortaleza para los resultados relativos.

En segundo lugar, el efectivo del Fondo es temporal hasta que encontremos calificadores, y con correlaciones de acciones más bajas y la perspectiva de una mayor volatilidad entre las acciones, esperamos que aumenten las oportunidades de subvaluación, como sucedió a fines de 2017, brindándonos inversiones adicionales que impulsarán la capitalización futura. Tercero, a través de nuestros 42 años en Southeastern y del estudio de la historia del mercado, sabemos que la mayoría de las tendencias generales vienen en ciclos que pueden cambiar silenciosamente o con una fuerza inesperada. La mayoría de nuestros negocios permanecen en el balde de los favorecidos. Creemos que el dominio reciente de la inversión de impulso, que refleja la especulación a precios elevados, probablemente volverá a un entorno favorable para los valores infravalorados.

Creemos firmemente que después de una racha alcista de nueve años y con múltiples históricos altos, el mercado es más vulnerable a sorpresas a la baja que probable que continúe con ganancias de dos dígitos. Definición de inversión de Ben Graham de Security Analysis escrito en 1934 nunca ha sido más relevante: "Una **inversión** operación es aquella que, tras un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un rendimiento satisfactorio". Nuestro objetivo es preservar el capital y el compuesto a una tasa de rendimiento real de dos dígitos mediante la propiedad de un número limitado de negocios infravalorados, de alta calidad y con ventajas competitivas en los que estamos comprometidos con socios de administración capaces y alineados. No tenemos ninguna duda de que podemos ofrecer un buen desempeño debido a nuestra comprensión de los impulsores del crecimiento del valor de cada empresa frente a los riesgos asociados, nuestro diálogo continuo con la administración y nuestra disciplina para mantener efectivo cuando las empresas no cumplen con nuestros estrictos criterios.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

La participación activa mide cuánto difieren las tenencias de una cartera de acciones de las del índice de referencia.

El flujo de efectivo operativo (OCF) mide el efectivo generado por las operaciones comerciales normales de una empresa.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Al 31 de diciembre de 2017, las diez posiciones principales del Longleaf Partners Small-Cap Fund: *ViaSat, 7,4%; OCI, 7,3%; CenturyLink, 6,5%; Graham Holdings Co, 5,3%; Metrol, 5,3%; Hopewell Holdings, 5,1%; Recursos CNX, 4,8%; Neiman Marcus, 4,7%; Liberty Media Fórmula Uno, 4,7%;*

Hotels Parque, 4,7%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún seguridad. Actual Y futuras participaciones están riesgo sujeta.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 2,08% en el tercer trimestre frente al rendimiento del 5,67% del índice Russell 2000.

No poseer los índices de mayor desempeño del índice y una alta posición de efectivo fueron las razones principales del déficit del Fondo en lugar de las disminuciones en las posiciones de la cartera. Entre los mejores resultados del Fondo, el denominador común fueron las acciones corporativas destinadas a generar y obtener reconocimiento por el valor por acción.

Salimos de dos inversiones, Scripps y Everest Re, que alcanzaron nuestra tasación en los últimos tres meses. También redujimos Wynn Resorts, el mejor desempeño del Fondo hasta la fecha. Iniciamos una nueva posición (aún no revelada) a fines del trimestre y agregamos otras tres participaciones.

El alto efectivo del Fondo y las compras limitadas no reflejan adecuadamente el nivel de actividad de nuestro equipo de analistas o el conjunto de oportunidades que estamos viendo. Nuestra lista en cubierta de empresas que cumplen con nuestros criterios cualitativos y están dentro del 10-15% de nuestro descuento requerido creció durante el trimestre. Nuestro equipo ha evaluado numerosas empresas cuyas acciones reflejan incertidumbre, incluida una variedad de negocios que pueden verse afectados por el modelo minorista de Amazon, el desarrollo de vehículos eléctricos y de viajes compartidos, precios de energía bajos continuos y la multitud de opciones de visualización de contenido multimedia. Además, la búsqueda maníaca de los inversores por la estabilidad del rendimiento y los dividendos ha creado oportunidades en las que las empresas han recortado o corren el riesgo de reducir sus dividendos.

Casi toda la diferencia entre los rendimientos de los fondos y los índices ocurrió en septiembre cuando el Russell 2000 subió más del 6% debido a que el optimismo sobre la posibilidad de recortes de impuestos corporativos impulsó un repunte de la pequeña capitalización. Un aumento similar ocurrió a fines de 2016 después de las elecciones. En ambas ocasiones, el Small-Cap Fund subió muy por encima de la inflación más un 10%, pero no tanto como el índice. Esos dos breves períodos representaron esencialmente todo el déficit relativo del Fondo en el último año. Debido a que el alcance global de la mayoría de las empresas más grandes conduce a tasas impositivas más bajas que las que pagan las empresas más pequeñas con sede en los EE. Dentro de la cartera del Fondo, varias de nuestras empresas ya disfrutaban de una tasa impositiva inferior al 35% debido a las ganancias extraterritoriales (Wynn, OCI, Formula One y Actuant) y las pérdidas operativas netas (Level 3, Kodak, CONSOL y ViaSat), o son firmas inmobiliarias para las que este debate es menos significativo (Hopewell, Park y Deltic). A medida que modelamos el impacto de un recorte de impuestos en las empresas más pequeñas más allá de lo que

propio, el tamaño de cualquier beneficio es mucho menor que el salto del índice. La mayoría de las empresas más pequeñas tienen fosos competitivos más débiles, y creemos que el dinero ahorrado en impuestos probablemente se gastaría en luchar por la participación. Los clientes de estas empresas serían los beneficiarios con precios más bajos o mejores servicios, pero los accionistas no necesariamente verían aumentar las ganancias en línea con la disminución de impuestos.

El potencial de rendimiento superior a largo plazo del Fondo se deberá en gran parte a nuestro enfoque concentrado ascendente que hace que la cartera y los factores de rendimiento sean radicalmente diferentes del índice (como lo demuestra la histórica acción activa de más de 95). Creemos que el fondo de pequeña capitalización se encuentra actualmente en una posición más atractiva que el Russell 2000, que se vende muy por encima de los múltiplos históricos promedio ya un nivel récord. Salud y Finanzas, dos áreas cuyas perspectivas futuras son generalmente difíciles de evaluar, constituyen un tercio del índice y fueron dos de sus principales impulsores de rendimiento en el trimestre.

Debido a nuestro mayor obstáculo para las empresas en estos sectores y nuestra creencia de que actualmente cotizan a valoraciones elevadas, el Fondo no tiene exposición a la atención de la salud o las finanzas (vendimos nuestra única posición en el trimestre). Debido a la flexibilidad del Fondo para poseer empresas fuera del índice, como empresas domiciliadas en el extranjero y REIT, una gran parte de las posiciones del Fondo, incluidos dos de los tres principales impulsores de rendimiento en el trimestre, no forman parte del Índice Russell 2000 inflado. El efectivo del Fondo también es una ventaja, ya que proporciona liquidez cuando encontramos nuevos calificadores, pero también actúa como un amortiguador en caso de que el mercado alcista de más de 9 años cambie de rumbo.

Colaboradores/Detractores

(rentabilidad de la cartera 3T; contribución del Fondo 3T)

Scripps Networks, (+29 %, +0,92 %), propietario de los principales canales de cable, incluidos HGTV, The Food Network y Travel Channel, fue el principal contribuyente del Fondo después de que Discovery ofreciera adquirir la compañía por \$90 por acción en efectivo y acciones. El precio estaba por encima de nuestra tasación y vendimos la posición. Cuando compramos Scripps por primera vez en 2011, una breve caída de las calificaciones y las inversiones internacionales oscurecieron la rentabilidad sostenida del contenido exclusivo de Scripps. Durante nuestro período de espera, Scripps agregó nuevos espectadores y aumentó los ingresos por publicidad, pero los suscriptores de televisión paga en toda la industria disminuyeron más rápido de lo que esperábamos. Nosotros en consecuencia

Rendimiento total anual promedio (30/09/17): desde el inicio (21/02/89): 11,05 %, diez años: 7,57 %, cinco años: 12,99 %, un año: 11,29 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2017, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

redujimos nuestro múltiplo en el negocio. El margen de seguridad en nuestro precio de compra inicial combinado con el balance general conservador de la compañía ayudó a preservar el capital y registrar una ganancia del 135 % a pesar de los desafíos de la industria que se desarrollaron.

Deltic Timber (+19%, +0,062), una empresa de recursos naturales con activos madereros, aserraderos y propiedades de desarrollo en Arkansas y el norte de Luisiana, fue otro contribuyente. Southeastern modificó nuestro 13-D señalando que Deltic había recibido al menos una propuesta de un adquirente interesado y expresando su descontento con la respuesta de la empresa, así como con varias acciones de la gerencia y la Junta. En respuesta, la empresa reconoció haber sido abordada por partes interesadas y dijo que está evaluando alternativas estratégicas externas e internas. El mercado de valores ha reconocido los méritos de nuestro compromiso con la administración y la Junta, y tenemos la esperanza de que el valor de los activos de Deltic se desbloqueará pronto.

CONSOL Energy (+13%,+0.60%), experimentó una volatilidad de precios significativa en los últimos tres meses, pero terminó el trimestre como uno de los principales contribuyentes, a pesar de la producción reducida y la guía de flujo de efectivo operativo para 2017 y los precios futuros del gas permanecieron débiles. Para bien, CONSOL no solo reiteró su guía de producción de gas para 2018, sino que la gerencia anunció varias transacciones beneficiosas que los inversionistas recibieron con beneplácito.

Primero, la compañía alcanzó su rango objetivo para la venta de activos de 2017 y tiene la intención de cerrar más en los cuatro meses restantes. En segundo lugar, la separación prevista del negocio del carbón debería completarse mediante una escisión antes de fin de año. En tercer lugar, el directorio autorizó la recompra de acciones equivalente al 6% de la empresa. Debido al precio más bajo del gas a largo plazo, redujimos nuestra valoración de la empresa, pero CONSOL sigue estando entre los negocios que poseemos con más descuentos, vendiendo por debajo de sus pares y generando valor a través de su cupón de flujo de caja libre y la asignación de capital de la gerencia.

Level 3 Communications (-10 %, -0,84 %), la compañía global de fibra y redes de comunicaciones integradas, fue el único detractor notable de la rentabilidad del Fondo en el trimestre. Anticipándonos al cierre de la compra de la compañía por parte de CenturyLink (CTL), mantuvimos una posición sobreponderada del 8% que magnificó el impacto de la caída de las acciones. Debido a que recibiremos aproximadamente la mitad de la transacción en efectivo, la empresa combinada se convertirá en una posición más normal del 4-5%. En el trimestre, el precio de Level 3 reflejó preocupaciones sobre las aprobaciones finales del acuerdo y un posible recorte de dividendos de CTL posterior al acuerdo (ya que los competidores inferiores han recortado los dividendos este año). El primer día del cuarto trimestre, el Departamento de Justicia dio una aprobación clave a la fusión. El flujo de efectivo prospectivo de la combinación con Level 3 debería cubrir fácilmente el dividendo actual de CTL que, de lo contrario, estaría en duda debido a su negocio heredado de línea fija en declive. El dividendo es irrelevante para el valor subyacente de la empresa y ha adquirido una importancia indebida en este entorno de intensa búsqueda de rendimiento. Anticipamos que el acuerdo se cerrará y creemos que la nueva CTL será la empresa líder en soluciones de red de fibra global con un equipo de administración extraordinariamente capaz, incluido el CEO de Level 3, Jeff Storey.

Cambios en la cartera

Durante el trimestre, las ventas superaron las compras. Además de vender Scripps, salimos de Everest Re, la reaseguradora con sede en las Bermudas, cuando llegó a nuestra evaluación a finales de julio, por casualidad antes de que azotaran los huracanes de la temporada. Esta inversión ganó más del 180% durante nuestro período de tenencia de 13 años a pesar de la crisis financiera mundial, una disminución históricamente sin precedentes en las tasas de interés y nuevos competidores que inundaron la industria con capital. Los rendimientos de bonos más bajos resultantes y los precios más bajos hicieron que redujéramos nuestro múltiplo de tasación sobre el valor en libros. A pesar de los desafíos, nuestros socios, el presidente Joe Taranto y el director ejecutivo Dom Addesso, utilizaron su experiencia operativa y de asignación de capital para aumentar constantemente el valor contable con suscripción inteligente y reducir de manera oportunista el número de acciones en más del 25 %.

Recortamos Wynn Resorts para mantener un peso más normal después de haber tenido el mejor desempeño en lo que va del año, con un aumento del 74 % y un aumento del 61 % en los últimos 18 meses. Wynn fue uno de los peores resultados del Fondo en 2015 y principios de 2016. Wynn ejemplifica cómo Southeastern utiliza nuestro horizonte temporal de 3 a 5 años como una ventaja cuando los temores a corto plazo dominan el precio de una acción. A principios de 2016, Wynn Macau impulsó el precio de las acciones de Wynn cuando Macau experimentó una caída sustancial en los ingresos VIP tras la campaña anticorrupción de China. El precio ignoró el aumento a largo plazo de jugadores masivos mucho más rentables y el crecimiento de visitantes que traería la construcción del nuevo Wynn Palace y la infraestructura. Menos de dos años después, el Palace ha promediado más del 95 % de ocupación en 2017, y los ingresos por juegos masivos han crecido en dos dígitos. Los visitantes VIP también han aumentado desde sus bajos niveles. Wynn permanece por debajo de nuestra evaluación debido al crecimiento del valor en sus propiedades operativas tanto en Macao como en Las Vegas, y debido a la oportunidad de arbitraje del horizonte temporal que ahora tenemos entre las ganancias durante los próximos doce meses y mayores ganancias durante más de 3 años como la construcción actual. en progreso (casino del área de Boston y remodelación del campo de golf de Las Vegas) comienza a generar

ingresos

Agregamos a varias de nuestras compañías con más descuentos, incluidas Park Hotels, bonos de Neiman Marcus y ViaSat. Iniciamos una nueva posición no revelada. La compañía alcanzó nuestro descuento requerido debido a los pasos en falso de la gerencia anterior en los últimos años, la incertidumbre de los dividendos y los temores relacionados con Amazon. Esta nueva inversión ilustra algunas de las formas en que podemos encontrar negocios de calidad con grandes descuentos incluso cuando el mercado en general sube a nuevos máximos.

panorama

La flexibilidad del Fondo para verse diferente del índice y nuestra disciplina basada en la valoración de abajo hacia arriba debería permitir que el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners obtenga rendimientos absolutos sólidos que creemos que pueden superar el rendimiento del índice a largo plazo como lo ha hecho para la mayoría de los fondos del Fondo. 28 años de historia. Las empresas que poseemos actualmente ofrecen una ventaja adicional atractiva dado su P/V de mediados del 70 % y el crecimiento del valor que nuestros socios administradores son capaces de generar. La posición de efectivo del 28% no anticipa una corrección del mercado, ni requerimos una recesión para encontrar calificados. Nuestro borde entra

identificar las mejores oportunidades específicas de acciones en lugar de invertir en mercados con grandes descuentos. Nuestra creciente lista contiene una serie de posibles inversiones que simplemente esperan que los precios se muevan a nuestro favor, lo que podría suceder si las empresas individuales decepcionan a los inversores, la dispersión dentro del mercado deja áreas de infravaloración o se produce un retroceso generalizado. Cualquiera que sea la forma en que surjan los descuentos, creemos que cada nueva inversión puede proporcionar al Fondo una base adicional para una capitalización exitosa en el futuro.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

La participación activa mide cuánto difieren las tenencias de una cartera de acciones de las del índice de referencia.

El flujo de caja operativo (OCF) mide el efectivo generado por las operaciones comerciales normales de una empresa.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

REIT es un fideicomiso de inversión en bienes raíces.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

La crisis financiera mundial (GFC) es una referencia a la crisis financiera de 2007-2008.

Al 30 de septiembre de 2017, las diez posiciones principales del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Wynn, 5,1 %; Fórmula Uno, 4,9%; OCl, 5,8%; CONSOL, 4,4%; Nivel 3, 8,1%; SEACOR, 0,3%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 0,98% en el segundo trimestre. Si bien fue un rendimiento positivo, se quedó atrás tanto de nuestro objetivo de rendimiento absoluto de inflación más un 10 % como del 2,46 % del índice Russell 2000. Estos resultados provocaron que el rendimiento del Fondo en lo que va del año (YTD) cayera apenas por debajo del índice en 4,95 % frente a 4,99 %. La mayoría de las participaciones aumentaron su valor, algunas de las cuales el mercado se dio cuenta y otras no.

Tener efectivo en un mercado alcista frenó los rendimientos relativos del Fondo, pero creemos que esta decisión de abajo hacia arriba y la disciplina mantenida durante mucho tiempo beneficiarán a la cartera a medida que encontremos nuevas oportunidades de inversión calificadas, ya sea a través de la fijación de precios de compañías individuales o cuando cambie el sentimiento general. Nuestra exposición a la energía también fue un detractor. Sin embargo, la razón principal del bajo rendimiento relativo del Fondo fueron los errores de omisión de las áreas que impulsaron el índice, pero vemos como

sobrevalorado La tecnología de la información y el cuidado de la salud fueron, con mucho, los que más contribuyeron al rendimiento del índice tanto este trimestre como hasta la fecha, y comprenden la mayor parte del rendimiento del índice de referencia para los dos períodos y estos sectores también representaron la mayor parte del bajo rendimiento relativo del Fondo. Los excesos de las últimas etapas de un mercado alcista a menudo se pueden ver más en las partes más especulativas del mercado, y creemos que la gran mayoría de las empresas de pequeña capitalización en estos dos sectores, que representan más del 30 % del Russell 2000, están mostrando peligrosos signos de sobrevaloración. Como prueba, el sector de tecnología de la información del Russell 2000 se cotiza a un múltiplo de precio/beneficio (PE) de 22, y el de atención médica se cotiza a 25.

Una de las mejoras que hemos realizado en nuestro proceso en los últimos años es la lentitud para desprendernos de participaciones a más largo plazo que han tenido un buen desempeño y califican a un nivel superior en negocios y personas. Siempre mantendremos nuestra disciplina recortando los pesos de posición de las inversiones que se han acercado a nuestro valor de tasación conservador. Sin embargo, no queremos pasar por alto la capacidad de las empresas cualitativamente superiores con ventajas perceptibles pero difíciles de cuantificar, como Level 3, Wynn Resorts y Formula One, para hacer crecer sus valores de maneras que no necesariamente encajan fácilmente en una hoja de cálculo.

Comenzamos a comprar una nueva inversión en el trimestre y la agregamos a dos de nuestras participaciones existentes. Vendimos una empresa y recortamos tres valores. Mientras nuestra lista en cubierta permanece más pequeño de lo habitual, tenemos algunos prospectos que podríamos

propio al precio justo. También estamos analizando múltiples vías para aprovechar la liquidación en todo lo relacionado con el comercio minorista, pero hasta el momento no hemos encontrado ninguna que cumpla con nuestros criterios cualitativos y cuantitativos.

Colaboradores/Detractores

(rendimiento de la cartera 2T; contribución del Fondo 2T)

Wynn Resorts (+17 %, +1,03 %), el operador de hoteles y juegos de lujo con propiedades de primer nivel en Las Vegas, Macao y Boston, fue el mayor contribuyente este trimestre, como lo fue en el primer trimestre. A medida que se aceleraba el repunte de Macao, la propiedad de Wynn's Palace continuó aumentando con fuerza sin canibalizar la propiedad heredada de la compañía en la península casi tanto como el mercado temía anteriormente. Wynn reportó un trimestre sólido en Las Vegas y anunció que la primera fase de la remodelación de su campo de golf será un proyecto mucho más prudente de lo que algunos habían anticipado, lo que ilustra una vez más el gran socio que ha sido el CEO Steve Wynn desde que invertimos.

La construcción va por buen camino para la apertura de la propiedad de Boston en 2019. Nuestra tasación creció en el trimestre, pero recortamos las acciones a un peso más normal a medida que se reducía la brecha entre el precio y el valor.

OCI (+14%; +0,75%), el productor mundial de fertilizantes nitrogenados y metanol, contribuyó positivamente a los resultados del trimestre. La mejora de los precios y los volúmenes de los productos básicos relacionados condujo a un flujo de caja mucho mayor año tras año. La planta de fertilizantes de Iowa de la compañía comenzó a operar en abril, lo que mostró al mercado que este activo que antes no generaba ganancias ahora está a punto de producir ganancias significativas. OCI también avanzó acercando su nueva planta de metanol ("Natgasoline") a la fecha de finalización del cuarto trimestre. A fines del trimestre, el precio de las acciones de OCI respondió positivamente a los rumores de participación de capital privado en la empresa. Estamos seguros de que nuestro socio alineado y probado, el presidente Nassef Sawiris, navegará cualquier resultado estratégico de una manera que maximice el valor para los accionistas.

Level 3 Communications (+14 %, +0,29 %), el proveedor multinacional de telecomunicaciones y servicios de Internet, no tuvo un impacto significativo en el rendimiento del Fondo, pero hizo un anuncio importante durante el trimestre. El CEO Jeff Storey fue nombrado sucesor del CEO Glen Post en CenturyLink, cuya

Rendimiento total anual promedio (30/06/17): desde el inicio (21/02/89): 11,08 %, diez años: 7,56 %, cinco años: 13,63 %, un año: 14,78 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informan en el Prospecto del 1 de mayo de 2017, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

la adquisición del Nivel 3 debería cerrarse en unos meses. Con este anuncio, estamos encantados de que el equipo estelar de Storey, que generó un 182 % de retorno para los accionistas desde que asumió el cargo en 2013, opere en el nuevo CenturyLink, una poderosa combinación de Level 3 con la red de fibra de CenturyLink, la mayoría de la cual vino a través de su adquisición de Qwest en 2011. El nivel 3 es la posición más grande del Fondo, pero se convertirá en una ponderación normal después de la fusión porque, al precio actual de CenturyLink, alrededor del 45 % del acuerdo se pagará en efectivo.

CONSOL Energy (-11%; -0,55%), la compañía de carbón y gas natural de los Apalaches, fue una detracción en el trimestre. Los elementos operativos bajo el control de la empresa (producción, costos y ventas de activos menores) fueron en general positivos. Sin embargo, los precios más bajos del gas pesaron sobre la acción y sus pares. La incertidumbre en torno a los detalles de cómo se desarrollarán los planes anunciados por la compañía para separar sus operaciones de gas y carbón probablemente también afectó negativamente a las acciones. Dos elementos destacaron el valor de los activos de la empresa. Primero, el socio de CONSOL en la empresa de oleoductos Cone Midstream vendió su participación a un precio superior al que manejamos los activos idénticos de CONSOL. Esto demuestra el valor de este activo y probablemente atraiga a un nuevo socio que estará más dispuesto a aumentar el valor de Cone. En segundo lugar, a fines del trimestre, Rice Energy (una compañía de gas de los Apalaches que es un buen comparable para los activos de CONSOL) vendió a EQT Corporation a un precio que implicaba un valor significativamente mayor para las operaciones de gas de CONSOL que el precio actual de las acciones. El director ejecutivo Nick Delulii y el presidente Will Thorndike siguen centrados en ofrecer el valor no reconocido dentro de CONSOL, y es probable que 2017 sea un año fundamental para la empresa.

Cambios en la cartera

Agregamos una nueva compañía en el trimestre que decidimos no divulgar porque todavía estamos construyendo nuestra posición. Durante el trimestre, **SEACOR Holdings**, el proveedor de servicios de transporte marítimo, se dividió en dos empresas: SEACOR Holdings y SEACOR Marine Holdings. Vendimos SEACOR Holdings, ya que se negoció a nuestro valor después del giro. Seguimos manteniendo SEACOR Marine Holdings al final del trimestre, ya que cotizaba con un gran descuento respecto a nuestro valor. Nuestra historia relativamente corta de SEACOR hasta ahora ilustra la importancia del margen de seguridad. A pesar de reducir nuestra evaluación después de estar equivocados sobre cuánto afectarían las operaciones los precios más bajos del petróleo y la agricultura, hemos evitado una pérdida debido al gran descuento que pagamos inicialmente. SEACOR también destaca otra mejora en nuestro proceso durante los últimos cinco años: ahora tenemos obstáculos mucho más altos que superar antes de agregar a una posición si el valor está disminuyendo, incluso si el descuento parece atractivo. SEACOR siguió siendo una pequeña propiedad durante el último año porque no le añadimos según el caso y nuestra tasación cambió.

panorama

La relación P/V del Fondo es más alta de lo habitual a mediados de los 70 %, al igual que nuestro nivel de efectivo en 28 %. Nuestra perspectiva sigue siendo muy similar a la del último trimestre. Creemos que nuestra lista actual de empresas tiene la capacidad de producir resultados sólidos, incluso en un entorno potencialmente difícil. Nuestro efectivo se convertirá en nuestras próximas grandes inversiones, pero nunca podemos predecir cuáles serán o

cuando se compraran. Si bien el mercado elevado actual puede ser frustrante, nos consuela que nuestro largo historial de paciencia y disciplina finalmente sea recompensado. También apreciamos la paciencia de nuestros compañeros accionistas.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Precio / Ganancias (P/E) es la relación entre el precio de las acciones de una empresa en comparación con sus ganancias por acción.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

Al 30 de junio de 2017, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Wynn, 5,1%; Fórmula Uno, 4,9%; OCI, 5,8%; CONSOL, 4,4%; Nivel 3, 8,1%; SEACOR, 0,3%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

actual y tenencias futuras están riesgo sujetos^a

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

LLP000657

Expira el 31/10/17



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners ganó un 3,93 % en el primer trimestre y superó el 2,47 % del índice Russell 2000. Nuestro retorno absoluto superó nuestro objetivo absoluto anual de inflación más 10 %, continuando con el sólido desempeño de 2016. Superamos el retorno del mercado gracias al sólido desempeño de las posiciones clave y retrocesos de algunos de los altos vuelos del "Rally de Trump" que no poseíamos.

Las empresas con importantes activos improductivos (NEA, por sus siglas en inglés) fueron particularmente gratificantes en el trimestre. Wynn Resorts, Graham Holdings y OCI tienen o tenían una cantidad de activos que no se reflejaron en un simple cálculo de ganancias por acción (EPS), y también están a cargo de propietarios que están dispuestos a pensar a largo plazo. Uno de los mayores contribuyentes en los últimos 12 meses, Formula One Group (anteriormente Liberty Media Group), comenzó como una empresa de gran peso en NEA antes de que su gran adquisición de Formula One convirtiera el efectivo no rentable en lo que será un fuerte flujo de caja libre. negocio de generación.

No compramos ningún valor nuevo y solo añadimos dos inversiones existentes en el trimestre. Recortamos cinco posiciones y salimos otras tres. Nuestra lista en cubierta es más pequeña que

habitual, pero estamos siguiendo de cerca algunas empresas sólidas y hábilmente dirigidas que estarían en nuestro rango de compra con solo un pequeño retroceso de los precios.

Colaboradores/Detractores

(rentabilidad de la cartera 1T; contribución del Fondo 1T)

Wynn Resorts (+33 %, +1,78 %), el operador de hoteles y juegos de lujo con propiedades de primer nivel en Las Vegas, Macao y Boston, fue el mayor contribuyente en el trimestre. El repunte de Macao continuó, ya que ese mercado ha crecido durante varios meses, algunos a tasas de dos dígitos. La propiedad Wynn's Palace está pasando de un estado sin ingresos más rápido de lo esperado y ganando participación como la propiedad premium en Macao. Las Vegas sigue siendo un mercado estable, y la compañía está progresando en el desarrollo y la monetización de sus terrenos de campos de golf con bajos ingresos. También es probable que Wynn se beneficie de la llegada de la NFL a Las Vegas. La construcción del complejo de Boston avanza según lo previsto. Wynn tiene una gran cantidad de opciones y estamos seguros de que el director ejecutivo Steve Wynn y su equipo pueden maximizar nuestro resultado. Dada la fortaleza de los precios y el tamaño de la posición, recortamos las acciones en el trimestre.

Graham Holdings (+17%; +0,95%), la empresa de medios, educación y servicios, fue otro contribuyente en el trimestre.

El segmento de Kaplan International reportó resultados relativamente buenos por primera vez desde 2015 y mostró signos de haber tocado fondo ya que los recortes de costos deberían comenzar este año. El segmento de TV de Graham continuó brindando resultados líderes en la industria, y el mercado comenzó a anticipar oportunidades de consolidación de TV bajo una administración menos regulatoria. Aplaudimos al CEO Tim O'Shaughnessy por recomprar una cantidad significativa de acciones a precios reducidos el año pasado, y estamos entusiasmados con su capacidad para atacar con el formidable balance de Graham.

Formula One Group (+9%; +0,59%), la compañía de medios y entretenimiento controlada por Liberty Media Corporation y anteriormente llamada Liberty Media Group, contribuyó positivamente en el primer trimestre de la compañía como propietaria del negocio mundial de carreras de autos, Fórmula Uno (F1). Si bien solo hubo una carrera al final del trimestre, nuestros socios administrativos trabajaron arduamente para lograr cambios positivos desde el primer día de su propiedad del 100 % de la F1. El CEO de F1, Chase Carey, mejoró significativamente su equipo, agregando a la leyenda de las carreras Ross Brawn y al ex ejecutivo de ESPN Sean Bratches para trabajar en la competitividad del deporte y la maximización de ingresos, respectivamente. La compañía también refinanció deuda de alto costo a una tasa más baja ya un plazo más largo. La Fórmula Uno todavía posee una participación del 34% en Live Nation, que reportó un trimestre algo decepcionante, pero sigue en camino de crecer muy bien en el futuro.

Aunque varias de nuestras inversiones disminuyeron levemente en el trimestre, ninguna restó significativamente el rendimiento del Fondo.

Cambios en la cartera

Vendimos **Triangle Petroleum**, **Tribune Media** y **Rayonier** en el cuarto. Salimos de Triangle, una compañía de petróleo y gas, y reconocimos una pérdida cuando no estábamos dispuestos a invertir más capital en el negocio debido a la falta de confianza en varios aspectos cualitativos del caso de inversión después de conocer mejor a la compañía. La segunda vez que fuimos dueños de la compañía de medios Tribune no fue tan gratificante como nuestra primera inversión exitosa en los bonos de la compañía cuando salió de la bancarrota. Esta vez, nuestro valor disminuyó debido a resultados decepcionantes en la división de TV, una subasta de espectro débil y la falta de crecimiento del valor de otros activos. Nuestro

Rendimiento total anual promedio (31/03/17): desde el inicio (21/02/89): 11,14 %, diez años: 7,80 %, cinco años: 14,07 %, un año: 19,71 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informan en el Prospecto del 1 de mayo de 2016, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

el pequeño retorno positivo en medio de estas decepciones habla del margen de seguridad en nuestra compra inicial. También vendimos madera REIT Rayonier a fines del trimestre después de que la compañía emitiera acciones a un precio que reforzó nuestra evaluación de que las acciones tenían un valor justo o cercano. Durante los tres años que mantuvimos las acciones, un entorno maderero desafiante obstaculizó el crecimiento del valor y, si bien el descuento que pagamos más el dividendo ayudaron a preservar nuestro capital, nuestro rendimiento total del 12 % fue menor de lo que anticipábamos.

panorama

Nuestra relación P/V es más alta de lo habitual a mediados de los 70%. También mantenemos una posición de efectivo del 26%. Si bien estos dos números pueden parecer desalentadores a primera vista, creemos que los negocios sólidos que poseemos y los equipos de administración superiores que los dirigen podrán aumentar sus valores por acción a tasas superiores al promedio. Si los tiempos se ponen más difíciles, tenemos balances más sólidos de lo habitual que permitirán que nuestras empresas en las que invertimos pasen a la ofensiva. Nuestro efectivo eventualmente se convertirá en nuestros próximos grandes calificadores. No podemos decirle cuándo sucederá eso, pero estamos seguros de que nuestra paciencia será recompensada como lo ha sido en el pasado.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

La utilidad por acción (EPS) es la porción de la utilidad neta de una empresa asignada a cada acción ordinaria.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

REIT es un fideicomiso de inversión en bienes raíces.

Al 31 de marzo de 2017, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Wynn, 6.4%; Graham Holdings, 6.2%; OCI, 5.1%; Fórmula Uno, 7.2%; Triángulo de Petróleo, 0%; Tribuna Media, 0%; Rayonier, 0%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están

riesgo sujeto^(a)

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund generó un rendimiento sustancial del 20,48 % en 2016, luego de una ganancia del 3,88 % en el cuarto trimestre. El Fondo superó con creces al índice Russell 2000 durante todo el año hasta que las elecciones presidenciales de noviembre hicieron que el índice se disparara más del 13 %, alcanzando al Fondo de pequeña capitalización para obtener un 8,83 % en el cuarto trimestre y un 21,31 % en el año. Nuestros rendimientos absolutos y relativos ajustados al riesgo en 2016 fueron impresionantes dado que nuestro saldo de efectivo promedió 23 % durante todo el año. Los resultados a largo plazo del Fondo han superado considerablemente al índice.

Los resultados en nuestras empresas impulsaron la rentabilidad del Fondo, y una gran parte de nuestro éxito se debe a los movimientos de nuestros socios corporativos para crear valor para los accionistas. Cuatro participaciones, incluidas DreamWorks Animation, Chemtura, Liberty Media y Level 3 Communications, participaron en atractivas fusiones o adquisiciones. Varias otras empresas vendieron o compraron activos para centrarse más en sus negocios principales.

Incluso en OCI, nuestro principal detractor en 2016, la empresa estaba en proceso de ser adquirida antes de que el gobierno de EE. UU. eliminara los beneficios de inversión fiscal. El año destacó la importancia de la asignación de capital de valor agregado por parte de nuestros directores generales y directorios. En gran medida debido a la capacidad de nuestros socios de administración, creemos que el Fondo continuará beneficiándose no solo de sus habilidades operativas, sino también de sus habilidades para integrar con éxito los negocios fusionados y tomar decisiones de capital que generen valor. La fuerza competitiva de nuestros negocios y nuestro compromiso de colaboración con nuestros socios nos hacen confiar en los rendimientos futuros del Fondo.

Contribuyentes/Detractores anuales

(retorno de inversión de 2016; contribución del Fondo de 2016)

DreamWorks Animation (+55 %, 5,06 %), el estudio cinematográfico y la empresa multimedia, fue el mayor contribuyente del Fondo durante el año. Vendimos la posición en el segundo trimestre después de que Comcast anunciara una adquisición en efectivo por \$41 por acción. Comenzamos a comprar DreamWorks en el tercer trimestre de 2014 a \$19 por acción luego de los decepcionantes lanzamientos de nuevas películas. Nuestra evaluación se basó en la valiosa biblioteca de películas y el creciente éxito de DreamWorks en el contenido web y de televisión, así como en la concesión de licencias. Nos asociamos con una junta sólida encabezada por el presidente Melody Hobson y el director ejecutivo propietario-operador Jeffrey Katzenberg, quienes construyeron las marcas de la empresa, desarrollaron una presencia en China, administraron los costos y, en última instancia, monetizaron la empresa al máximo.

valor con un rendimiento del 104% para el Fondo durante nuestro período de tenencia de dos años.

CONSOL Energy (+131%; +3,55%), la empresa de gas natural y carbón de los Apalaches, también contribuyó con grandes ganancias durante el año. El CEO Nick Deluiliis, la gerencia y la junta, encabezada por el presidente Will Thorndike, monetizaron activos y continuaron recortando costos en la búsqueda de separar los negocios de carbón y gas, lo que se espera que suceda en 2017. Luego de la disposición de sus activos de carbón metalúrgico en Durante la primera mitad del año, CONSOL vendió sus minas de carbón térmico de alto costo Miller Creek y Fola a un comprador privado a un precio superior a nuestra tasación. La empresa también entregó un flujo de caja libre (FCF) positivo para el año, lo que muchos pensaron que era muy poco probable a principios de 2016. En el cuarto trimestre, CONSOL anunció la disolución de una empresa conjunta con Noble Energy en la que la empresa recibió \$205 millones en efectivo de Noble mientras mantiene la propiedad de valiosas ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) que producen propiedades. Las transacciones recientes que involucran los activos de gas de otras compañías en Appalachia, así como los precios de las sociedades limitadas maestras (MLP) midstream propias de CONSOL, respaldan nuestra evaluación de CONSOL, que es mucho más alta que el precio de las acciones.

Liberty Media Corp. (+79 %; +3,36 %), una sociedad de cartera para una amplia gama de negocios de entretenimiento, fue un gran contribuyente adicional a la rentabilidad del Fondo en 2016 y aumentó un 11 % en el cuarto trimestre. Iniciamos la posición en el segundo trimestre cuando el "antiguo Liberty Media" escindió tres acciones de seguimiento, incluida Liberty Media Corp. (LMCK). El principal activo de LMCK inmediatamente después del giro fue el 34 % de Live Nation Entertainment, la empresa de venta de entradas y entretenimiento en vivo más grande del mundo. Live Nation reportó sólidos resultados a lo largo del año. Poco después de nuestra compra de Liberty Media, la compañía anunció la adquisición de una participación mayoritaria en Formula One Group, que ahora es el activo más importante de LMCK. Formula One agrega a las propiedades de LMCK una marca global de deportes en vivo con más de 400 millones de espectadores únicos, y sus carreras en todo el mundo generan ingresos contratados a largo plazo por transmisión, tarifas de eventos y publicidad. Una parte clave de la adquisición fue el nombramiento de Chase Carey como presidente del Grupo de Fórmula Uno. Southeastern se asoció exitosamente con Carey anteriormente, y estamos encantados de asociarnos con él nuevamente, ya que su experiencia como uno de los más inteligentes

Rendimiento total anual promedio (31/12/16): desde el inicio (21/2/89): 11,09 %, diez años: 8,15 %, cinco años: 15,35 %, un año: 20,48 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2016, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

la gente en los medios deportivos se relaciona directamente con la oportunidad de la Fórmula Uno. Tras el cierre anticipado de la adquisición para el primer trimestre de 2017, Liberty Media Corp. pasará a llamarse Formula One Group. Nuestras inversiones anteriores con el presidente John Malone y el director ejecutivo Greg Maffei han sido gratificantes, y esperamos que esta oportunidad de asociarnos con estos asignadores de capital superiores continúe beneficiando al Fondo.

Wynn Resorts (+27 %; +1,67 %), el operador de hoteles y juegos de lujo con propiedades inmobiliarias de primer nivel en Las Vegas, Macao y Boston, fue otro contribuyente significativo durante el año a pesar de un ligero retroceso en el cuarto trimestre. El mercado total de Macao reportó mayores ingresos brutos de juego año tras año en la mayoría de los meses de la segunda mitad, lo que indica estabilización y un retorno al crecimiento. En agosto, la compañía inauguró el Wynn Palace en Cotai (Macao). La propiedad ha aumentado más lentamente de lo que esperaban algunos analistas, pero Wynn tiene un historial de aperturas cuidadosas y éxito eventual. Durante el cuarto trimestre, el sentimiento cambió hacia arriba y hacia abajo, ya que algunos puntos de datos positivos a nivel de la industria se vieron contrarrestados por las preocupaciones sobre los cambios en la política china que podrían afectar indirectamente a Macao. En los EE. UU., Las Vegas tuvo resultados sólidos y la compañía recibió las licencias finales necesarias para comenzar la construcción de Wynn Boston Harbor, que se espera que abra sus puertas en 2019. Wynn también anunció planes para convertir parte de su propiedad de campo de golf en Las Vegas en un hoteles, restaurantes y otras atracciones. En diciembre, la compañía vendió el 49 % de sus activos minoristas en Las Vegas por más de veinte veces el EBITDA, lo que aumentó nuestro valor y estuvo muy por encima de donde cotizan las acciones. La venta también fue una prueba más de cómo nuestro socio fuertemente alineado, Steve Wynn, continúa generando valor por acción y busca el reconocimiento del valor para los accionistas.

Scripps Networks (+31 %, +1,51 %), la empresa de medios cuyas tres marcas principales son HGTV, Food Network y Travel Channel, obtuvo sólidas ganancias de ingresos publicitarios durante el año, y las acciones continuaron subiendo en el cuarto trimestre, ganando 13 %. Las calificaciones fueron sólidas en general en 2016, y HGTV terminó como el tercer canal de cable más visto de EE. UU. después de ESPN y Fox News. La publicidad de la compañía tiene más exposición a categorías estables que la mayoría de los competidores y también gana premios por espectador sobre la competencia. El año vio una disminución en las tarifas de distribución pagadas a Scripps, pero esto se debió a artículos únicos que se superarán el próximo año. Parte del descuento de las acciones está relacionado con la expansión internacional que aún no ha producido ganancias pero ha creado costos iniciales y amortización no monetaria. Los canales de estilo de vida de alto perfil de Scripps podrían ser contenido valioso para otras compañías de medios y entretenimiento, como lo demuestra la reciente oferta de AT&T por Time Warner a un múltiplo atractivo en relación con el precio de las acciones de Scripps.

Level 3 Communications (+4 %, +0,19 %), una empresa global de fibra y redes de comunicaciones integradas, fue el principal contribuyente a la rentabilidad del cuarto trimestre del Fondo con una ganancia del 22 %. La acción subió con el anuncio de una fusión con CenturyLink, Inc., equivalente a \$66,50 por acción de Nivel 3, una prima del 42% sobre el precio de cierre antes del anuncio. Este acuerdo ofrece numerosos beneficios para los accionistas. El combinado

La compañía aumentará la capacidad y el alcance de las redes de fibra de alto ancho de banda nacionales y globales de CenturyLink.

Si bien CenturyLink se ha visto afectado por el desempeño de su negocio heredado de telefonía fija, su red de fibra Qwest es un activo de alta calidad. Las sinergias proyectadas totalizan \$975 millones, con \$125 millones en gastos de capital reducidos y los \$850 millones restantes divididos a la mitad entre reducciones de gastos operativos y transferencia del uso de datos a la propia red de la compañía. Además, Level 3 tendrá cuatro directores en la nueva junta. El CEO de CenturyLink, Glen Post, anunció que el nuevo CFO será Sunit Patel, quien integró con éxito grandes adquisiciones y administró bien los balances en su mandato en Level 3.

OCI (-28 %, -0,69 %), un productor mundial de fertilizantes y productos químicos, fue el mayor detractor del Fondo durante el año, incluso después de un repunte del 18 % en el cuarto trimestre. Las dos principales presiones sobre el precio de las acciones fueron la debilidad de los precios de los fertilizantes nitrogenados y la cancelación de la fusión de CF Industries como resultado de las medidas enérgicas del gobierno estadounidense contra las inversiones fiscales. A pesar de los bajos precios de los fertilizantes, el nitrógeno sigue siendo una parte esencial de la producción mundial de alimentos, y la demanda mundial está creciendo alrededor de un 2 %, lo que ayudará a agotar el exceso de oferta actual para 2018. Dado el alto costo y el largo tiempo de espera para construir una nueva planta, es poco probable que se construya nueva capacidad en el mediano plazo. OCI es propietaria de las plantas de fertilizantes nitrogenados más nuevas y eficientes de la industria, con su nueva y grande planta de Iowa que ahora produce. Su planta de metanol Texas Greenfield entra en funcionamiento a fines de 2017. OCI inició recientemente un plan de ahorro de costos de más de \$100 millones, \$65 millones de los cuales se ejecutaron, y la compañía completó la mayoría de sus grandes gastos de capital. Esperamos una producción de ganancias significativa en los próximos dos años, y el CEO Nassef Sawiris y su equipo están trabajando diligentemente para aumentar el valor por acción. A principios de diciembre, la empresa anunció una oferta con una prima del 25 % para adquirir todas las acciones públicas de OCI Partners a cambio de acciones de OCI. La adquisición debería permitir sinergias operativas entre los activos de metanol y el flujo de caja libre incremental con un impacto positivo en el balance general combinado en 2017.

Cambios anuales de cartera

Cuando sus precios alcanzaron nuestras valoraciones tras los anuncios de adquisición, salimos de dos participaciones durante el año: **DreamWorks** en el segundo trimestre y **Chemtura** en el tercero. También vendimos nuestra inversión de larga data en **Vail Resorts** en el tercer trimestre cuando las acciones alcanzaron nuestra tasación, generando un rendimiento de más del 300 % durante nuestro período de tenencia. Recortamos varias posiciones del Fondo que quedaron sobreponderadas y su relación precio-valor (P/V) aumentó. Nuestras ventas se sumaron a nuestra posición de efectivo, que se mantuvo por encima del 20% durante la mayor parte del año porque encontramos un número limitado de nuevas oportunidades. Los cuatro nuevos calificadores que **compramos (Liberty Media, SEACOR, Sonic y Eastman Kodak)** tuvieron un desempeño positivo, particularmente Liberty. Kodak se inició en el cuarto trimestre con la negociación y posterior compra de acciones preferentes convertibles (Preferred) de Kodak. Este nuevo valor emitido por la empresa a sugerencia nuestra es un ejemplo de los beneficios de nuestro enfoque colaborativo y comprometido con las juntas directivas y los equipos de gestión. Los ingresos de nuestra inversión permitirán a la compañía refinanciar deudas de alto costo y desbloquear el efectivo gravado. Lo que es más importante, permitirá al CEO Jeff Clarke y a su equipo una mayor flexibilidad financiera.

para resaltar el valor de un conjunto único de activos tecnológicos de impresión, imágenes y ciencia de materiales. El Preferido ofrece una atractiva oportunidad de riesgo/recompensa. Tiene un dividendo anual en efectivo del 5,5%, es convertible en acciones ordinarias a \$17,40 por acción (un descuento sustancial en nuestra tasación) y nos permite nominar directores para la junta.

panorama

El (P/V) del Fondo a mediados de los 70% ofrece una ventaja atractiva. Queda mucha incertidumbre sobre cómo cambiarán las políticas fiscales, comerciales y regulatorias de EE. UU. en la nueva administración. Más volatilidad, correlaciones de mercado más bajas y tasas de interés más altas probablemente descubrirían nuevas oportunidades para la posición de efectivo del 19% del Fondo.

Lo que es más importante, creemos que nuestras empresas pueden aumentar sustancialmente sus valores y tener la capacidad de generar buenos rendimientos en una variedad de escenarios. Por ejemplo, nuestras dos participaciones más grandes, Level 3 y Liberty Media, que se beneficiaron de la actividad de fusiones y adquisiciones en 2016, tienen importantes perspectivas de ingresos de sus combinaciones que no están incluidas en las sinergias proyectadas, y tienen un liderazgo calificado con experiencia en integraciones exitosas de empresas. . Tenemos muchos otros negocios que han tenido programas significativos de inversión de gastos de capital en los últimos años que deberían comenzar a generar rendimientos en 2017 y más allá. Estos incluyen los nuevos satélites de ViaSat, el recién inaugurado Palacio de Wynn en Macao, el proyecto del Centro II de Hopewell y las nuevas plantas de fertilizantes y metanol de OCI.

Como mostró 2016, los directores ejecutivos y las juntas que son competentes y están orientados a los accionistas crean valor. Nuestros socios corporativos, así como la calidad de nuestros negocios, nos dan confianza en nuestras perspectivas de futuro.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

EBIT es la ganancia de una empresa antes de intereses e impuestos.

La sociedad limitada maestra (MLP) es, por lo general, una sociedad limitada que cotiza en bolsa en una bolsa de valores.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Al 31 de diciembre de 2016, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del Fondo de Pequeña Capitalización de Longleaf Partners: Liberty Media, 6.9%; Nivel 3, 8,1%; OCI, 4,8%; CONSOL, 5,7%; Wynn; 5,4%; Scripps, 4,8%; SEACOR, 1,6%; Sónico, 3,0%; Eastman Kodak, 5,1%. Las siguientes acciones discutidas no se mantienen en el Fondo: DirecTV y News Corp. Las tenencias del Fondo están sujetas a cambios y las discusiones de tenencia no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están riesgo sujeto.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund obtuvo un sólido rendimiento absoluto del 15,97 % en los primeros nueve meses de 2016 después de un aumento del 5,28 % en el tercer trimestre. Por el contrario, el índice Russell 2000 subió un 11,46 % en lo que va del año (YTD) y un 9,05 % en los últimos tres meses. Casi todas las inversiones del Fondo contribuyeron positivamente en el tercer trimestre, pero la gran posición de efectivo frenó los resultados relativos en un trimestre que comprendió la mayor parte del rendimiento YTD del índice. Los resultados a más largo plazo del Fondo, que incluyen varios períodos con efectivo superior al 15 %, superaron al índice de referencia de forma constante.

El entorno sostenido de lento crecimiento económico y bajas tasas de interés ha reducido los costos de capital asociados con las adquisiciones y ha estimulado la consolidación que puede aumentar no solo los ingresos sino también los márgenes. Las transacciones fueron un importante impulsor de los resultados del Fondo durante el trimestre. Nuestros socios en Liberty Media llegaron a un acuerdo atractivo para llevar la marca Fórmula Uno a su establo de activos de entretenimiento. La junta directiva y la gerencia de Chemtura encontraron un comprador que pagaría un precio justo por toda la empresa. En menor escala, el equipo de CONSOL Energy continuó vendiendo activos de carbón que eran más valiosos para los compradores que para CONSOL.

Tenemos conversaciones continuas con todos nuestros socios de gestión sobre las formas en que podrían aprovechar el entorno para generar valor por acción. Las transacciones gratificantes en el último trimestre ejemplifican el beneficio de asociarse con gerencias y juntas capaces que se enfocan en el valor a largo plazo para los accionistas. Creemos que nuestros socios alineados en nuestras participaciones con ventajas competitivas continuarán generando rendimientos extraordinarios con el tiempo.

Contribuyentes/Detractores

(rentabilidad de la cartera 3T; contribución del Fondo 3T)

Liberty Media Corporation (+48 %; +2,2 %), una sociedad de cartera con intereses en una amplia gama de negocios de entretenimiento, fue la que más contribuyó a la rentabilidad del Fondo, y redujimos las acciones para ajustar la ponderación de la posición. La noticia más importante fue la adquisición por parte de Liberty Media de una participación mayoritaria en Formula One Group, que agrega una marca global de deportes en vivo con más de 400 millones de espectadores únicos a las propiedades de Liberty Media. El calendario mundial de carreras de Fórmula Uno genera ingresos por contratos a largo plazo a partir de la transmisión, las tarifas de los eventos y la publicidad. Una parte clave de la adquisición fue el nombramiento de Chase Carey como presidente del Grupo de Fórmula Uno.

Carey lideró con éxito la gran inversión de Southeastern en DirecTV y también tiene un sólido historial en negocios relacionados con los deportes desde su tiempo en News Corp. Antes del anuncio de la Fórmula Uno, el componente más grande de nuestra evaluación de Liberty Media fue Live Nation Entertainment, que representa el 34 % de propiedad de Liberty Media y es la empresa de venta de entradas y entretenimiento en vivo más grande del mundo. En el trimestre, Live Nation reportó un crecimiento anual de dos dígitos en la venta de boletos, impulsado en parte por el poder de fijación de precios de la marca Ticketmaster de Live Nation. Creemos que el presidente John Malone y el director ejecutivo Greg Maffei se encuentran entre los mejores de la industria en cuanto a asignación de capital y reconocimiento de valor para los accionistas.

También uno de los principales contribuyentes, **CONSOL Energy** (+19%; +1,0%), la compañía de gas natural y carbón de los Apalaches, se sumó a la rentabilidad del Fondo. El director ejecutivo Nick Deluiliis y la junta, encabezada por el presidente Will Thorndike, continuaron buscando la monetización de los activos con el objetivo de separar en última instancia los negocios de carbón y gas. Luego de la disposición de sus activos de carbón metalúrgico en la primera mitad del año, CONSOL vendió sus minas de alto costo Miller Creek y Fola a un comprador privado que las valoró más que nosotros. La empresa también redujo los costos en todos los segmentos y volvió a generar un flujo de caja libre (FCF) positivo. Los precios más altos del carbón y el gas generaron fuertes rendimientos en las participaciones de CONSOL en la sociedad limitada maestra del carbón (MLP) CNXC y el oleoducto intermedio MLP CNNX. Las ventas de los activos de exploración y producción de otras empresas en Appalachia destacaron el valor de los activos de CONSOL.

Chemtura (+24 %; 0,7 %), una empresa de productos químicos de especialidad industrial, ayudó al rendimiento a fines del trimestre cuando la empresa anunció que la adquiriría a \$33,50 por acción, una prima del 19 % con respecto al precio de cierre anterior. Este precio estaba en línea con nuestra tasación y vendimos nuestra participación después de dos años de poseerla y ganar el 52% de la inversión. Nuestro caso de inversión se centró en asociarnos con una junta directiva y un director ejecutivo sólidos, Craig Rogerson, que estaba ejecutando un plan para vender activos secundarios, fortalecer el balance general, devolver efectivo a los accionistas a través de recompras y, en última instancia, impulsar el reconocimiento del valor. Estamos agradecidos con nuestros socios administrativos en Chemtura por trabajar diligentemente en beneficio de los accionistas.

Hopewell Holdings (+15 %; +0,7 %), una empresa inmobiliaria que opera en Hong Kong, registró resultados impresionantes, con alquileres

Rendimiento total anual promedio (30/09/16): desde el inicio (21/02/89): 11,05 %, diez años: 8,70 %, cinco años: 16,49 %, un año: 24,09 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Como se informó en el Prospecto del 1 de mayo de 2016, los índices totales para el Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners son 0,91 % promedio de gastos

los ingresos aumentaron un 10 % y las ganancias por alquiler antes de intereses e impuestos (EBIT) aumentaron un 16 % año tras año. Además, la subsidiaria de propiedad del 67% Hopewell Highway aumentó su dividendo en un 55%. Hopewell tiene efectivo neto en su balance general. La firma ejemplifica un tema central que vemos en los conglomerados asiáticos: la transición de los fundadores de primera generación a sus herederos educados en Occidente. El director gerente Thomas Wu, hijo del fundador Gordon Wu, obtuvo su licenciatura y su maestría en administración de empresas en los EE. UU. y ha demostrado un profundo conocimiento de los mercados de capitales y de la devolución de capital a los accionistas. La compañía ha recomprado acciones a precios reducidos y tiene un poder de dividendo latente que se manifestará en los próximos años.

Level 3 Communications (-10 %; -0,7 %), la compañía global de fibra y redes de comunicaciones integradas, fue el principal detractor en el trimestre. A pesar del decepcionante crecimiento plano de los ingresos, nuestra evaluación aumentó con el cupón de flujo de efectivo libre más alto informado por la compañía. En monedas locales, el negocio empresarial de la compañía creció en todas las regiones, con una tasa particularmente fuerte del 10 % en América Latina. Sin embargo, las conversiones de moneda crearon un lastre significativo en el trimestre, lo que hizo que América Latina y Europa, Medio Oriente, África (EMEA) reportaran resultados negativos. Más importante aún, las ganancias totales antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) en el trimestre, así como las proyecciones para el resto de 2016, estuvieron exactamente en línea con las expectativas.

La creciente posición de caja de la compañía después de más de \$260 millones de flujo de caja libre (FCF) en el trimestre llevó el apalancamiento neto a 3.5X EBITDA. Seguimos confiando en que el CEO Jeff Storey y su equipo continuarán trabajando y, en última instancia, cerrarán la brecha entre el precio de las acciones y el valor corporativo.

Cambios en la cartera

Durante el trimestre iniciamos una nueva posición. Además de nuestra venta de **Chemtura** discutida anteriormente, salimos de **Vail Resorts**, el propietario más grande de estaciones de esquí en el mundo, ya que las acciones alcanzaron nuestro valor razonable estimado. Iniciamos el

posición hace casi seis años a \$38 por acción. Aunque es un negocio cíclico, nos atrajeron las propiedades imposibles de replicar de Vail, el historial de poder de fijación de precios, el balance sólido y el margen de seguridad en sus activos improductivos. Nuestras ventas finales en el trimestre fueron de más de \$150 por acción. Al considerar nuestras incorporaciones y recortes a la posición a lo largo del tiempo, nuestra ganancia total mientras poseíamos las acciones fue superior al 300%. El CEO Rob Katz demostró ser un socio estelar en la creación de valor.

Atrajo a más clientes a los resorts de Vail a través de programas de lealtad y pases de temporada y aumentó los precios al doble de la tasa de inflación. También realizó importantes adquisiciones, siendo la más grande el Park City Mountain Resort en Utah que luego Vail conectó con su Canyons Resort. La compañía vendió la mayor parte de sus bienes raíces vendibles y salió de algunos negocios secundarios en el segmento de alojamiento. Katz fortaleció la posición financiera y el flujo de efectivo operativo de Vail y devolvió productivamente el capital a los accionistas a través de mayores dividendos y recompras de acciones cuando se descontaron las acciones.

panorama

El aumento del mercado de valores siguió dificultando la búsqueda de nuevas oportunidades calificadas, y con nuestros sólidos rendimientos, hemos vendido o recortado una serie de negocios que

se valorizaron por completo o sobreponderaron durante el año. Debido a nuestros sólidos rendimientos que impulsaron ventas exitosas de cartera, anticipamos una distribución de ganancias de capital que será más alta de lo normal. Nos esforzamos por ser lo más eficientes desde el punto de vista fiscal, pero nos adherimos a nuestra disciplina de vender negocios cuando no queda ningún margen de seguridad en su precio. Las estimaciones del monto de la distribución cambiarán durante las próximas seis semanas y se actualizarán en nuestro sitio web desde ahora hasta la fecha de registro, el 15 de noviembre. Al 30 de septiembre, la distribución estimada fue de aproximadamente el 16 % del valor liquidativo, con un 97 % de largo término.

Hemos generado altos retornos absolutos y relativos hasta la fecha a pesar de que nuestro efectivo a lo largo del año se ha mantenido por encima del 20%, finalizando el trimestre en 27%. Hemos encontrado algunos calificadores nuevos a pesar de lo que vemos como un mercado sobrevalorado. Varios nombres están en cubierta, y utilizaremos nuestra liquidez disponible a medida que identifiquemos inversiones convincentes.

Incluso con el sólido rendimiento, la cartera sigue siendo atractiva con una relación precio-valor (P/V) en torno a los 70 %. Creemos que tenemos negocios competitivos que harán crecer sus valores y equipos de gestión que mejorarán aún más los valores por acción con el tiempo.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

EBIT es la ganancia de una empresa antes de intereses e impuestos.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Brexit ("salida británica") se refiere al referéndum del 23 de junio de 2016 de los votantes británicos para abandonar la Unión Europea.

"Margen de seguridad" es una referencia a la diferencia entre el precio de mercado de una acción y el valor de tasación calculado de Southeastern. No es una garantía de rendimiento o rentabilidad de la inversión.

Al 30 de septiembre de 2016, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Liberty Media, 6.0%; CONSOL, 5.8%; Hopewell Holdings, 4.8%; Nivel 3, 6.4%. Las siguientes acciones discutidas no se mantienen en el Fondo: DirecTV y News Corp. Las tenencias del Fondo están sujetas a cambios y las discusiones de tenencia no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están riesgo sujeto.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Loneleaf Partners Small-Cap Fund superó significativamente al índice Russell 2000 en la primera mitad de 2016, con un aumento del 10,15 % frente al 2,22 % del índice. En el segundo trimestre, el Fondo subió un 5,32% frente al 3,79% del índice. Se adquirió la participación más grande del Fondo, DreamWorks Animation, lo que la convirtió en el principal impulsor de nuestros sólidos resultados del segundo trimestre. CONSOL Energy también logró avances significativos.

La agitación en torno a la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea debería tener un impacto mínimo en las empresas que poseemos en el Small-Cap Fund. Mientras que varias empresas industriales como Actuant, Chemtura y OCI tienen aproximadamente un tercio de sus ventas en Europa, la mayoría de nuestras otras empresas tienen menos del 10 % de las ventas en Europa y la OCI del Reino Unido es la única empresa domiciliada en Europa de la cartera, pero su producción de fertilizantes está basada en dólares, y para fin de año, su nueva planta en Iowa debería estar abierta, reduciendo la proporción del flujo de efectivo proveniente de los Países Bajos.

El segundo trimestre ilustró los beneficios del enfoque distintivo de Southeastern: inversiones de asociación inteligentes, concentradas, comprometidas a largo plazo. Mantuvimos una posición muy concentrada del 9 % en DreamWorks, no solo por la calidad de las marcas y los activos de la empresa, sino también porque nuestro compromiso con el director ejecutivo Jeffrey Katzenberg y la presidenta Melody Hobson nos hizo sentir muy seguros de que representarían sabiamente a los accionistas desde hace mucho tiempo. intereses a plazo.

La inversión inteligente a largo plazo también fue relevante en el entorno temeroso que se desarrolló en la última semana del trimestre.

Con nuestro horizonte a largo plazo, esperamos que la reacción a corto plazo al Brexit brinde oportunidades para comprar empresas sólidas con valores intrínsecos crecientes con grandes descuentos basados en evaluaciones conservadoras de flujo de caja libre y activos.

Contribuyentes/Detractores

(rendimiento 2T; contribución Fondo 2T)

Como se señaló anteriormente, **DreamWorks** (+60 %; +5,0 %), la compañía de estudios de cine y multimedia, fue la participación más grande del Fondo e impulsó gran parte del rendimiento en el trimestre, cuando Comcast anunció una adquisición en efectivo por \$41 por acción. Como dicta nuestra disciplina, vendimos nuestra participación cuando el precio subió a nuestra tasación. DreamWorks era el tipo de oportunidad que Southeastern espera encontrar: una empresa con alta calidad,

activos estables pero ganancias volátiles mal valoradas en un período en el que el mercado está recompensando a las empresas con ganancias más predecibles y altos rendimientos de dividendos. Comenzamos a comprar DreamWorks en el tercer trimestre de 2014 a \$19 luego de los decepcionantes lanzamientos de nuevas películas. Nuestra evaluación dependía de la valiosa biblioteca de películas y del creciente éxito de DreamWorks en el contenido web y de televisión, así como en la concesión de licencias. Nos asociamos con una junta sólida y un director ejecutivo propietario-operador, que construyeron las marcas de la empresa, desarrollaron una presencia en China, administraron los costos y, en última instancia, monetizaron la empresa a su valor total.

CONSOL Energy (+43 %; +1,5 %), la compañía de gas natural y carbón de los Apalaches, continuó con su impulso positivo desde el primer trimestre en el que se incorporaron nuevos directores, el ascenso de Will Thorndike a presidente y la venta de la empresa metalúrgica activos de carbón a un precio que aumenta nuestro valor. En las cifras del primer trimestre informadas en abril, CONSOL redujo sus costos operativos de carbón y gas más de lo esperado, entregó flujo de caja libre y se orientó hacia un flujo de caja libre positivo el resto del año. La compañía también reafirmó su base de préstamos en \$ 2 mil millones. Las transacciones recientes confirmaron el valor de la superficie y las reservas de gas natural de alta calidad de CONSOL. Nuestros competentes socios de administración continúan enfocando a la compañía en sus activos centrales de gas natural mientras buscan la monetización de activos no centrales con el objetivo de separar su compañía de carbón de su negocio de exploración y producción.

El principal detractor del Fondo en el segundo trimestre fue **OCI** (-29 %; -1,0 %), un productor mundial de fertilizantes y productos químicos.

Las dos presiones principales de los últimos tres meses fueron la debilidad de los precios de las materias primas de la urea (un fertilizante nitrogenado clave) y la incertidumbre en torno a la fusión de CF Industries. A pesar de las atractivas razones estratégicas para la combinación de CF Industries y OCI, la creciente represión de las inversiones fiscales en los EE. UU. hizo que el acuerdo fuera insostenible. El domicilio europeo de OCI presionó aún más las acciones en la última semana del trimestre, a pesar de que el voto Brexit no debería afectar la demanda de fertilizantes y podría generar algunos beneficios de conversión de moneda para OCI. Positivamente, la demanda de fertilizantes nitrogenados aumentó a nivel mundial, lo que ayudó a agotar el exceso de oferta. Las plantas de OCI tienen la ventaja de estar ubicadas cerca de gas natural de bajo costo, una materia prima principal en fertilizantes. Nuestro caso de inversión incorpora la demanda de fertilizantes nitrogenados que continúa creciendo a un par de por ciento anual y la escasez de oferta,

Rendimiento total anual promedio (30/06/16): desde el inicio (21/02/89): 10,94 %, diez años: 9,02 %, cinco años: 10,82 %, un año: -1,10 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando loneleafpartners.com.

ratio total del Longleaf Partners Small Cap es del 0,1% de los gastos del Fondo operativo/15 El promedio

los La relación del fondo está sujeta al gasto de la tarifa

y más allá de 2016, no se agregará capacidad de planta adicional importante durante al menos cinco años. A pesar de la actual caída de los precios de los fertilizantes nitrogenados, la empresa está generando un importante flujo de caja libre. El CEO Nassef Sawiris y su equipo están trabajando para aumentar el valor por acción y están mostrando un enfoque disciplinado para monetizar activos a precios que reflejan valores intrínsecos a más largo plazo.

Cambios en la cartera

Con amplio efectivo, especialmente después de la venta de DreamWorks y recortando otras dos empresas de mejor desempeño, compramos dos nuevas empresas y las agregamos a OCI. **Liberty Media Corporation** posee intereses en una amplia gama de negocios de medios. Lo más importante es que la compañía posee el 34% de propiedad de Live Nation Entertainment, Inc., la empresa líder en venta de boletos y entretenimiento en vivo en el mundo. Las otras inversiones minoritarias de Liberty Media incluyen acciones de Time Warner Cable y Viacom y una participación en Liberty Braves Group.

Compramos las acciones después de que el predecesor de la compañía se dividiera efectivamente en tres acciones de seguimiento y las "nuevas" Liberty Media surgió con un descuento. También compramos **SEACOR Holdings**. Los tres segmentos operativos principales de la compañía incluyen Servicios marítimos en alta mar, que transporta personas y suministros hacia y desde las plataformas de perforación en alta mar; Inland River Services, que opera barcas, remolcadores, talleres mecánicos y diques secos en ríos estadounidenses; y Shipping Services, que opera petroleros y remolcadores portuarios. La compañía también posee varias participaciones, tanto controladoras como no controladoras, en negocios que van desde el procesamiento de maíz hasta los servicios de preparación para emergencias. SEACOR vende con un gran descuento a nuestra tasación luego de la caída en los precios de la energía y la agricultura que han impactado negativamente las tasas de utilización y

ingresos

panorama

El fondo de pequeña capitalización se vende por una atractiva relación precio-valor en los bajos 70%. Somos propietarios de empresas cuyos líderes están creando valor a largo plazo y buscando formas de acercar los precios al valor intrínseco. Si bien el efectivo aumentó al 25 % luego de nuestra venta de DreamWorks, creemos que encontraremos nuevos calificadores, ya sea a través de mercados agitados u oportunidades específicas de la compañía. A largo plazo, nosotros y nuestros compañeros accionistas hemos sido recompensados por adherirnos pacientemente a nuestra disciplina de inversión, y creemos que nuestro enfoque distintivo y ventajoso continuará brindando resultados sólidos.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

El rendimiento de dividendos es el dividendo de una acción como un porcentaje del precio de la acción.

Brexit ("salida británica") se refiere al referéndum del 23 de junio de 2016 de los votantes británicos para abandonar la Unión Europea.

Al 30 de junio de 2016, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del Fondo de Pequeña Capitalización de Longleaf Partners: CONSOL, 5.1%; Actuante, 3.6%; Chemtura, 2.8%; OCI, 4.1%; no revelado, 0.2%; Medios de libertad, 4.4%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están sujetos a riesgo

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund avanzó un sólido 4,60% en el primer trimestre, superando con creces la caída del índice Russell 2000 -1,52%. Para los períodos de un año y más largos, el rendimiento del Fondo también superó el índice. Varias de nuestras acciones tuvieron ganancias de dos dígitos, incluidos varios de nuestros negocios más infravalorados que salieron de 2015. La mayoría de nuestras empresas generaron resultados operativos sólidos y la actividad de gestión ayudó a impulsar valoraciones más altas. Nuestros rendimientos absolutos no solo fueron mucho más allá de nuestra meta de inflación más el 10 %, sino que nuestros resultados relativos también se beneficiaron de nuestra falta de exposición a la atención de la salud, que se encontraba entre los sectores del índice de mayor desempeño en 2015, pero fue el sector de peor desempeño del Russell 2000 en el cuarto.

Los precios de las acciones en el primer trimestre encarnaron la descripción de Ben Graham de "Sr. Market", cuyas oscilaciones maníacas a corto plazo están impulsadas por las emociones de los inversores. El mercado cayó un -15,9 % en su punto más bajo del 11 de febrero, pero luego repuntó más del 17 % a finales de marzo, una oscilación de 3300 puntos básicos. Si bien las incertidumbres económicas y políticas fomentaron la volatilidad, nuestras evaluaciones demostraron ser mucho más estables, lo que destaca la importancia de anclar las decisiones de inversión a los flujos de efectivo a largo plazo y los valores de los activos subyacentes de cada empresa.

La volatilidad proporcionó puntos oportunistas para agregar a cuatro de nuestras inversiones más infravaloradas y recortar varias posiciones a medida que se sobreponderaban o se negociaban más cerca de nuestros valores de tasación. Nuestra lista en cubierta de nuevas inversiones con descuentos adecuados es limitada.

Colaboradores/Detractores

(rentabilidad bruta de la acción para el 1T; impacto en la rentabilidad del Fondo para el 1T)

Wynn Resorts (+36 %; +2,0 %), el operador de hoteles y juegos de lujo con propiedades inmobiliarias de primer nivel en Las Vegas, Macao y Boston, fue el que más contribuyó en el trimestre. Wynn anunció previamente resultados positivos para permitir a la gerencia comprar más acciones. El CEO Steve Wynn demostró su confianza en el negocio al comprar casi un millón de acciones, elevando su participación total en la empresa al 12%. Wynn Las Vegas reportó resultados del cuarto trimestre mejores de lo esperado. Aunque la presión continuó en el segmento VIP de margen más bajo de Macao, los ingresos masivos de juego en Macao se estabilizaron y las comparaciones de ingresos brutos de juego año tras año en febrero fueron las más fuertes en casi dos años. Wynn se mantiene muy por debajo de nuestra evaluación

y ofrece una atractiva oportunidad a largo plazo para un crecimiento significativo con un propietario-operador comprobado al mando. El valor de las propiedades en proceso de desarrollo aún no se refleja en el precio de las acciones. La apertura de Wynn Palace en Macao a finales de 2016 podría generar una apreciación adicional de las acciones a medida que finalicen los gastos de capital (capex) y comiencen los ingresos.

ViaSat (+20 %; +1,1 %), una empresa satelital integrada, reportó un aumento sustancial del 7 % en el ingreso promedio por usuario (ARPU) año tras año. La rotación de clientes disminuyó con el enfoque de la compañía en suscriptores estables y de mayor valor.

Además, los informes noticiosos de que American Airlines volvería a examinar su contrato de Wi-Fi en vuelo con el competidor de ViaSat, Gogo, implicaba que ViaSat podría ganar el nuevo contrato dada su calidad de servicio superior. El CEO Mark Dankberg es un gran propietario que ha invertido sabiamente en expandir la capacidad y las líneas de productos de ViaSat. La compañía planea lanzar una nueva y revolucionaria constelación de banda ancha satelital (ViaSat-3) en 2019 que tiene el potencial de impulsar aún más el liderazgo de ViaSat en la industria.

Si bien ViaSat-3 no se refleja completamente en nuestra evaluación, ofrece una importante ventaja a largo plazo para nuestro valor y el precio de las acciones.

CONSOL Energy (+43 %; +1,1 %), la compañía de carbón y gas natural de los Apalaches que fue nuestro principal detractor en 2015, se sumó significativamente a los resultados del primer trimestre. La gerencia se ajustó a los precios más bajos de las materias primas mediante la adopción de controles de costos significativos y espera un flujo de efectivo libre (FCF) positivo en 2016. A principios del trimestre, CONSOL anunció que reduciría el gasto de capital en más del 50 % con respecto a la guía anterior. La compañía también redujo los gastos operativos, disminuyendo efectivamente su relación Deuda/OCF de 3.8 a 3.6. A medida que continuamos nuestro diálogo constructivo con la administración con respecto a la monetización de activos, CONSOL anunció la incorporación de tres nuevos miembros de la junta, dos de los cuales sugerimos. Además, Will Thorndike, a quien recomendamos anteriormente como miembro de la junta, reemplazó a Brett Harvey como presidente. Poco tiempo después, CONSOL vendió su mina Buchanan y otros activos de carbón metalúrgico por \$420 millones a una firma respaldada por capital privado. La venta acrecentó el valor de CONSOL, y la gerencia busca ventas de activos adicionales.

Scripps Networks (+19 %; +1,0 %), la empresa de medios propietaria de canales de cable, incluidos HGTV, The Food Network, DIY Network, Cooking Channel, Travel Channel y Great

Rendimiento total anual promedio (31/03/16): desde el inicio (21/02/89): 10,84 %, diez años: 8,22 %, cinco años: 10,48 %, un año: -7,28 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Los ratios totales de los gastos de los Fondos no exceden del 1,5% de los activos netos anuales. La relación de los Fondos está sujeta a la exención de la tarifa a los gastos promedio

American Country, reportó un trimestre sólido con las seis cadenas agregando nuevos espectadores a medida que continuaba el crecimiento de los millennials. Los ingresos por publicidad crecieron a una tasa de un dígito medio. La publicidad de la empresa es mejor que la de la mayoría de los competidores, con más exposición a categorías estables que otros.

Se espera que el crecimiento de los ingresos por tarifas de afiliados crezca a una tasa de un dígito medio a alto, y el crecimiento de los costos de programación debería continuar desacelerándose. Parte del descuento de la acción está relacionado con su oportunidad de expansión internacional que aún no ha producido ganancias pero ha creado costos iniciales y amortización no monetaria. La compañía simplificó su combinación de activos, comprando el 35% restante de The Travel Channel que no poseía y vendiendo su participación del 7,25% en Fox Sports South & Southeast.

OCI (-21 %; -0,9 %), un productor mundial de fertilizantes y productos químicos, fue el principal detractor de la sólida rentabilidad del Fondo. Las acciones cayeron a principios del trimestre, en línea con una caída en el precio de la materia prima de urea subyacente, que se recuperó un poco al final del trimestre. El exceso de oferta mundial debería disminuir a medida que la demanda de fertilizantes nitrogenados crezca aproximadamente un 2 % por año, mientras que no se prevé capacidad adicional para la planta durante al menos cinco años. La incertidumbre en torno a la venta prevista de OCI de sus activos estadounidenses y europeos a CF Industries también pesó sobre las acciones. Un obstáculo importante para el acuerdo se eliminó a mediados de marzo, cuando OCI anunció que Consolidated Energy Limited invertiría conjuntamente en la planta de metanol, Natgasoline, que quedaría fuera del alcance de los activos destinados a CF. OCI cotiza con un fuerte descuento en nuestra tasación e incluso más barato suponiendo que el acuerdo de CF se cierre en el segundo trimestre de 2016 como estaba previsto.

Cambios en la cartera

Si bien no teníamos nuevas inversiones para informar, agregamos a cuatro de nuestros negocios más infravalorados que eran posiciones más pequeñas. Además de recortar una cantidad de empresas con sobrepeso y desempeño positivo, incluidas Wynn y Scripps, completamos la venta de **Orascom Construction**, que OCI escindió en 2015.

panorama

Creemos que los sólidos rendimientos absolutos y relativos que registramos en el primer trimestre deberían ser indicativos de nuestras expectativas en el futuro. Nuestros valores de mejor desempeño se recuperaron de niveles insosteniblemente bajos a un rango de descuento más normal y tienen un potencial alcista adicional sustancial. La relación precio-valor (P/V) de la cartera en el bajo 70 % ofrece un amortiguador atractivo entre nuestras valoraciones conservadoras y los precios de las acciones subyacentes de nuestras empresas, especialmente en un mercado donde estamos encontrando muy pocas oportunidades nuevas. Nuestra posición de efectivo del 21 % refleja los calificadores limitados, pero nos permitirá aprovechar la volatilidad adicional del mercado o el próximo gran negocio que se convierte en un gran descuento. Muchas de nuestras participaciones tienen equipos de administración que buscan mejoras operativas, así como alternativas estratégicas a más largo plazo que pueden generar valor material.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Small-Cap Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

El gasto de capital (capex) es la cantidad gastada para adquirir o mejorar los activos productivos con el fin de aumentar la capacidad o la eficiencia de una empresa durante más de un período contable.

El flujo de efectivo operativo (OCF) mide el efectivo generado por las operaciones comerciales normales de una empresa.

El valor presente neto es la diferencia entre el valor presente de las entradas de efectivo y el valor presente de las salidas de efectivo.

Un punto base es la centésima parte del uno por ciento (0,01%).

Al 31 de marzo de 2016, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners: Wynn Resorts, 6.1%; ViaSat, 6,5%; CONSOL, 3,6%; Scripps Networks, 5,0%, OCI, 3,3%; Oracsom, 0,0%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



4T15 31 de diciembre de 2015

Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund obtuvo una rentabilidad del 7,00 % en el cuarto trimestre, superando la rentabilidad del 3,59 % del índice Russell 2000. Para el año, el Fondo rindió -6,05% frente al -4,41% del índice. Durante los períodos de cinco años y más largos, el rendimiento del Fondo superó el índice.

Las seis participaciones del Fondo relacionadas con la energía en 2015 se combinaron para dar cuenta de la rentabilidad negativa del Fondo y el bajo rendimiento relativo del año y empañaron el sólido rendimiento absoluto y relativo del cuarto trimestre.

Aunque nuestras suposiciones sobre los precios del petróleo y el gas han sido incorrectas, creemos que CONSOL Energy podría recuperarse rápidamente con importantes ventas de activos y, junto con Triangle Petroleum, se beneficiará cuando los precios de las materias primas se corrijan a medida que la oferta y la demanda eventualmente se reequilibren. En ambas empresas, nuestros socios administrativos están tomando medidas, incluida la reducción de costos, el aumento de la flexibilidad financiera y la venta de activos para garantizar que las empresas puedan resistir el difícil entorno de los productos básicos. Estas dos empresas cotizan con un descuento sustancial en nuestra valoración y, creemos, ofrecen un mayor potencial alcista que el índice.

Sin embargo, el desempeño a corto plazo enmascaró el progreso positivo en la mayoría de nuestros negocios durante el año.

Uno de los principales contribuyentes al Fondo, el estudio de cine

DreamWorks Animation ganó un 16 % durante el año después de un aumento sustancial del 48 % en el cuarto trimestre, un ejemplo de cuán rápido pueden moverse los patrones de rentabilidad. La compañía tuvo un éxito de taquilla con el lanzamiento a fines de marzo de la película Home, que siguió teniendo un buen desempeño en videos domésticos y transmisión. En diciembre, DreamWorks anunció un acuerdo de coproducción con DHX Media, lo que demuestra que los esfuerzos de la empresa para desarrollar contenido televisivo han progresado hasta convertirse en ingresos recurrentes.

El segmento de Nuevos Medios, que incluye AwesomenessTV, tuvo un crecimiento de ingresos y márgenes impresionantes. Las renovaciones de licencias ayudaron a impulsar un sólido crecimiento de los ingresos y las ganancias en la división de consumo. El impulso del CEO Jeffrey Katzenberg en el mercado de distribución de películas de China a través de la empresa conjunta DreamWorks con un 45 % de Oriental tiene potencial para una mejora significativa.

Level 3 Communications ganó un 10 % durante todo el año después de ser otro de los principales contribuyentes en el cuarto trimestre, con un rendimiento del 24 %. En el transcurso del año, las métricas operativas continuaron mejorando. Durante el cuarto trimestre, los ingresos orgánicos del segmento Core Network Services (CNS) de la empresa crecieron un 6 % año tras año. Dentro de CNS, los ingresos de Enterprise crecieron un 8%. Este crecimiento de los ingresos, combinado con las sinergias creadas por la fusión con tw telecom, dio como resultado una expansión del margen. Los elevados márgenes de contribución, que actualmente superan el 60%,

han sido uno de los puntos focales de nuestro caso de inversión de Nivel 3 y son uno de los principales impulsores del alto crecimiento tanto en EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) como en FCF (crecimiento del flujo de caja libre). En 2016, creemos que la empresa generará aproximadamente \$5.00/ participación de FCF antes de los gastos de capital de crecimiento discrecional, lo que se traduce en aproximadamente 10x FCF sobre el precio actual. El gasto de capital de crecimiento basado en el éxito de la compañía está ligado a contratos nuevos, de alto margen y generadores de ingresos. Dada la excelente ejecución de la administración, esperamos que los índices de apalancamiento continúen mejorando de sus niveles actuales de deuda/EBITDA de 4x a 3x.

También con un buen desempeño en el cuarto trimestre, **Wynn Resorts**, la compañía hotelera y de juegos de lujo con propiedades inmobiliarias de primer nivel en Las Vegas, Boston y Macao, subió un 15 % pero bajó un 34 % desde que agregamos la posición por primera vez a principios de año. Nuestra exposición a través de opciones representó aproximadamente un tercio de los rendimientos. Las acciones tuvieron grandes descuentos debido a que la campaña anticorrupción de China presionó los ingresos en Macao, donde Wynn se encuentra entre los seis operadores actuales y está programado para abrir el Wynn Palace en Cotai en junio de 2016. Durante el último trimestre, la confianza en Macao comenzó a cambiar a medida que los ingresos se estabilizaron. El CEO Steve Wynn demostró su compromiso y confianza en el negocio al comprar más de un millón de acciones a principios de diciembre y llevar su participación en la empresa a casi el 11%. Los ingresos brutos de juego comparables año tras año deberían mejorar en 2016, y el flujo de efectivo de Wynn se verá reforzado con la entrada en línea de la propiedad Cotai. A más largo plazo, creemos que la empresa puede generar rendimientos impresionantes.

Los ingresos de Macao por visitantes masivos y masivos premium deberían crecer con atracciones adicionales que no sean juegos, el suministro necesario de habitaciones de hotel y mejoras de infraestructura que impulsen las llegadas. Además, el Wynn Everett se encuentra en preparación temprana del sitio con una ubicación estratégica en las afueras de Boston, pero su valor no se refleja en el precio de las acciones porque faltan varios años para la apertura. A lo largo del tiempo, existen oportunidades para asociarse con creadores de valor comprobado como Steve Wynn con un descuento tan grande de nuestro valor de tasación, pero rara vez vemos una en la que las extrapolaciones del mercado a corto plazo sean tan distintas del poder de ganancias a largo plazo de la empresa.

Rendimiento total anual promedio (31/12/15): desde el inicio (21/2/89): 10,76 %, diez años: 8,32 %, cinco años: 11,53 %, un año: -6,05 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Los ratios totales de Longleaf Partners Small-Cap Fund y sus sub-fondos exceden del 1,5% de los activos negociados. El Fondo está sujeta a la exención de la tarifa a los promedios

Vail Resorts, el mayor propietario de centros de esquí del mundo, ganó un 23 % en el cuarto trimestre y un 44 % en el año, lo que lo convierte en el principal contribuyente del Fondo en 2015. En lo que va de la temporada de esquí de EE. UU. 2015/2016, la empresa ha registrado fuertes ventas de pases (+13%), con aumentos de precios del 6% y unidades superiores. Con la sólida posición financiera de Vail y el flujo de caja operativo (OCF, por sus siglas en inglés) positivo, el CEO Rob Katz reafirmó el plan de la compañía de continuar devolviendo capital a los accionistas a través de un mayor dividendo y recompra de acciones. La junta autorizó recientemente la recompra de 1,5 millones de acciones adicionales (aproximadamente el 4% de las acciones en circulación). Nuestra valoración de la empresa creció en el trimestre y durante el año.

En el primer trimestre, en medio de la liquidación del mercado de las empresas de energía, compramos **HollyFrontier**, la refinería de petróleo independiente que posee y opera cinco refinerías en EE. UU.

La empresa posee plantas en ubicaciones superiores que permiten márgenes por encima del promedio. Además, la gerencia tiene un historial de asignación de capital productivo. Como refinadora, HollyFrontier se beneficia de la disminución de los precios de la energía, lo que genera más millas recorridas y una mayor demanda de gasolina. Durante el año, el CEO Mike Jennings compró acciones infravaloradas y se centró en proyectos con potencial de sociedad limitada maestra (MLP) para satisfacer la sed de rendimiento de los inversores. Esta estrategia, más la especulación de adquisiciones, ayudó a que las acciones subieran hasta nuestra valoración. HollyFrontier se revalorizó un 55 %, estuvo entre los mayores contribuyentes al rendimiento del año y se vendió en el tercer trimestre.

Un gran detractor del rendimiento del Fondo en el cuarto trimestre, la empresa de medios y educación **Graham Holdings'**

La disminución del 16% llevó su retorno de 2015 a -11%. El precio de las acciones se vio afectado por una debilidad más amplia en la industria de los medios y la educación con fines de lucro, donde el entorno regulatorio y económico siguió siendo desafiante. En el trimestre, el negocio de Kaplan de Graham Holdings reportó peores tendencias de los estudiantes de EE. UU. y los márgenes y el crecimiento de los ingresos disminuyeron. Sin embargo, el negocio de educación continua (Pace) tuvo un crecimiento sólido y Kaplan International cumplió con las expectativas incluso con vientos en contra de divisas difíciles. Es importante destacar que la educación con fines de lucro en los EE. UU. es ahora menos del 10% de nuestro valor de tasación Graham. La división de televisión tuvo un buen trimestre. La compañía también anunció en noviembre que el actual presidente, Tim O'Shaughnessy, reemplazaría como director ejecutivo a Don Graham, quien permanecerá como presidente. Graham y O'Shaughnessy han aumentado el valor por acción a través de una sabia asignación de capital, como la escisión de Cable One a mediados de año y la venta más reciente de las partes más cuestionadas de Kaplan. Nuestra evaluación de la suma de las partes (TV, segmentos educativos de Kaplan's International y EE. UU., Social Code, otros negocios, pensión y efectivo neto) está muy por encima del precio de las acciones, que cotizan a un múltiplo de un dígito del flujo de efectivo libre.

Como se señaló, **CONSOL Energy**, la compañía de carbón y gas natural de los Apalaches, bajó un 76 % en 2015 después de caer a -19 % en el cuarto trimestre, ya que la compañía no cumplió con las estimaciones de OCF en medio de la caída de los precios del carbón y el gas. La gerencia se está ajustando a los precios más bajos de las materias primas y está adoptando controles de costos significativos bajo un presupuesto de base cero mientras sigue aumentando la producción de gas natural. Presentamos un 13-D durante el tercer trimestre para discutir

con terceros, así como con la gerencia y el directorio, una posible monetización o separación de los valiosos activos de gas de Marcellus y Utica. Este ha sido un proceso constructivo desde la presentación, y evaluamos estos activos por sí solos en un valor demostrablemente mayor que la capitalización de capital total de CONSOL.

El negocio de exploración y producción (E&P) de CONSOL es único, con reservas de bajo costo dada la propiedad de muchos acres de la compañía. CONSOL anunció en el cuarto trimestre que su negocio de carbón térmico, que disfruta de una posición de bajo costo, había contratado el 93 % de la producción para 2016 a un precio confirmado de \$50-55 por tonelada, lo que brinda una mitigación a la baja a corto plazo. Múltiples directores compraron acciones en el cuarto trimestre.

También mencionado anteriormente, **Triangle Petroleum**, una empresa de exploración y producción enfocada en Bakken con un negocio de servicios petroleros desarrollado internamente (RockPile) y un negocio de oleoductos de empresa conjunta (Calibre), disminuyó un 62 % en el año después de caer un 22 % en el cuarto trimestre. La estrategia integrada de Triangle proporciona una ventaja de costos en Dakota del Norte, donde hay poca infraestructura. La gerencia ha mostrado disciplina en un entorno desafiante al anunciar un recorte del 71 % en el gasto de capital sin un recorte de producción compensatorio. Además, la gerencia compró acciones personalmente y recompró deuda descontada a nivel de la empresa. A fines de año, intercambiamos las acciones ordinarias por bonos que tenían un precio con un descuento sustancial a la par, con un rendimiento del 33 % al vencimiento al final del año. Esta transacción proporcionó un mejor perfil de riesgo-recompensa y compensó algunas de las ganancias realizadas del Fondo.

Otro detractor del año, la empresa de medios **Scripps Networks**, propietaria de canales de cable como HGTV, The Food Network, DIY, Cooking y Travel Channel, disminuyó a -25% en 2015 a pesar de haber aumentado casi un 13% en el cuarto trimestre. Scripps cayó bruscamente en el tercer trimestre junto con el resto de la industria de los medios después de que Disney reconociera los desafíos continuos en el panorama de la televisión paga y muchos pares siguieron con calificaciones decepcionantes. Scripps, a diferencia de la mayoría de sus pares de medios, crea y posee contenido valioso que atrae a una audiencia específica leal y de alto nivel. Por ello, los canales de Scripps reciben un premio publicitario frente a otros canales menos diferenciados. Los distribuidores también pagan mal a Scripps por los puntos de calificación que proporciona. La diferencia final frente a sus pares es que Scripps está mucho más temprano en su expansión internacional y, por lo tanto, tiene propiedades internacionales valiosas pero que pierden dinero que no se acreditan en un simple múltiplo de ganancias. Durante el año, la empresa adquirió TVN, un medio de comunicación polaco que ha creado confusión con respecto a los planes de expansión internacional de Scripps. El flujo de efectivo libre de la compañía es mucho mayor que las ganancias reportadas, lo que hace que las comparaciones de la relación precio-beneficio (P/E) de la industria no tengan sentido.

Aprovechamos los segmentos con descuento en el mercado y compramos ocho nuevos negocios durante el año, cuatro de los cuales estaban relacionados con la energía y se compraron en el primer semestre. A medida que nuestra perspectiva para la energía y estas compañías individuales evolucionaron en la segunda mitad, vendimos tres de ellas, junto con **California Resources**, que compramos a fines de 2014. De estas inversiones, tres fueron rentables y se acercaron a nuestro

avalúos a pesar de la debilidad del sector, y uno se volvió menos convincente a medida que los precios de las materias primas cayeron aún más. En el último trimestre salimos de **Empire State Realty Trust**, propietario del Empire State Building y de otras propiedades en el área metropolitana de Nueva York. Después de ganar un 44 % en nuestro período de tenencia de más de dos años, el precio se acercó a nuestro valor de tasación. Agradecemos a nuestro socio, el CEO Tony Malkin, y le deseamos un éxito continuo. También hicimos una nueva compra en el trimestre. En medio de las consecuencias de los mercados de deuda en dificultades en el cuarto trimestre, iniciamos una posición en bonos de **Neiman Marcus**. Anteriormente invertimos con éxito en las acciones de este minorista de lujo antes de que la empresa se hiciera privada. Desde entonces, la empresa ha continuado aumentando con prudencia su huella limitada de tiendas y ha ampliado su presencia en línea a un nivel líder en la industria.

Conocemos a la directora ejecutiva Karen Katz y al equipo de liderazgo y somos optimistas en cuanto a su capacidad para hacer crecer OCF y valorar el futuro.

Aunque el rendimiento de 2015 fue decepcionante, creemos que el fondo de pequeña capitalización está bien posicionado para un posible repunte fuerte. La relación precio-valor (P/V) del Fondo cotiza en los 60%. Los tres mayores detractores tienen grandes descuentos, vendiéndose por menos del 40 % de nuestras tasaciones, y las cuatro posiciones más importantes, que se encontraban entre las principales contribuyentes del año, siguen descontadas con sólidas perspectivas de crecimiento de valor. Más allá de estos descuentos, la alta calidad de nuestros negocios y el calibre de nuestros socios de gestión, que buscan todas las vías disponibles para impulsar el reconocimiento del valor, nos hacen confiar en los resultados futuros. La Reserva Federal elevó las tasas de interés por primera vez en más de nueve años en diciembre. Creemos que la cartera puede beneficiarse de un entorno de aumento de las tasas, ya que la gran mayoría de nuestros negocios tienen balances sólidos, muchos con efectivo neto, y la mayoría de las empresas tienen poder de fijación de precios o regalías de ganancias brutas sobre los ingresos. Las tasas de interés más altas no reducirán nuestras valoraciones de valor presente neto (NPV) porque hemos mantenido una tasa de descuento del 8-9%. El efectivo en la cartera proporciona liquidez para nuevas oportunidades atractivas que puedan surgir como resultado de la incertidumbre del mercado. Además, el Fondo no posee los segmentos del mercado que han sido impulsados por la búsqueda de rendimiento y podrían cambiar rápidamente con tasas más altas. Como los principales inversores del Fondo, apreciamos su continua colaboración y confiamos en que su paciencia y la nuestra se vean recompensadas con un sólido rendimiento futuro.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Partners Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de mediana capitalización mantenidas por el Fondo pueden ser más volátiles que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Una sociedad limitada principal (MLP) es, por lo general, una sociedad limitada que cotiza en bolsa en una bolsa de valores.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

El gasto de capital (capex) es la cantidad gastada para adquirir o mejorar los activos productivos con el fin de aumentar la capacidad o la eficiencia de una empresa durante más de un período contable.

El flujo de efectivo operativo (OCF) mide el efectivo generado por las operaciones comerciales normales de una empresa.

Precio / Ganancias (P/E) es la relación entre el precio de las acciones de una empresa en comparación con sus ganancias por acción.

El valor presente neto es la diferencia entre el valor presente de las entradas de efectivo y el valor presente de las salidas de efectivo.

Por lo general, se requiere una presentación 13D para cualquier beneficiario real de más del 5% de cualquier clase de valores de capital registrados, y que no pueden reclamar una exención para presentaciones más limitadas debido a la intención de cambiar o influir en el control del emisor.

Los derivados pueden implicar ciertos costos y riesgos tales como liquidez, tasa de interés, mercado, crédito, administración y el riesgo de que una posición no se pueda cerrar cuando sea más ventajoso. Invertir en derivados podría perder más de la cantidad invertida.

Al 31 de diciembre de 2015, las participaciones discutidas representaban los siguientes porcentajes del Fondo de Pequeña Capitalización de Longleaf Partners: CONSOL, 2.6%; Dreamworks, 9.4%; Nivel 3, 11.0%; Wynn Resorts, 0.6% (6.0% ajustado por cierre de opciones y compra de acciones subyacentes); Vail Resorts, 5.8%; Graham Holdings, 5.4%; Triángulo, 1.2%; Scripps Networks, 5.0%; Neiman Marcus, 1.0%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

actual y tenencias futuras están tema

para riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Socios de hoja larga

Comentario sobre fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund disminuyó un 16,09 % en el tercer trimestre, mientras que el índice Russell 2000 descendió un 11,92 %. En lo que va del año (YTD), el Fondo bajó un 12,20 % frente a la caída del índice del 7,73 %. En la historia del Fondo, solo en otras cuatro ocasiones el rendimiento trimestral ha disminuido más del 15 %. Históricamente, el rendimiento se recuperó con fuerza. Durante los últimos cinco y diez años y durante períodos más largos, el rendimiento del Fondo ha superado al índice.

Las fuertes caídas de los precios de la energía dieron como resultado que nuestras tenencias de energía se deprimieran aún más. Los precios del petróleo cayeron más del 50 % durante el último año, algo que sucedió menos del 2 % del tiempo en los últimos 115 años.¹ Los temores macroeconómicos de China afectaron a las empresas con exposición asiática. La industria de los medios sufrió un declive generalizado después de que varias grandes empresas informaran una disminución de los ingresos publicitarios en EE. UU. en agosto, lo que generó temores sobre la salud a largo plazo del negocio de la televisión. Las caídas de los precios de las acciones no reflejaron los cambios en las valoraciones comerciales subyacentes. Seguimos observando un alto nivel de actividad corporativa de valor agregado en toda la cartera, tanto en los principales contribuyentes como en los negocios que más disminuyeron en el trimestre.

La empresa satelital integrada ViaSat fue la mayor contribución positiva en el trimestre, con un aumento del 7%. Si bien la compañía tuvo una ligera disminución en los suscriptores de banda ancha de Exede, el ingreso promedio por usuario (ARPU) aumentó un 7 % año tras año y la rotación también disminuyó. ViaSat capturó un buen desempeño de margen en sus segmentos de servicios gubernamentales y satelitales. El segmento de gobierno registró su mejor desempeño de crecimiento en dos años, junto con un libro de pedidos saludable y un aumento del 22% en la cartera de pedidos. ViaSat aún planea el lanzamiento de su satélite ViaSat-2 de próxima generación en 2016, lo que mejorará aún más la capacidad de la compañía para ofrecer tecnología de banda ancha superior a una base de clientes más grande.

HollyFrontier, la refinería de petróleo independiente que posee y opera cinco refinerías en las regiones de Mid-Continent, Southwest y Rocky Mountain, subió un 14 % en el trimestre anterior a nuestra venta de acciones a medida que se acercaba a nuestra evaluación. Como refinadora, HollyFrontier se benefició de un menor costo de materia prima y más millas recorridas por una mayor demanda de gasolina. El CEO Mike Jennings compró acciones infravaloradas y se centró en proyectos con potencial de sociedad limitada maestra (MLP) en medio de la sed de rendimiento del mercado. Esta estrategia ayudó a que el precio de las acciones subiera al valor intrínseco, ya que HollyFrontier se apreció un 55 % durante nuestro breve período de tenencia.

Una de las participaciones de energía destacadas, CONSOL Energy, el mayor detractor de rendimiento del Fondo, cayó un 55% en el trimestre después de ingresos y ganancias decepcionantes por una producción de carbón térmico más débil de lo esperado y diferenciales negativos de gas natural frente a la Bolsa Mercantil de Nueva York. La gerencia se está ajustando a los precios más bajos de las materias primas con controles de costos y tomó medidas para reconocer el valor de los activos de carbón de CONSOL al ofrecer acciones en MLP CNX Coal, que generó \$200 millones en ingresos. Presentamos un 13-D durante el trimestre para discutir con terceros, así como con la administración y el directorio, una posible monetización o separación de los valiosos activos de gas de Marcellus y Utica. Creemos que estos activos por sí solos valen demostrablemente más que la capitalización total de acciones de CONSOL. Son reservas únicas y de bajo costo dada la propiedad de la compañía de muchos acres. CONSOL está explorando vías de monetización para todos sus activos, incluido el carbón térmico, el carbón metalúrgico, los oleoductos y la terminal portuaria de Baltimore.

El estudio de cine DreamWorks Animation bajó un 34% en el trimestre. Un cambio en la contabilidad de las ventas de DreamPlace, los impactos monetarios y los acuerdos de licencia de mercancías más lentos de lo esperado redujeron a la mitad la previsión de ingresos para su división de Productos de consumo en desarrollo. Creemos que las licencias de mercadería ganarán fuerza con el tiempo y generarán ingresos más recurrentes, lo que ofrecerá una ventaja significativa a nuestra evaluación de DreamWorks. Los otros negocios centrales de DreamWorks tuvieron un buen desempeño. Los contundentes resultados del largometraje Home destaca el talento creativo de la compañía en la generación de contenido atractivo que construirá la biblioteca de películas. Además, las nuevas iniciativas de crecimiento en el segmento de Televisión continuaron aumentando con fuerza, y el segmento de Nuevos Medios, que incluye AwesomenessTV, duplicó los ingresos con sólidos márgenes brutos.

Wynn Resorts, la compañía hotelera y de juegos de lujo con propiedades en los Estados Unidos y Macao, también cayó un 46% en el tercer trimestre. Se espera que Wynn Palace-Cotai abra sus puertas en marzo, y la compañía comenzó la remediación del sitio para Wynn Everett-Boston, pero el precio de las acciones no refleja ningún valor para estos activos antes de que generen ingresos. mientras asqueroso

¹ Fuente: globalfinancialdata.com

Rendimiento total anual promedio (30/09/15): desde el inicio (21/02/89): 10,58 %, diez años: 8,05 %, cinco años: 12,66 %, un año: -8,84 %

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Los ratios totales de Longleaf Partners Small-Cap Fund, incluidos los ratios de gastos de gestión y otros costos, no exceden del 1,5% de los activos netos del Fondo. La relación de los Fondos está sujeta a la exención de la tarifa a los promedios.

Los ingresos del juego continúan disminuyendo en Macao, los osos están extrapolando los malos resultados e ignorando el potencial de Wynn para ganar participación de mercado el próximo año con la apertura de Palace. La empresa vende por aproximadamente nuestra tasación de sus propiedades en Las Vegas más su concesión en Boston, después de la deuda neta. El precio de las acciones casi no implica ningún valor para Macao, a pesar de que el valor de mercado deprimido de su participación del 72% en Wynn Macau (hasta la fecha de 21,85 HKD a 8,78 HKD) vale alrededor de \$ 50 por acción de Wynn. Incluso los analistas de casos de osos proyectan mayores visitantes e ingresos en Macao durante los próximos cinco años, pero la incertidumbre de los próximos 12 meses se traduce en un valor mínimo para las propiedades de Wynn's Macao en la actualidad.

La compañía de redes y fibra Level 3 Communications disminuyó un 17% debido a que las preocupaciones sobre las tasas de crecimiento de primera línea a corto plazo superaron la mejora en los márgenes y la generación de flujo de caja libre (FCF). Durante el trimestre, la empresa reportó un crecimiento orgánico de los ingresos en América del Norte y EMEA (Europa, Medio Oriente y África) en línea con las expectativas, mientras que América Latina, que representa aproximadamente el 10 % de los ingresos consolidados, tuvo un crecimiento más débil principalmente debido a cambios cambiarios. . La integración de tw telecom sigue por buen camino con realizaciones de sinergia antes de lo previsto. Level 3 ya ha logrado aproximadamente \$ 115 millones de sinergias de EBITDA de tasa de ejecución anualizada y la compañía debería alcanzar el 70% o \$ 140 millones de su objetivo de sinergia anualizada para fines del primer trimestre de 2016. El crecimiento de FCF en Level 3 está aumentando y, creemos, avanzando hacia un crecimiento explosivo de FCF por acción en los próximos años como resultado de los fuertes márgenes incrementales del negocio, las dos sinergias de telecomunicaciones antes mencionadas y la continua reducción y refinanciamiento de la deuda.

Durante el trimestre, las principales agencias calificadoras de bonos mejoraron aproximadamente \$11 mil millones de la deuda calificada y los compromisos crediticios de la compañía, una prueba más de la mejora del perfil comercial y financiero de Level 3.

Compramos Tribune Media y otra participación durante el trimestre. Anteriormente invertimos de forma rentable en Tribune a través de sus bonos en dificultades cuando la empresa se declaró en quiebra. Después de completar la escisión de su negocio editorial el año pasado, Tribune ahora es una mezcla diversa de propiedades digitales y de televisión que abarcan noticias, entretenimiento y deportes. La compañía posee u opera 42 estaciones de transmisión, lo que representa el grupo combinado de estaciones independientes más grande del país. Además, la propiedad del espectro de Tribune es excepcionalmente valiosa dada su concentración en grandes ciudades costeras. La disciplina de asignación de capital de la administración se ha demostrado mediante la recompra de acciones infravaloradas y la venta de activos secundarios a precios atractivos.

Vendimos varias de las inversiones del Fondo en el trimestre, incluida nuestra posición en Cable ONE después de que Graham Holdings la escindiera a principios del trimestre. Las acciones se vendieron por nuestra estimación de valor razonable. Aplaudimos al CEO de Graham Holdings, Don Graham, por sus continuos esfuerzos para crear y reconocer valor para los accionistas.

Northern Oil & Gas, HollyFrontier, Diamond Offshore y California Resources son empresas de energía que compramos en el Fondo a finales de 2014 y principios de 2015 en medio de la

Fuerte descenso de los precios del petróleo y el gas. Durante el trimestre, vendimos selectivamente estas empresas. Northern Oil & Gas y HollyFrontier demostraron ser inversiones rentables para el Fondo a medida que se acercaban a nuestras valoraciones. Con nuevas caídas en los precios de la energía y algunos cambios en nuestros casos de inversión, nuestras valoraciones de Diamond Offshore y California Resources cayeron, y vendimos las acciones porque nuestro potencial de riesgo-recompensa se volvió menos atractivo. Consolidamos nuestra exposición energética en CONSOL y una mayor participación en Triangle Petroleum.

A pesar de nuestra frustración por los rendimientos recientes, creemos que los fundamentos positivos de las empresas que poseemos se reflejarán en los precios de sus acciones. El Fondo tiene tres categorías de empresas que, según vemos, impulsan la rentabilidad. Aproximadamente la mitad de la cartera es una colección de lo que creemos que son empresas líderes en la industria que tienen la fuerza competitiva y el liderazgo administrativo para generar valor por acción a una tasa potencialmente alta. Según nuestras valoraciones, como grupo, esta categoría de tenencias se vende a 65 centavos por dólar. Las perspectivas de crecimiento del valor de estas participaciones, especialmente como una cesta diversificada, mejoran considerablemente debido a sus combinaciones de poder de fijación de precios y estatus de regalías por ganancias brutas. Los antecedentes de sus gerencias y la alineación de la propiedad sugieren fuertemente que estas corrientes de flujo de efectivo libre en constante crecimiento deben reinvertirse para generar aún más valor corporativo.

En nuestra opinión, este grupo incluye la mejor red global de fibra digital en Level 3 Communications, una biblioteca de películas animadas de propiedad independiente más valiosa en DreamWorks, la principal colección de propiedades de resorts de montaña en Vail Resorts, el mejor desarrollador y operador de casinos del mundo en Wynn, y la mejor compañía de canales de cable de EE. UU. con HGTV y Food Network (a través de Scripps Networks). Estas empresas se encuentran entre las que ofrecen una combinación de ventajas competitivas, solidez del balance y una infravaloración flagrante que se pierde en el enfoque de los pocos nombres que han perjudicado los resultados recientes. Sin embargo, como la porción más grande del Fondo, es este grupo de participaciones el que consideramos como el principal impulsor a largo plazo de un posible rendimiento superior en el futuro.

La segunda categoría de participaciones incluye compañías lideradas a través de transiciones por socios fuertes que se enfocan en hacer crecer y desbloquear valores destacando sus segmentos comerciales competitivos y/o reinvertiendo una cantidad sustancial de efectivo en oportunidades de alto rendimiento. Como ejemplos representativos, Graham ha vendido o girado numerosos activos, con valiosas estaciones de televisión, Kaplan y un balance general rico en efectivo restante; OCI está fusionando la mayoría de sus activos en CF Industries; y Tribune vendió sus periódicos y tiene numerosos activos restantes, incluidas estaciones de televisión, espectro y bienes raíces, que la administración puede monetizar. Este grupo comprende alrededor del 30 % de la cartera, y creemos que debería impulsar el rendimiento cuando se cierre la brecha entre el precio y el valor a medida que nuestros socios administradores lideren estas transiciones.

La tercera categoría contiene nuestras participaciones en energía que, en conjunto, han bajado un 57 % hasta la fecha, lo que constituye un desplome de buena fe en lugar de un mero mercado bajista. La fuerte venta impulsada por el impulso y la venta en corto de este "cubo de emergencia" se ha salido tanto de

lado que creemos que la recuperación de las empresas es una gran parte de nuestro importante rendimiento futuro potencial. Aunque cualitativamente Wynn se encuentra en la primera categoría anterior, su severa infravaloración lo posiciona de manera similar a nuestras inversiones en energía para una gran recuperación. Para ser claros, no creemos que a estas acciones les vaya bien simplemente porque están a la baja. Creemos que sus fundamentos a largo plazo bajo la dirección de sus líderes capaces deberían impulsar los precios en contraste con las percepciones a corto plazo.

En el caso de nuestras tenencias de energía, no dependemos de un repunte de la energía para hacer subir las acciones, ya que nuestras valoraciones son más del doble de los niveles actuales de las acciones en función de los precios de futuros de materias primas deprimidos. Si los precios del petróleo y el gas regresaran a su costo marginal de producción mucho más alto, los valores de estas acciones serían sustancialmente mayores. Estas participaciones en energía representan alrededor del 5 % del Fondo y, aunque las ubicamos en su propio grupo, comparten muchos de los atractivos atributos descritos en la segunda categoría anterior.

Aunque no podemos predecir los precios a corto plazo, creemos que el fondo de pequeña capitalización tiene una ventaja significativamente atractiva. La relación precio-valor (P/V) del Fondo está en el bajo 60 %, y el fuerte aumento en la volatilidad del mercado global, que ahora ha alcanzado su nivel más alto desde 2011, ha sido un precursor de fuertes rendimientos del Fondo en el pasado. Si bien es un punto de datos útil, este desempeño histórico no es la base de nuestra confianza en los rendimientos en el futuro. La competitividad de nuestros negocios, nuestros socios administrativos extremadamente capaces y el atractivo margen de seguridad en los precios de las acciones de nuestras empresas nos hacen estar muy seguros de que las empresas que poseemos pueden funcionar bien y recompensar su paciencia y la nuestra.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Partners Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de mediana capitalización mantenidas por el Fondo pueden ser más volátiles que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Una sociedad limitada principal (MLP) es, por lo general, una sociedad limitada que cotiza en bolsa en una bolsa de valores.

El EBITDA son las ganancias de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

El flujo de caja libre (FCF) es una medida de la capacidad de una empresa para generar el flujo de caja necesario para mantener las operaciones. Generalmente, se calcula como el flujo de efectivo operativo menos los gastos de capital.

Los derivados pueden implicar ciertos costos y riesgos tales como liquidez, tasa de interés, mercado, crédito, administración y el riesgo de que una posición no se pueda cerrar cuando sea más ventajoso. Invertir en derivados podría perder más de la cantidad invertida.

Al 30 de septiembre de 2015, las tenencias discutidas representaban los siguientes porcentajes del Fondo de Pequeña Capitalización de Longleaf Partners: Nivel 3, 9,8%; Graham Holdings, 6,6%; Dreamworks, 6,5%; ViaStat, 5,9%; Vail Resorts, 5,0%; Resorts Wynn, 4,7%; Scripps Networks, 4,5%, OCl, 4,5%; Tribune Media, 3,8%; CONSOL, 3,3%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están sujetos a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners perdió un 1,27 % en el trimestre, por detrás del rendimiento del 0,42 % del índice Russell 2000. En lo que va del año, el Fondo rindió un 4,64 % frente al 4,75 % del índice. Durante períodos más largos, el rendimiento del Fondo superó el índice. Durante los últimos tres y cinco años, Longleaf Small-Cap superó con creces nuestro objetivo de rentabilidad absoluta anual de inflación más un 10 %, como lo ha hecho durante los últimos 20 años.

En el segundo trimestre, la mayoría de nuestras empresas lograron un progreso comercial positivo, ya que nuestros socios administrativos tomaron medidas inteligentes para impulsar el crecimiento del valor. Aunque la mayoría de las inversiones tuvieron un desempeño positivo en el trimestre, gran parte de los esfuerzos de creación de valor de nuestros socios en los negocios que poseemos no se reflejan completamente en los rendimientos del fondo. Nuestras empresas relacionadas con la energía, en las que se ha producido y está en curso una cantidad significativa de actividad beneficiosa, fueron el mayor lastre para el rendimiento relativo y absoluto. Nuestra posición de tesorería neta del 15,5 % y la infraponderación en el sector de mayor rendimiento del índice, el cuidado de la salud, también pesaron sobre los rendimientos relativos.

El estudio de cine DreamWorks Animation fue el mayor contribuyente positivo en el trimestre, con un aumento del 9%.

La compañía tuvo un éxito de taquilla con el lanzamiento a fines de marzo de la película Home. AwesomenessTV de la empresa cobró fuerza, al igual que el empuje del director ejecutivo Jeffrey Katzenberg en el mercado de distribución de películas chino a través de la empresa en participación con un 45 % de Oriental DreamWorks, que tiene el potencial de una ventaja significativa. Los esfuerzos de DreamWorks para desarrollar contenido televisivo también progresaron satisfactoriamente. Apoyamos a Jeffrey Katzenberg y su equipo al 100%. El mercado se ha centrado en algunos de los fracasos de las nuevas películas de Dreamworks en los últimos años, pero el historial de creación de valor a largo plazo de Katzenberg es increíble. Un arma oculta importante y una parte importante de nuestro cálculo es la presencia de Melody Hobson como presidente. Nos sentimos muy afortunados de asociarnos con este par y de poseer estos increíbles activos.

Otro actor sólido, Vail Resorts, el mayor propietario de estaciones de esquí del mundo, ganó un 6 % en el segundo trimestre. Si bien los visitantes disminuyeron levemente debido a la nieve históricamente escasa en California, el precio de los boletos de elevación aumentó un 15%. El CEO Rob Katz compró la estación de esquí Perisher en Australia

a un precio atractivo. La adquisición respalda la estrategia de Vail de atraer más clientes a sus resorts a través de programas de fidelidad y pases de temporada, y los primeros indicios son alentadores.

La compañía también está impulsando sus planes para unir Park City Mountain Resort y The Canyons en Utah.

La reaseguradora con sede en Bermudas Everest Re sumó un 5% en el segundo trimestre. La compañía reportó sólidos resultados trimestrales, con ganancias por acción y retorno sobre el capital (ROE) por encima del consenso, y recompró acciones a una tasa anualizada del 3%. El CEO Dom Addesso tiene un historial de buen desempeño en un entorno desafiante. Está enfocado en hacer crecer el negocio de seguros primarios, que reportó un índice combinado significativamente mejorado.

Como se ha señalado, nuestras participaciones relacionadas con la energía fueron las principales detractoras del rendimiento. Durante el último año, hemos ajustado nuestras valoraciones para las condiciones más austeras que siguieron a las dramáticas caídas del petróleo, el gas y el carbón. Sin embargo, la calidad de nuestros activos y nuestros equipos de liderazgo capacitados nos hacen confiar en que estas empresas deberían ser contribuyentes significativos para obtener rendimientos sólidos en el futuro. Cualquier rebote en los precios de las materias primas será una ventaja adicional. En CONSOL Energy, que fue el mayor detractor de rendimiento en el trimestre, con una caída del 22 %, los precios más bajos de las materias primas han servido como catalizador para agudizar el enfoque de la gerencia sobre cómo optimizar mejor los rendimientos de sus valiosos activos. En el trimestre, la compañía reportó un flujo de efectivo operativo (OCF) por encima de las expectativas de Wall Street y recompró acciones con grandes descuentos a un ritmo anualizado del 4%. Los diferenciales de base de gas positivos frente a NYMEX y el buen control de costos en la mina de carbón metalúrgico de Buchanan contribuyeron a los sólidos resultados, pero no pudieron superar la presión continua sobre los precios del carbón.

Al ajustarse al precio actual de las materias primas

ambiente, la compañía anunció varias medidas de reducción de costos, incluido un cambio a un presupuesto de base cero. En los últimos años, antes y desde que compramos la posición de Small-Cap, nuestras discusiones con la administración han sido productivas y contribuyeron a agregar miembros a la junta, monetizar activos y separar segmentos dispares. En el último trimestre, CONSOL monetizó activos de carbón térmico no centrales en el complejo de la mina Bailey al ofrecer acciones en la sociedad limitada principal (MLP) CNX Coal, que generó \$200 millones en ganancias. El precio estuvo por debajo de las expectativas anteriores debido a los precios más bajos del carbón. La gerencia está buscando oportunidades de monetización que incrementen el valor adicional donde las ganancias puedan reinvertirse en alternativas de mayor rendimiento, incluidas las acciones infravaloradas de CONSOL.

Compramos una nueva posición y no salimos de ninguna inversión. La debilidad en el mercado de juegos de Macao (China) brindó la oportunidad de comprar Wynn Resorts con un descuento sustancial en nuestra evaluación. Wynn posee algunas de las propiedades inmobiliarias más importantes del mundo a través de juegos de lujo y operaciones hoteleras en Las Vegas y Macao, así como una futura ubicación en las afueras de Boston, Massachusetts. A través de su propiedad del 72% de Wynn Macau, Wynn controla un complejo hotelero y de juegos en la península de Macau y está completando un proyecto adicional en las cercanías de Cotai.

Durante los próximos años, los ingresos de los seis operadores de Macao deberían mejorar a medida que los nuevos casinos con diversas atracciones no relacionadas con los juegos y el muy necesario suministro de habitaciones de hotel, así como las inversiones gubernamentales en curso en infraestructura, facilitarán la llegada de más visitantes. Más inmediatamente, la reversión de la restricción de visas de tránsito anunciada el 30 de junio es la primera señal de una política regulatoria de apoyo para mejorar las condiciones económicas en Macao. Esto debería ser positivo para volúmenes masivos VIP y premium. En los EE. UU., con una ubicación privilegiada en el Strip, los casinos Wynn y Encore de la compañía se encuentran entre los más rentables de Las Vegas. Steve Wynn ha sido un operador propietario exitoso que ha ganado dinero para los accionistas durante un largo período y ha posicionado a la empresa para capear la recesión de Macao mientras tiene una cartera de casinos para el crecimiento futuro.

Creemos que el fondo de pequeña capitalización está bien posicionado para cumplir con nuestro objetivo absoluto y ofrecer un sólido rendimiento relativo. La relación precio-valor (P/V) está a mediados de los 70%. El mercado estadounidense de pequeña capitalización no tiene margen de seguridad, con fusiones, adquisiciones, ofertas públicas iniciales y recompras de acciones cerca de los niveles máximos de 2007 y en múltiplos muy por encima de nuestras valoraciones. Nuestro efectivo neto del 15,5% proporciona polvo seco para actuar rápidamente a medida que califican los nuevos nombres. Nos mantenemos enfocados en poseer negocios sólidos y con descuento que puedan generar un crecimiento de valor orgánico y que tengan buenas gerencias que busquen oportunidades para construir y monetizar el valor por acción. Estamos comprometidos con nuestros socios de gestión en diversos grados y creemos que sus pasos a corto plazo para cerrar la brecha en el precio nos recompensarán.

Consulte la siguiente página para obtener información importante.

*...buenas gerencias
que buscan
oportunidades para
generar y monetizar
el valor por acción.*

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Longleaf Partners Fund está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de mediana capitalización mantenidas por el Fondo pueden ser más volátiles que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

El retorno sobre el capital (ROE) es una medida de rentabilidad que calcula cuántos dólares de ganancias genera una empresa con cada dólar de capital de los accionistas.

Una sociedad limitada principal (MLP) es, por lo general, una sociedad limitada que cotiza en bolsa en una bolsa de valores.

Los derivados pueden implicar ciertos costos y riesgos tales como liquidez, tasa de interés, mercado, crédito, administración y el riesgo de que una posición no se pueda cerrar cuando sea más ventajoso. Invertir en derivados podría perder más de la cantidad invertida.

Al 30 de junio de 2015, las tenencias analizadas representaban los siguientes porcentajes del fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners:

DreamWorks, 8,2%; Vail Resorts, 5,6%; EverestRe, 5,9%; CONSOL Energía, 4,9%; Resorts Wynn, 3.7%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Tenencias actuales y futuras están riesgo sujeto.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 5,98% en el primer trimestre, superando el 4,32% que Índice Russell 2000 entregado. Nuestra fuerte ganancia mantuvo los resultados de 1 y 5 años muy por encima de nuestra meta absoluta de inflación más 10% y el índice. Para los períodos de mayor plazo que se muestran a continuación, el Small-Cap Fund ha compuesto a tasas anuales de dos dígitos y ha superado constantemente el punto de referencia.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2015

	Ya que								
	Inicio	25 Año	20 Año	15 Año	Diez Año	Cinco Año	Un Año	1T	
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1654,43 %	1418,66 %	1092,16 %	452,43 %	171,85 %	114,63 %	13,35 %	5,98 %	
Índice Russell 2000	1063.83	991,62	527,64	183,40	132,80		97.37	8.21	4.32

Rendimientos anuales promedio al 31 de marzo de 2015

	Ya que							
	Inicio	25 años	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año	
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	11,60%	11,50%	13,19%	12,07%	10,52%	16,50%	13,35%	
Índice Russell 2000	9.86	10,03%	9,62		7.19	8.82	14.57	8.21

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de impuestos que pagaría un inversor sobre distribuciones o reembolsos de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; pasado desempeño no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuará de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su valor original costo. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Rendimiento Los datos actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

El índice de gastos totales del Fondo de pequeña capitalización es del 0,91 %. La proporción de gastos está sujeta a la exención de tarifas a la medida en que los gastos operativos anuales normales excedan el 1,50% de los activos netos anuales promedio.

Durante el trimestre nuestros negocios tuvieron sólidos rendimiento operativo, junto con las acciones de acumulación de valor tomadas por nuestra administración socios. La mayoría de los nombres fueron positivos. artistas, con rendimientos de dos dígitos en muchos. El Fondo superó al índice a pesar de nuestra alta posición de efectivo, ya que la actividad corporativa en muchas participaciones generaron un fuerte exceso de rentabilidad. Nosotros poner algo de efectivo a trabajar, agregando cuatro nuevas posiciones en el cuarto.

Empresa de medios y educación Graham Holdings fue el principal contribuyente en el trimestre, con un aumento del 22%, con todas las divisiones funcionando bien. Kaplan Superior Los márgenes de la educación mejoraron y Kaplan Test Prep tuvo un fuerte crecimiento de los ingresos. director ejecutivo don Graham aumentó el valor por acción y trabajó para obtener

valor reconocido. En febrero, la empresa anunció la venta de 38 Kaplan no rentables campus universitarios a la Corporación de Educación de America (ECA) en una transacción de acciones que otorgar a Kaplan una participación accionaria preferente en ECA. Los ingresos operativos y los márgenes de Cable One crecieron, y su spin-off ocurrirá este verano. Tarde en 2014 compramos California Resources (CRC), el mayor productor de petróleo y gas en el estado de California. CRC ganó 38% en el primer trimestre con la decisión de la compañía de reducir su capex presupuesto en un 80% y su indicación de que la producción año tras año sería plana dada la baja de CRC tasa de declive Noticias que los prestamistas de CRC modificaron convenios a la luz de la debilidad de los precios de las materias primas el medio ambiente también fue un acontecimiento positivo.

La empresa de redes y fibra Level 3

Communications se apreció un 9 % después de otro sólido trimestre de crecimiento de los márgenes y los ingresos. La integración con tw telecom, recientemente fusionada, avanza sin contratiempos ya que la transacción mejora el posicionamiento competitivo de Level 3 con un conjunto de productos complementarios y una huella más grande.

El crecimiento de Level 3 en su negocio empresarial en América del Norte sigue siendo sólido, ya que el CEO Jeff Storey y su equipo invierten en expandir su red de fibra y su cartera de edificios conectados.

El principal detractor del rendimiento en el trimestre fue CONSOL Energy, que bajó un 17 % debido a la debilidad de los precios del gas natural y el carbón. Durante el trimestre, la empresa redujo su presupuesto de gastos de capital y aumentó considerablemente la producción. La compañía está en una posición única para navegar estos precios con reservas de bajo costo y planes para monetizar activos no esenciales, incluida la sociedad limitada maestra de carbón térmico (MLP) a mediados de 2015 y la oferta pública inicial (IPO) de carbón metalúrgico a fines de 2015. CONSOL es una de nuestras participaciones con más descuentos, y el CEO Nick Deluiliis expresó su acuerdo con un importante anuncio de recompra de acciones.

En el trimestre agregamos cuatro empresas, todas en el golpeado sector energético, y no salimos de ninguna posición. HollyFrontier Corporation (HFC), una de las refinerías independientes más grandes de EE. UU., que opera en mercados privilegiados en las regiones de las Montañas Rocosas, el Suroeste y el Continente Medio, ganó un 28 % luego de nuestra compra. El fuerte avance coincidió en gran medida con la ampliación del diferencial de precios Brent-WTI que había alcanzado la paridad a principios de 2015. HFC posee una participación del 39% en Holly Energy Partners MLP (HEP), que tiene un gran porcentaje de ingresos vinculados a contratos a largo plazo con obligaciones de pago mínimo por volumen o compromisos de ingresos. El CEO Michael Jennings tiene un sólido historial de asignación de capital y devolución de efectivo a los accionistas, y actualmente tiene flexibilidad financiera con efectivo neto en el balance general. Triangle Petroleum (TPLM) es una empresa de exploración y producción enfocada en Bakken con servicios petroleros desarrollados internamente (RockPile) y un negocio de oleoductos de empresa conjunta (Calibre).

La estrategia integrada de TPLM brinda una ventaja de costos en Dakota del Norte, donde hay poca infraestructura. La gerencia está mostrando disciplina.

en un entorno desafiante al anunciar un recorte del 71 % en el gasto de capital sin una enorme reducción compensatoria en la producción y reduciendo los costos de los proveedores en un 10-20 %. Northern Oil & Gas (NOG) es una empresa de exploración y producción con operaciones en las formaciones Bakken y Three Forks dentro de la cuenca Williston. La compañía utiliza una estrategia no operativa, asociándose con un grupo diversificado de socios con acres distribuidos en Bakken. NOG revisa múltiples propuestas de pozos y se esfuerza por asignar capital solo a los mejores proyectos.

La gerencia rechazó la mayoría de las propuestas debido a que los precios de la energía bajaron. NOG recortó su presupuesto de gasto de capital para el año fiscal 2015 manteniendo los niveles de producción, y reportó una producción y ganancias en el cuarto trimestre por encima de las expectativas del mercado, lo que provocó que las acciones ganaran un 46 % después de que comenzamos a comprar. Estamos asociados con el renombrado inversionista Robert Rowling. Además, compramos el operador de plataformas de perforación en alta mar Diamond Offshore (DO) después de que la compañía anunciara un recorte en su dividendo especial para fortalecer aún más su balance general y preservar el efectivo para las oportunidades que podrían surgir de los competidores en dificultades financieras. Bajo la dirección de la matriz Loews, una participación de larga data de Partners Fund, DO tiene un historial de compras de equipos con descuento durante ciclos de perforación débiles. Loews capitalizó la infravaloración de DO al comprar 1,6 millones de acciones adicionales en los últimos cuatro meses.

Creemos que la cartera está bien posicionada a largo plazo. La relación precio-valor (P/V) está en los 70%. Creemos que poseemos negocios de alta calidad con mayores rendimientos de FCF y un mayor potencial de crecimiento futuro que el Índice Russell 2000. Nuestra posición de efectivo del 22% proporciona polvo seco para actuar rápidamente a medida que califican los nuevos nombres. Nuestros socios de gestión alineados están tomando medidas para impulsar un fuerte crecimiento del valor.

See following page for important disclosures.

Nuestros socios de gestión alineados están tomando medidas para impulsar un fuerte crecimiento del valor.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de las empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Una sociedad limitada principal (MLP) es, por lo general, una sociedad limitada que cotiza en bolsa en una bolsa de valores.

El rendimiento del flujo de caja libre (FCF Yield) es igual al flujo de caja libre por acción de una empresa dividido por el precio de mercado actual por acción.

Al 31 de marzo de 2015, las tenencias analizadas representaban los siguientes porcentajes del Longleaf Small-Cap Fund: Graham Holdings, 9,6%; Recursos de California, 4,3%; Nivel 3, 9,7%; CONSOL Energía, 5,1%; Frontera de acebo 2,9%; Petróleo y Gas del Norte, 0,4%; Perforación diamantina en alta mar, 0,7%.

Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Tenencias actuales y futuras están sujeto a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund rindió un 12,49 % en 2014 y superó con creces el aumento del 4,89 % del índice Russell 2000. Los fuertes rendimientos en una serie de acciones impulsaron el rendimiento superior. En el cuarto trimestre, el Fondo añadió un 3,82 % y se quedó atrás del avance del 9,73 % del Índice debido en parte a nuestra importante posición de efectivo. Durante los períodos a más largo plazo que se muestran a continuación, el rendimiento del Fondo superó sistemáticamente al Índice. Durante los últimos uno y cinco años, Longleaf Small-Cap también superó nuestra meta anual de retorno absoluto de inflación más 10%, como lo hizo durante los últimos 20 años.

Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2014

	Ya que	Inicio	25 Año	20 Año	15 Año	Diez Año	Cinco Año	Un Año	4T
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1555,39 %	1262,34 %	1061,72 %	395,44 %	162,10 %	124,66 %	12,49 %	3,82 %	
Índice Russell 2000	1015,68	922,99	529,46	190,92	111,26	105,95			4,89 9,73

Rendimientos anuales promedio al 31 de diciembre de 2014

	Ya que	Inicio	25 años	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	11,47%	11,01%	13,05%	11,26%	10,11%	17,57%	12,49%	
Índice Russell 2000	9.78	9,75%	9,63	7.38	7.77	15.55	4.89	

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

Los índices de gastos totales al 31 de diciembre de 2014 y 2013 para el Small-Cap Fund son 0.91%. Los índices de gastos están sujetos a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales excedan el 1,50 % de los activos netos anuales promedio.

Las posiciones fusionadas de las empresas de redes y fibra Level 3 Communications y tw telecom ganaron un 49 % y lideraron el rendimiento del Fondo durante el año, tras sumar un 8 % en el cuarto trimestre. Level 3 proporciona una infraestructura crítica que conecta a las empresas y los consumidores a Internet, lo que les permite mover datos, video y voz. La adquisición de tw telecom en efectivo y en acciones por parte de la compañía se cerró en el cuarto trimestre y los dos nombres se combinaron en la tenencia individual más grande del Fondo. Al fusionar las dos empresas, Level 3 amplió significativamente el alcance de su red en los mercados metropolitanos y ganó capacidad adicional para hacer crecer su base de clientes empresariales. A lo largo del año, el CEO Jeff Storey y su equipo generaron ingresos sólidos

crecimiento, mejora de márgenes y mayor flujo de caja libre. La acción permanece significativamente por debajo de nuestra evaluación de sus redes operativas y activos de fibra oscura y conductos que no generan ganancias.

El productor de cemento Texas Industries (TXI) ganó un 35 % antes de que lo vendiésemos a principios del tercer trimestre tras la adquisición de todas las acciones de la empresa por parte de Martin Marietta. A pesar de la crisis financiera y la peor recesión de nuestra vida, duplicamos nuestro dinero en los ocho años que tuvimos TXI.

La empresa de medios y educación Graham Holdings (rebautizada como Washington Post) ganó un 32% en el año después de un aumento del 24% en el cuarto trimestre. En noviembre, la empresa anunció que

Los precios más bajos de las acciones de pequeña capitalización nos permitieron agregar siete nuevas posiciones.

escindir su subsidiaria Cable ONE. Este movimiento, combinado con las ventas de otros activos y el intercambio libre de impuestos de una estación de televisión de Miami por acciones de la compañía infravaloradas a principios de año, ilustra cómo los propietarios-operadores pueden aumentar el valor por acción a través de una asignación inteligente de capital. En el aspecto operativo, el negocio de Kaplan se mantuvo estable durante todo el año. Graham Holdings continuó con su legado de liderazgo capaz y alineado con la incorporación de su nuevo presidente, Tim O'Shaughnessy, en el último trimestre.

Vail Resorts, propietaria de estaciones de esquí de EE. UU., agregó un 24% en el año y un 6% en el trimestre. Las ventas y los precios de pases de esquí fueron sólidos durante todo el año. La adquisición por parte de la compañía de Park City Mountain Resort en Utah, cuando se conecte con Vail's Canyons Resort, creará la estación de esquí más grande del país. La mudanza de Vail a Utah ya ha creado un valor significativo para los accionistas, y aún queda más potencial alcista.

Empire State Realty Trust (ESRT), el REIT (Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces) de la oficina metropolitana de Nueva York, subió un 17% en el año después de una ganancia del 18% en el cuarto trimestre. ESRT aumentó la asistencia y los precios en el observatorio del Empire State Building y alquiló varias propiedades de oficinas en Manhattan a alquileres más altos.

La empresa satelital integrada ViaSat, que compramos en el verano, agregó un 14% en el cuarto trimestre. La empresa ofrece comunicaciones rápidas y seguras, Internet y acceso a la red a los consumidores en prácticamente cualquier lugar de EE. UU. y también tiene un negocio gubernamental estable.

ViaSat reportó recientemente un crecimiento mejor al esperado en sus suscriptores de banda ancha residencial. Exede y un fuerte retraso en su segmento de gobierno.

El Fondo tuvo tres detractores principales en el año, dos de los cuales coincidieron con los detractores del cuarto trimestre. California Resources Group (CRC), la compañía de petróleo y gas que compramos en el último trimestre, disminuyó un 18%. CRC se separó recientemente de Occidental Petroleum y es el mayor operador de petróleo y gas en el estado de California. CRC tiene activos de calidad, además de un sólido equipo directivo y una junta directiva. Creemos que la naturaleza de bajo declive de su producción permitirá que la

compañía para sobrevivir a la caída del precio del petróleo y el gas mejor que otros pares apalancados.

La caída del 9% de Rayonier en el cuarto trimestre llevó su retorno de 2014 a -2%. La empresa informó que había talado en exceso su madera del Noroeste del Pacífico durante los últimos 10 años. Para compensar, Rayonier reducirá su cosecha, bajando el dividendo de \$1,20 a \$1 por acción. Esta noticia decepcionante disminuyó nuestra valoración, pero creemos que se trata de un ajuste único que no altera la calidad de los diversos activos madereros de la empresa.

El nuevo director ejecutivo, Dave Nunes, abordó rápidamente la sobrevaloración y, en nuestra opinión, la empresa tiene un descuento significativo.

El productor global de fertilizantes y productos químicos OCI cayó un 22% en el año, pero ganó un 13% en el cuarto trimestre después de noticias positivas en varios frentes. Se estabilizó la escasez de gas natural en Egipto que había afectado negativamente las tasas de utilización de la planta de OCI; la empresa ganó un caso fiscal egipcio relacionado con la venta de su unidad de cemento en 2007; y la EPA emitió su permiso de construcción final para la planta nueva de Beaumont, Texas, que será la instalación de metanol más grande de los EE. UU. y está programada para comenzar la producción en 2016. debería ayudar al mercado a valorar adecuadamente a OCI como una empresa de nitrógeno pura. Sawiris compró personalmente acciones de manera oportunista durante todo el año para aprovechar el descuento en el precio.

El estudio de cine DreamWorks Animation, que compramos en el tercer trimestre, inicialmente obtuvo grandes ganancias después de los informes de conversaciones de adquisición con la empresa japonesa Softbank. Luego de un anuncio sin acuerdo y un lanzamiento débil de Penguins of Madagascar, DreamWorks retrocedió un 17% en el cuarto trimestre, pero subió un 15% durante nuestro período de tenencia en el año. La empresa posee una valiosa biblioteca de películas y tiene oportunidades atractivas en televisión, contenido web y licencias.

Los precios más bajos de las acciones de pequeña capitalización nos permitieron agregar siete nuevas posiciones, principalmente en la segunda mitad del año. La caída en los precios de la energía en el cuarto trimestre brindó la oportunidad de iniciar posiciones que incluyen CONSOL Energy, California Resources y Diamond Offshore Drilling (DO) en

grandes descuentos en los valores de sus activos a largo plazo. DO subió rápidamente un 34% y lo vendimos porque solo habíamos podido comprar una pequeña participación dentro de nuestro límite de precio. En el cuarto trimestre también compramos la empresa química industrial especializada Chemtura. A principios de año compramos nuestras participaciones en ViaSat y DreamWorks antes mencionadas, así como Deltic Timber.

Vendimos nueve participaciones durante el año a medida que los precios se acercaban a nuestros valores de tasación, incluidos Wendy's, Martin Marietta y Legg Mason en el primer trimestre y TXI y DineEquity en el tercer trimestre. Además de DO, vendimos Fairfax Financial, con sede en Canadá, en el cuarto trimestre luego de su revalorización bursátil del 16 % en el año.

Compramos Fairfax por primera vez en abril de 2000 y rindió un 11% anualizado durante nuestro período de tenencia. El CEO Prem Watsa dirigió a la empresa a través de los desafíos a principios de la década de 2000 y mejoró las operaciones de seguros con el tiempo. También aumentó regularmente el valor en libros, con rendimientos de inversión particularmente fuertes en la crisis financiera mundial de 2008/2009, cuando obtuvo ganancias sustanciales en swaps de incumplimiento crediticio. También salimos de dos posiciones pequeñas que se separaron de participaciones existentes: Rayonier Advanced Materials y Hopewell Highway.

El Fondo comenzó 2014 con un 35 % de efectivo, pero nuestras nuevas posiciones redujeron el efectivo al 23 %. También ayudaron a mejorar la relación precio-valor (P/V) a mediados de los 70%. Nuestra lista en cubierta de posibles nombres mejoró, pero sigue siendo difícil encontrar nombres con grandes descuentos que califiquen. Como hicimos en 2014 y lo hemos hecho anteriormente cuando las clasificatorias eran difíciles de alcanzar, seguiremos siendo pacientes y disciplinados, pero actuaremos con decisión cuando se nos presenten oportunidades.

See following page for important disclosures.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de las empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 31 de diciembre de 2014, las tenencias analizadas representaban los siguientes porcentajes del Longleaf Small-Cap Fund: Level 3, 14,0%, Graham Holdings, 8,4%, Vail Resorts, 4,8%, Empire State Realty, 4,0%, ViaSat, 4,9 %, Rayonier, 4,9%, OCI, 5,3%, Dreamworks, 4,8%, CONSOL Energy, 4,3%, Chemtura, 2,3%, Deltic Timber, 0,4%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Tenencias actuales y futuras están riesgo sujeto.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 0,8% en el trimestre. El Fondo se comportó muy por encima de la caída del 7,4% del Russell 2000 debido a los sólidos rendimientos de varias acciones y nuestra considerable posición de efectivo. En lo que va del año (YTD), el Fondo rindió un 8,4 %, frente a la pérdida del Índice del 4,4 %. Durante cada período a largo plazo que se muestra a continuación, el Fondo también superó al Índice. Durante los últimos uno y cinco años, Longleaf Small-Cap superó nuestro objetivo de rentabilidad absoluta de inflación más un 10 %, como lo ha hecho durante los últimos 20 años.

Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2014

	Ya que								
	Inicio	25 Año	20 Año	15 Año	Diez Año	Cinco Año	Un Año	YTD 3T	
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1494,45 %	1215,31 %	993,98 %	375,30 %	180,86 %	132,40 %	14,47 %	8,35 %	-0,82 %
Índice Russell 2000	916,77	786,37	463,04	214,03	119,66	94,96			3,93 -4,41 -7,36

Rendimientos anuales promedio al 30 de septiembre de 2014

	Ya que							
	Inicio	25 años	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año	
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	11,42 %	10,86 %	12,71 %	10,95 %	10,88 %	18,37 %	14,47 %	
Índice Russell 2000	9.48	9,12%	9,03		7.93	8.19	14.29	3.93

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

El índice de gastos totales al 31 de diciembre de 2013 para el fondo de pequeña capitalización es del 0,91 %. El índice de gastos está sujeto a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales excedan el 1,50 % de los activos netos anuales promedio.

El estudio de cine DreamWorks Animation fue el mayor contribuyente positivo en el trimestre y uno de los mayores hasta la fecha. Compramos la compañía en el tercer trimestre cuando las acciones se vendieron con descuento luego de nuevos lanzamientos decepcionantes. Estos resultados a corto plazo brindaron la oportunidad de poseer la valiosa biblioteca de películas y participar en los movimientos de DreamWorks hacia el contenido web y de televisión, así como la concesión de licencias. Nos asociamos con una junta fuerte y un director ejecutivo propietario-operador, Jeffrey Katzenberg. La participación ganó un 38% tras los informes de que la compañía japonesa de telecomunicaciones/internet/medios Softbank estaba en conversaciones para

adquirir DreamWorks. Si bien el trato no se completó, las discusiones destacaron el valor de los activos de la empresa.

Vail Resorts también contribuyó positivamente en el trimestre y hasta la fecha, un 13 % y un 17 % respectivamente. Vail anunció que adquirió Park City Mountain Resort en Utah, que cuando se conecte con Vail's Canyons Resort, creará la estación de esquí más grande del país. La adquisición aumentó nuestra valoración de Vail y el precio de las acciones subió con la noticia. Vail también informó fuertes ventas y precios de pases de esquí para la próxima temporada de esquí.

La ganancia del 4% de la empresa de fibra y redes Level 3 Communications en el trimestre llevó el rendimiento YTD al 38%. Level 3 tuvo un trimestre sólido con EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) de más del 20 %, ingresos orgánicos de hasta el 7 % y flujo de caja libre positivo. Incluso después de su ganancia, la acción se vende con un gran descuento en nuestra valoración y es una posición sobreponderada. Tras el anuncio del segundo trimestre de que Level 3 está comprando tw telecom, las dos acciones se han negociado de manera similar. tw telecom aumentó un 3 % en el trimestre y subió un 37 % hasta la fecha.

El productor de cemento Texas Industries (TXI) siguió siendo el mayor contribuyente del año. El acuerdo de acciones de Martin Marietta para adquirir TXI se cerró a principios del tercer trimestre. Vendimos la posición como se discutió en nuestro informe el trimestre pasado.

El OCI del productor mundial de fertilizantes y productos químicos disminuyó un 21 % en el tercer trimestre y un 31 % en el año, lo que lo convierte en el mayor detractor de rendimiento en ambos períodos. El gas natural es el componente principal en la producción de fertilizantes nitrogenados y, durante el trimestre, las interrupciones en el suministro de gas afectaron las dos plantas egipcias de OCI, lo que afectó el precio de las acciones a corto plazo. La gerencia anticipa que la utilización de la planta mejorará durante el próximo año con varios factores que aumentan el suministro de gas: Egipto ha comenzado a importar gas natural licuado para el sector energético, la industria del cemento está cambiando de gas natural a coque de petróleo y los principales productores han comenzado a regresar a Egipto para acelerar la exploración a raíz de un gobierno más estabilizado. Asumimos una tasa de utilización baja continua del 50% en nuestra evaluación, pero incluso a esta tasa, las plantas tienen un flujo de caja positivo. Las otras plantas de OCI en todo el mundo están operando a plena capacidad o cerca de ella y se benefician del gas de bajo costo y los precios más altos del amoníaco y la urea, dos productos principales. El caso a largo plazo para OCI sigue siendo convincente, ya que la empresa es líder en la industria de bajo costo en fertilizantes nitrogenados, esenciales para la producción mundial de alimentos. En los próximos 12 a 18 meses, la empresa tendrá una mayor producción y un menor gasto de capital con la apertura de una planta completamente nueva en Iowa y la finalización de la ampliación de Beaumont, Texas.

La compañía también está construyendo en Texas la planta de metanol más grande del país. CEO

Nassef Sawiris ha construido y monetizado valor sustancial históricamente; específicamente, ha agregado un enorme valor para nuestros socios en Small-Cap Fund a través de su trabajo en Texas Industries. Más recientemente, anunció que a principios de 2015 OCI separará los negocios de fertilizantes y construcción para eliminar el descuento de conglomerado en el precio de las acciones.

Un aumento en las tasas de interés en septiembre afectó negativamente el precio de nuestro holding inmobiliario y maderero, Rayonier, y Empire State Realty Trust (ESRT), la oficina metropolitana de Nueva York y el Real Estate Investment Trust (REIT) minorista. Rayonier disminuyó 10% en el trimestre. La compañía rebajó las previsiones de 2014 para su negocio de recursos forestales debido a la débil demanda china que probablemente reduzca los precios de la madera de Rayonier en el estado de Washington y Nueva Zelanda. ESRT perdió un 8% en el trimestre. Nuestra evaluación, sin embargo, aumentó, ya que el arrendamiento de las propiedades de oficinas de ESRT en Manhattan iba por buen camino y la asistencia al observatorio del Empire State Building se mantuvo sólida.

Los precios más bajos de las acciones de pequeña capitalización nos ayudaron a identificar algunas oportunidades más. Iniciamos dos posiciones, incluida DreamWorks mencionada anteriormente, y añadimos varias participaciones. Vendimos Texas Industries y DineEquity (DIN), el franquiciador de IHOP/Applebee's, cuando cada acción alcanzó nuestra tasación. El Fondo había mantenido DIN desde 1996 e hizo 821% o 13% anualizado en la inversión. La directora ejecutiva Julia Stewart reconstruyó con éxito la marca IHOP, pero la compra de Applebee's fue inoportuna. DIN superó la crisis financiera y la recesión después de que las acciones alcanzaran un mínimo de \$5,44. En última instancia, Stewart tuvo éxito en el plan de vender unidades propiedad de la empresa y convertir Applebee's en un modelo de tarifa de franquicia del 99 % al mismo tiempo que reducía los costos y pagaba la deuda. Cuando el precio de las acciones subió a nuestra tasación de \$80, hicimos nuestras ventas finales. Nuestra inversión en DIN ilustra cuánto pueden divergir los precios y valores de las acciones, particularmente en períodos de temor generalizado. Nuestro profundo conocimiento de los activos y nuestro trabajo comprometido con la administración nos dio la confianza para ser pacientes a través de las presiones a corto plazo que nos hicieron quedar mal y, en última instancia, nos permitió obtener una ganancia significativa.

La relación precio-valor se ha vuelto más atractiva a mediados de los 70%.

Con nuestras compras, el efectivo neto cayó desde nuestro máximo de ventas posterior a TXI del 47 % al 36 % en los últimos tres meses. Aunque hemos encontrado algunos calificadores, los precios de las acciones de los nombres de pequeña capitalización siguen siendo elevados y dificultan la búsqueda de empresas que cumplan con nuestro requisito de gran descuento. Tras las ventas de empresas de mayor valor y las nuevas compras recientes, la relación precio-valor (P/V) se ha vuelto más atractiva a mediados de los 70%. Tenemos liquidez para aprovechar las oportunidades adicionales que se nos presenten a través de situaciones específicas de acciones o de la volatilidad general del mercado. Continuaremos siendo pacientes y respetando nuestra disciplina de inversión.

See following page for important disclosures.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de las empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 30 de septiembre de 2014, las participaciones analizadas representaban los siguientes porcentajes del Longleaf Small-CapFund: Vail, 4,9 %, Level3, 9,1 %, Texas Industries, 0,0 %, Martin Marietta, 0,0 %, OCI, 4,8 %, Rayonier, 5,5%, Empire State Realty, 4,2%, DineEquity, 0,0%. Las tenencias de fondos están sujetas a cambios y las discusiones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Tenencias actuales y futuras están sujeto a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 3,9% en el trimestre, superando el 2,1% de Russell 2000. En lo que va del año (YTD), el Fondo rindió un 9,2 %, frente al 3,2 % del Índice. Durante los períodos más largos que se muestran a continuación, el rendimiento del Fondo también superó al Índice. Durante los últimos uno y cinco años, Longleaf Small-Cap superó con creces nuestro objetivo de rentabilidad absoluta anual de inflación más un 10 %, como lo hizo durante los últimos 20 años.

Rendimientos acumulados al 30 de junio de 2014

	Desde el inicio	25 Año	20 Año	15 Año	Diez Año	Cinco Año	Un Año	YTD 2T
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1507,60%	1343,31%	1096,77%	352,57%	177,67%	190,50%	24,00%	9,24% 3,87%
Índice Russell 2000	997.54	921,21	550,00	217,54	130,34	151,03		23,64 3,19 2,05

Rendimientos anuales promedio al 30 de junio de 2014

	Desde el inicio	25 años	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	11,58%	11,27%	13,21%	10,59%	10,75%	23,77%	24,00%
Índice Russell 2000	9.91	9,74%	9.81	8.01	8.70	20.21	23.64

El índice no está administrado. Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del Fondo puede ser inferior o superior al rendimiento cotizado.

Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

El índice de gastos totales al 31 de diciembre de 2013 para el Fondo es 0.91%. El índice de gastos está sujeto a exención de tarifas en la medida en que los gastos operativos anuales normales excedan el 1,50 % de los activos netos anuales promedio.

El Fondo tuvo un buen desempeño absoluto y relativo en el trimestre y hasta la fecha a pesar de tener más del 30% de efectivo. La actividad de fusiones, combinada con sólidos resultados operativos en varias participaciones principales, impulsó los resultados. La empresa de redes y fibra Level 3 Communications anunció un acuerdo para adquirir tw telecom, que ganó un 29 % en el trimestre y un 32 % en la primera mitad del año.

El nivel 3 rindió 12% y 32% durante los mismos períodos.

El acuerdo beneficia a ambas empresas, ya que los accionistas de tw telecom cobran un precio justo por los valiosos activos de la empresa y, a través del capital de Level 3 que recibirán, participarán en la parte superior de la empresa combinada. Level 3 obtiene mayores beneficios fiscales para sus NOL (pérdidas operativas netas) históricas debido a la mayor capitalización de capital de la empresa. La transacción también proporciona \$200 millones identificados en sinergias, aproximadamente

la mitad de los cuales provienen del tráfico conmutado a la red troncal del Nivel 3. Se espera que el acuerdo se cierre en el cuarto trimestre. Más allá de la fusión, en su primer año como director ejecutivo de Level 3, Jeff Storey y su equipo han generado un sólido crecimiento de los ingresos, una mejora de los márgenes y un mayor flujo de efectivo.

Vail Resorts tuvo un buen final de la temporada de esquí en Colorado y Tahoe, y las acciones aumentaron un 11 % en el trimestre. Las ventas y los precios de pases de esquí (hasta ahora un 6 %) ya van bien para la próxima temporada de esquí. Vail también tuvo un repunte en las ventas de condominios. El mercado reaccionó favorablemente a una decisión judicial con respecto a su contrato de arrendamiento en Park City. También en el trimestre, Empire State Realty Trust (ESRT), la oficina metropolitana de Nueva York y REIT minorista, ganó un 10%. ESRT entregó sólidos FFO (fondos de operaciones) y buenas noticias de arrendamiento en propiedades de la ciudad de Nueva York.

La mayor participación del Fondo, el productor de cemento Texas Industries (TXI), ganó un 34 % hasta la fecha. El acuerdo de todas las acciones de Martin Marietta para adquirir TXI se cerró al final del trimestre, y posteriormente vendimos la posición según nuestra evaluación. A pesar de la crisis financiera y la peor recesión de nuestra vida, duplicamos nuestro dinero en los ocho años que tuvimos TXI, un negocio cíclico pero de alta calidad. Muchas cosas que ayudaron a que esta inversión fuera exitosa son aplicables al enfoque de Southeastern de manera más amplia.

- Los nombres "reciclados" tienden a funcionar bien. También duplicamos con creces nuestro dinero en TXI entre 2001 y 2005, y como conocíamos bien a la empresa, la industria y la gerencia, nuestro caso tenía una base sólida cuando compramos las acciones nuevamente en la segunda mitad de 2006.
- Un horizonte temporal de cinco años puede dar claridad y convicción a través de la incertidumbre a corto plazo. La lenta recuperación económica después de la crisis financiera hizo que el momento de un repunte en la construcción y la infraestructura de EE. UU. fuera incierto hasta 2011. Dada la economía saludable de Texas y la puesta en marcha de la nueva planta de TXI, estábamos seguros de que durante cinco años, los volúmenes y los precios serían más altos, aunque no estábamos seguros del camino. El sentimiento cambió rápidamente, y en 2012 y 2013 TXI fue el mayor contribuyente a la rentabilidad de Small-Cap, ganando un 66 % y un 35 %, respectivamente.
- Posiciones sobreponderadas en el momento oportuno veces puede pagar generosamente. En el período 2010-2011, duplicamos nuestra inversión cuando TXI tenía 1) ventajas competitivas, incluida su ubicación en un estado que se estaba recuperando, nueva capacidad y un balance sólido, 2) administración y una junta comprometida con obtener valor para los accionistas reconocidos, 3) un accionista importante con experiencia en la industria en la forma del propietario del 23 %, Nassef Sawiris, y 4) un precio que era una fracción tanto del valor de reposición de la empresa como de las ventas comparables (\$/tonelada) de otras plantas de cemento de EE. UU.

- Nuestro tamaño puede ser una ventaja. Éramos dueños 9% de la compañía en 2009. Para ayudar a proteger nuestros intereses, sugerimos con éxito a un miembro de la junta que sabíamos que representaría a los accionistas. Hicimos lo mismo con directores adicionales después de que aumentamos nuestra propiedad a más del 20 % de la empresa en 2011.

Nuestras cuatro décadas de experiencia, un horizonte a largo plazo, la voluntad de concentrarnos en gran medida en los puntos oportunos, el compromiso amistoso con la gerencia y la red de contactos de la industria fueron partes fundamentales de nuestro resultado exitoso en TXI. Estas fortalezas son igualmente relevantes para todas nuestras participaciones.

El productor mundial de fertilizantes y productos químicos OCI, el único detractor del rendimiento en el trimestre, cayó casi un 14 %, lo que provocó que las acciones también se encontraran entre las pocas que cayeron en lo que va de año. La compañía anunció que no se pagaría ningún dividendo sobre las ganancias de 2013 debido a la prefinanciación de \$1000 millones en inversión de capital para 2014. Consideramos que sustituir el gasto de capital de crecimiento por el dividendo es un movimiento sólido de asignación de capital del CEO Nassef Sawiris (el mismo socio que teníamos en TXI), que ha generado rentabilidades atractivas a lo largo del tiempo a través de expansiones totalmente nuevas e inversiones financieras. Además de eliminar el dividendo, varias presiones de corto plazo impactaron en la acción. La planta de fertilizantes argelina de OCI, Sorfert, sufrió retrasos en los envíos en 2013 después de que el gobierno argelino exigiera nuevos acuerdos de licencia de exportación. En abril de 2014, la planta había regresado al 100 % de su utilización y la gerencia espera que esta utilización continúe durante el resto del año. La compañía también informó una utilización débil en sus plantas egipcias debido a las restricciones de gas, que ya contabilizamos en nuestra evaluación.

Para el YTD, la compañía de medios Scripps Networks fue el otro principal detractor, con una caída del 6%. Las acciones se vendieron en enero cuando no se materializaron las conversaciones de adquisición rumoreadas con Discovery Communications. Sin embargo, las operaciones de la compañía tuvieron un buen desempeño y las acciones se recuperaron un 7% en el segundo trimestre. La publicidad en EE. UU. creció un 9 %, en comparación favorable con sus pares. La gerencia recompró acciones con descuento a un ritmo anualizado del 8%.

Muchas cosas que ayudaron a que TXI tuviera éxito son aplicables al enfoque de Southeastern de manera más amplia.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Los precios de las acciones continuaron subiendo, especialmente afectados por la actividad real o anticipada de fusiones y adquisiciones. Como resultado, todavía no encontramos casi ninguna empresa que cumpla con nuestro requisito de descuento. A pesar del elevado nivel del mercado, comenzamos a comprar un nuevo calificador en el trimestre. Añadimos a OCI dada su caída de precio y valor de tasación estable. El valor intrínseco de Hopewell creció por encima de su precio, lo que nos permitió aumentar nuestra posición. También incorporamos a la empresa maderera e inmobiliaria Rayonier antes de que escindiera su negocio de fibras de alto rendimiento, Rayonier Advanced Materials, que vendimos. Estas transacciones redujeron el efectivo al 41 % al final del trimestre, pero la venta posterior de nuestras acciones restantes de Texas Industries llevó el efectivo al 47 % y mejoró la relación precio-valor (P/V) del Fondo a 70 %.

Como los principales propietarios del Fondo, preferimos no tener tanto efectivo. Sin embargo, nos sentimos menos cómodos al comprometer nuestra disciplina de inversión por el hecho de estar totalmente invertidos. Estamos buscando diligentemente clasificados en todo el mundo. Deberíamos seguir encontrando nuevas oportunidades en situaciones específicas de acciones y con más volatilidad del mercado, pero encontrar suficientes posiciones nuevas para poner a trabajar todo el efectivo podría llevar algún tiempo sin la ayuda de un retroceso general del mercado. Cualquiera que sea la forma en que surjan nuevas compras, reducirán tanto el efectivo como el P/V. Continuaremos buscando oportunidades que cumplan con nuestros criterios pero manteniendo nuestra disciplina de larga data.

See following page for important disclosures.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de las empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 30/06/14, las 10 posiciones principales en Longleaf Partners Small-Cap Fund - Level 3 (8,6 %), Graham Holdings (6,9 %), OCl (5,9 %), Texas Industries (5,7 %), Everest Re (5,3 %), tw telecom (4,9 %), Empire State Realty Trust (4,6 %), Vail Resorts (4,3 %), Hopewell (4,3 %), Scripps Networks (3,7 %). Las tenencias están sujetas a cambios y las conversaciones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor. Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.



Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 5,2% en el trimestre, superando el 1,1% de Russell 2000. Nuestro alto nivel de efectivo obstaculizó los resultados relativos durante los últimos doce meses, pero durante períodos de mayor plazo, el rendimiento del Fondo superó al del Índice.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2014

	Ya que						1T
	Inicio	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año	
Fondo de pequeña capitalización (inicio 21/02/89)	1447,76%	1010,05%	395,99%	177,02%	239,49%	22,41%	5,18%
Índice Russell 2000	975.52	512,04	259,56	126,78	196,88		24.90

Rendimientos anuales promedio al 31 de marzo de 2014

	Ya que					
	Inicio	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año
Fondo de pequeña capitalización (inicio 21/02/89)	11,53%	12,79%	11,27%	10,73%	27,69%	22,41%
Índice Russell 2000	9.93	9.48	8.91	8.53	24.31	24.90

Los rendimientos reflejan las ganancias de capital y los dividendos reinvertidos, pero no la deducción de los impuestos que un inversor pagaría por las distribuciones o los rescates de acciones. Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor del capital de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del fondo puede ser superior o inferior al rendimiento cotizado. Los datos de rendimiento actualizados al final del mes más reciente se pueden obtener visitando longleafpartners.com.

El índice de gastos totales para el Longleaf Small-Cap Fund 0.92%. El índice de gastos está sujeto a una exención de la tarifa en la medida en que los gastos operativos anuales normales del Fondo superen el 1,5 % de los activos netos anuales promedio.

La mayor participación de Small-Cap, el productor de cemento Texas Industries (TXI), impulsó gran parte de la rentabilidad del Fondo en el trimestre, ganando un 30 % después de que Martin Marietta (el segundo productor estadounidense de agregados para la construcción) anunciara un acuerdo de acciones para adquirir TXI. Las acciones de ambas empresas subieron tras el anuncio y vendimos nuestra pequeña participación en Martin Marietta para gestionar nuestra exposición combinada. Se espera que el acuerdo se cierre en el segundo trimestre.

Level 3 Communications se apreció un 18% en el trimestre. Los sólidos resultados de esta empresa de fibra y redes superaron las expectativas en gran parte debido al crecimiento en el negocio empresarial, y la gerencia emitió una guía más alta para 2014. Durante el último año desde que Jeff Storey se convirtió en director ejecutivo, las acciones aumentaron un 93 %, lo que refleja la expansión de los márgenes operativos y la mejora del balance. El nivel 3 ahora es un flujo de efectivo positivo con un aumento del valor. La acción sigue siendo una de las más rebajadas de la cartera, incluso después de la importante subida desde el nombramiento de Storey.

Fairfax Financial, la aseguradora de propiedad/accidentes, subió un 11% en el trimestre. Andy Barnard ha gestionado con éxito las operaciones de seguros con una sólida suscripción e integración de adquisiciones realizadas en años anteriores. Un bajo número de catástrofes también ayudó a los resultados recientes. Los rendimientos de inversión del CEO Prem Watsa se han visto frenados por altas coberturas de efectivo y acciones durante el último año, pero ha tenido un buen comienzo este trimestre.

Graham Holdings (el renombrado Washington Post) ganó un 7%. El director ejecutivo, Donald Graham, siguió aumentando el valor por acción de la empresa. En el trimestre, llegó a un acuerdo para intercambiar una combinación de una estación de televisión con sede en Miami, acciones de Berkshire que actualmente posee Graham Holdings y efectivo por aproximadamente 1,6 millones de acciones de Graham Holdings que actualmente posee Berkshire Hathaway. Graham Holdings obtiene el beneficio tanto de recomprar sus acciones infravaloradas como de vender la estación con eficiencia fiscal. La dirección también siguió avanzando en la transformación del negocio educativo de Kaplan.

La empresa de medios Scripps Networks fue el principal detractor en el trimestre, con una caída del 12%. Las acciones se vendieron en enero después de que los rumores sobre un acuerdo con Discovery no se materializaran. Nuestra valoración creció, sin embargo, con una guía de 2014 más sólida de lo esperado y recompras de acciones infravaloradas adicionales. Los activos de alta calidad de la empresa (incluidos HGTV, DIY Network, Food Network, Cooking Channel y Travel Channel) tienen un precio atractivo, ya sea que la empresa permanezca independiente o se convierta en parte de un proveedor de contenido más grande.

Vail Resorts, propietaria de estaciones de esquí de EE. UU., bajó un 7% en el trimestre. Vail rebajó la guía de ganancias para el año en gran parte debido a la sequía en sus tres centros turísticos del área de Lake Tahoe. Por el contrario, la empresa informó aumentos impresionantes de visitantes en sus ubicaciones de Colorado. Nuestra valoración de la empresa creció durante el trimestre.

El continuo aumento de los precios de las acciones generó más ventas y recortes que compras en el Fondo. No encontramos ningún negocio nuevo que cumpliera con nuestro descuento requerido para la tasación.

Salimos de tres posiciones: Legg Mason, Wendy's y el mencionado Martin Marietta. En los catorce meses que tuvimos al administrador de activos Legg Mason, las acciones rindieron un 81%.

La empresa aumentó los activos bajo administración con una fuerte apreciación del mercado y experimentó flujos mejorados, mientras que la administración recompró una cantidad significativa de acciones cuando se descontaron. Compramos Wendy's en 2006 y nuestra rentabilidad fue del 45%. Después de que terminó la combinación decepcionante con Arby's, la compañía contrató a Emil Brolick, quien trabajó con éxito con los franquiciados en la introducción de innovaciones en el menú y la revitalización de las tiendas. También vendió tiendas propiedad de la empresa, liberando capital y mejorando el flujo de caja libre.

Tras estas ventas, la posición de efectivo del Fondo era del 37% al final del trimestre. El P/V (relación precio-valor) estaba a mediados de los 80%. El nivel de efectivo sigue siendo más alto de lo que preferimos, pero como antes hemos tenido pocas oportunidades nuevas, continuaremos ejerciendo paciencia y disciplina hasta que encontremos empresas calificadas.

Nos complace anunciar que a partir del 1 de mayo Prospecto de Longleaf Partners Funds, el analista sénior Ross Glotzbach se unirá a Mason and Staley como coadministrador de Longleaf Partners Small-Cap Fund. Ross celebra su décimo aniversario en Southeastern este año y se ha convertido en un miembro cada vez más valioso del equipo de investigación. Convertirse en cogestor de cartera de Small-Cap no cambiará el enfoque diario de Ross en la búsqueda y seguimiento de inversiones, pero este nuevo cargo reconoce su inmensa contribución colectiva, en particular a los sólidos rendimientos de Small-Cap en los últimos años.

Antes de invertir en cualquier Fondo Longleaf Partners, debe considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo. Para obtener un Prospecto actual y un Prospecto resumido, que contienen esta y otra información importante, visite longleafpartners.com. Lea detenidamente el Folleto y el Folleto resumido antes de invertir.

RIESGOS

El Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners está sujeto al riesgo del mercado de valores, lo que significa que las acciones del Fondo pueden fluctuar en respuesta a la evolución de las empresas individuales o debido a las condiciones económicas y del mercado general. Además, debido a que el Fondo generalmente invierte en 15 a 25 empresas, el valor de las acciones podría fluctuar más que si se mantuviera una mayor cantidad de valores. Las acciones de las empresas más pequeñas pueden ser más volátiles con menos recursos financieros que las de las empresas más grandes.

El índice Russell 2000 mide el rendimiento de las 2000 empresas más pequeñas del índice Russell 3000, que representa aproximadamente el 10 % de la capitalización de mercado total del índice Russell 3000. No se puede invertir directamente en un índice.

P/V ("precio a valor") es un cálculo que compara los precios de las acciones en una cartera con la evaluación de Southeastern de sus valores intrínsecos. La relación representa un punto de datos único sobre un Fondo y no debe interpretarse como algo más. P/V no garantiza resultados futuros, y advertimos a los inversionistas que no le den un peso indebido a este cálculo.

Al 31 de marzo de 2014, las 10 posiciones principales en Longleaf Partners Small-Cap Fund - Texas Industries (15,6 %), Level 3 (7,9 %), Graham Holdings (7,0 %), Everest Re (5,2 %), Empire State Realty Trust (4,3 %), Vail Resorts (4,0 %), tw telecom (3,9 %), Fairfax (3,7 %), Scripps Networks (3,6 %), Hopewell (3,6 %). Las tenencias están sujetas a cambios y las conversaciones sobre tenencias no son recomendaciones para comprar o vender ningún valor.

Las tenencias actuales y futuras están sujetas a riesgo.

Fondos distribuidos por Rafferty Capital Markets, LLC. A partir del 1 de mayo de 2014, los Fondos distribuidos por ALPS Distributors, Inc.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners obtuvo un rendimiento absoluto sólido durante el cuarto trimestre y el año, con un avance del 5,7 % y del 30,5 %, respectivamente, y superó con creces nuestra meta anual absoluta de inflación más el 10 %. A pesar de los sólidos resultados absolutos, nuestro nivel de efectivo superior al normal hizo que el Fondo quedara rezagado con respecto al índice Russell 2000, que rindió un 8,7 % en el cuarto trimestre y un 38,8 % en el año. El Fondo superó constantemente al Índice durante todos los períodos de tiempo más largos y casi duplicó nuestro objetivo absoluto en los últimos cinco años.

Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2013

	Desde el inicio	20 años	15 años	diez años	cinco años	un año	4T
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1371,59%	970,43%	358,26%	167,41%	198,20%	30,45%	5,65%
Índice Russell 2000	963.63	489,14	236,29	138,31	149.69	38.82	8.72

Consulte la página 12 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Texas Industries (TXI) lideró el desempeño del Fondo durante el año con la combinación de una ganancia del 35% y una posición sobreponderada. Este productor de cemento registró mejores resultados a medida que la economía de Texas ganó fuerza, impulsando mayores volúmenes y precios.

La empresa inauguró su nueva planta Hunter 2, que también ayudó a generar mayores ingresos. TXI tendrá capacidad adicional disponible en Texas en 2014 y tiene ventajas cuando cambie la demanda de California.

Graham Holdings (el renombrado Washington Post) ganó un 82% en el año después de un aumento del 9% en el cuarto trimestre. La compañía vendió The Washington Post con una prima sobre nuestra tasación en el tercer trimestre, lo que demuestra el compromiso de la familia Graham con el valor para los accionistas y destaca los activos restantes de educación y medios de la compañía. La reducción de costos en la unidad de educación superior de Kaplan y los aumentos de precios en Cable One mejoraron la rentabilidad durante todo el año. En el cuarto trimestre, la compañía anunció la venta del edificio de su sede a un precio atractivo.

Wendy's obtuvo ganancias sustanciales durante el año, con una apreciación del 91 %. La empresa vendió tiendas propiedad de la empresa, liberando capital y flujo de caja. Además, la gerencia introdujo con éxito innovaciones en el menú y comenzó a ver los resultados de la revitalización de las tiendas. A medida que la acción subió más cerca de nuestra valoración, redujimos la posición.

Level 3 Communications fue el mayor contribuyente en el cuarto trimestre, agregando un 24 % e impulsando las ganancias de 2013 a un 43 %. La compañía reportó sólidos resultados tras el nombramiento de Jeff Storey como director general en abril. El crecimiento de los ingresos y las significativas reducciones de costos mejoraron los márgenes. La compañía también refinanció \$2.6 mil millones en deuda. Las grandes empresas basadas en Internet que buscan controlar las conexiones de sus clientes destacaron el valor de la fibra oscura de Level 3, que no se refleja en los ingresos. A medida que la administración continúa ejecutando, el crecimiento del valor debe ser significativo. Los ingresos crecientes beneficiarán especialmente a Level 3 debido a su base de activos de costo fijo, gastos de capital de mantenimiento inferiores al promedio y responsabilidad fiscal mínima.

El administrador de activos globales Legg Mason ganó un 31% en el cuarto trimestre y un 71% en el año. La empresa experimentó flujos mejorados y aumentó los activos bajo administración con una fuerte apreciación del mercado. Legg Mason también recompró una cantidad significativa de acciones durante el año.

Compramos Empire State Realty Trust en el cuarto trimestre y pronto se convirtió en un gran contribuyente, con un aumento del 18 %. La compañía tiene una sólida cartera de edificios de oficinas ubicados principalmente en Manhattan, siendo el Empire State Building su propiedad insignia. El edificio es una de varias propiedades que están preparadas para aumentar la ocupación y los alquileres en los próximos años. director ejecutivo Tony Malkin y

su familia son propietarios importantes que se enfocan en generar valor por acción.

Comenzamos a comprar Nuance Communications, una empresa de software de imagen y voz, en el cuarto trimestre, pero vendimos nuestra pequeña posición después de que la empresa reportara resultados trimestrales decepcionantes con ingresos y márgenes más bajos de lo que habíamos anticipado. La caída del 15% del nombre lo convirtió en el principal detractor en el trimestre y una de las dos únicas participaciones que cayeron en el año. La compañía de exploración de petróleo y gas Quicksilver, que vendimos en el tercer trimestre, fue el otro detractor en 2013. La incertidumbre sobre cómo ya qué precio Quicksilver monetizaría sus activos que no generan flujo de efectivo alteró nuestra visión del potencial de la compañía.

Durante 2013, la fuerte subida de los precios de las acciones dio lugar a más ventas y recortes en el Fondo que compras. Compramos cinco nuevas posiciones y vendimos nueve participaciones. Iniciamos una posición en Hopewell Holdings y OCI NV en el tercer trimestre y, como se mencionó anteriormente, compramos Empire State Realty Trust y Nuance en el cuarto trimestre, así como Rayonier.

La mayoría de las ventas fueron el resultado de precios de acciones que se acercaron a nuestros valores de tasación, incluidos Willis y Potlatch en el primer trimestre, Lamar Advertising y Madison Square Garden en el segundo trimestre, y Saks, Service Corp. y Tribune en el tercer trimestre.

La combinación de transacciones resultó en un nivel de caja del 35% al cierre del año. Como grandes propietarios de Fondos, preferiríamos estar más invertidos, pero no comprometeremos nuestros criterios de descuento profundo. Nuestra investigación indica que, históricamente, mantener niveles de efectivo superiores al 15% no ha penalizado a los inversores durante los períodos posteriores de cinco y diez años en comparación con los índices. De hecho, tener efectivo ha sido un beneficio en la medida en que ha permitido comprar nombres con descuento. En el futuro, anticipamos convertir las reservas de efectivo de bajo rendimiento en oportunidades de mayor rendimiento a medida que identificamos empresas que cumplen con nuestros criterios. Mientras tanto, poseemos negocios sólidos con socios de administración capaces que están generando valor por acción. Con un P/V a mediados del 80 %, la cartera cotiza con un descuento respecto de nuestras valoraciones conservadoras.

Si bien no nos sorprenden nuestros sólidos resultados de 2013, advertimos a nuestros socios que no esperen un rendimiento anual superior al 30 % durante la próxima década. Con la liquidez que tenemos para comprar las próximas oportunidades convincentes y la calidad de nuestras tenencias actuales, tenemos confianza en nuestra capacidad para cumplir con nuestra meta de inflación superior al 10 % a largo plazo.

Somos dueños de negocios sólidos con socios de administración capaces que están generando valor por acción.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo una fuerte ganancia del 7,4 % en el tercer trimestre, pero debido al alto nivel de efectivo del fondo, quedó rezagado con respecto al índice Russell 2000, que rindió un 10,2 %. En lo que va del año (YTD), el Fondo avanzó un 23,5 %, superando con creces nuestro objetivo de rentabilidad absoluta anual de inflación más un 10 %, pero cayendo por debajo del Índice debido al lastre que el efectivo impuso a la rentabilidad. Small-Cap superó nuestro objetivo absoluto en los períodos más recientes de uno, tres y cinco años. Los resultados para períodos de tres años y más estuvieron consistentemente por encima del índice. Creemos que el Fondo puede seguir generando un rendimiento superior a largo plazo sobre el Índice, pero advertimos a los inversores que es poco probable que la sólida rentabilidad absoluta del Fondo de los últimos tres años (un promedio del 20 % anual) continúe durante los próximos tres años.

Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2013

	Ya que							3T	
	Inicio	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Un año	Hasta la fecha		
Fondo de pequeña capitalización (Inicio 21/02/89)	1292,94 %	972,76 %	396,50 %	189,95 %	102,63 %	27,82 %	23,48 %	7,44 %	
Índice Russell 2000	878.31	455.92	259.77	151.03		69.68	30,06	27,69	10,21

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Wendy's rindió un 47 % en el trimestre y un 85 % hasta la fecha, lo que lo convierte en uno de los principales contribuyentes al rendimiento en ambos períodos. Las operaciones continuaron beneficiándose del programa de innovación de menús y revitalización de tiendas de la nueva administración. La compañía también anunció un plan para vender más tiendas propiedad de la compañía para generar mayores retornos sobre el capital, mejorar la calidad y la previsibilidad de las ganancias y aumentar los retornos para los accionistas. The Washington Post Company, una empresa diversificada de educación y medios, tuvo otro desempeño sólido tanto en el tercer trimestre como en el YTD. La inversión rindió 26% y 67% en los respectivos períodos.

En el trimestre, la gerencia vendió el periódico insignia Washington Post por un precio superior a nuestra tasación. Además, la reducción de costos en Kaplan Education y los aumentos de precios en Cable One mejoraron los márgenes y la rentabilidad durante todo el año. Como propietarios-operadores, la familia Graham ha creado valor por acción a largo plazo y las acciones han comenzado a reflejar su trabajo. El nivel 3 contribuyó significativamente en el tercer trimestre, ganando un 26 %. Desde que asumió el cargo de director general en abril, Jeff Storey ha implementado los pasos necesarios para hacer crecer los ingresos brutos y aumentar el flujo de efectivo al reducir los costos y concentrarse en

clientes empresariales de mayor margen. Incluso con las significativas ganancias recientes, la acción sigue estando entre las más rebajadas. La mayor participación del Fondo, el productor de cemento Texas Industries, siguió siendo el principal contribuyente para YTD con una ganancia del 30%. Una economía sólida en Texas ha resultado en aumentos de volumen y precios.

Aunque el avance del mercado ha hecho que sea difícil encontrar ideas calificativas, pudimos iniciar dos posiciones al final del trimestre, OCI y Hopewell. Ambos tienen su sede fuera de los EE. UU., donde generalmente encontramos más oportunidades.

Vendimos cuatro posiciones. La compañía de exploración de petróleo y gas Quicksilver fue el mayor detractor del rendimiento del año hasta la fecha, con una caída del 32%. Como señalamos en un comentario anterior, varios desafíos pesaron sobre el precio de las acciones de la compañía, incluidos los bajos precios del gas natural y la incapacidad de la compañía para refinanciar toda su deuda. La incertidumbre sobre cómo ya qué precio Quicksilver monetizará sus activos que no generan flujo de efectivo cambió nuestra visión de las perspectivas de la empresa y vendimos las acciones. Vendimos Saks con la noticia de que el minorista canadiense Hudson's Bay compraría la compañía a \$16 por acción. Nosotros

compró Saks en 2011 por un costo promedio de \$9 y recortó la posición a medida que crecía. Nuestro rendimiento en acciones fue del 85%, mientras que los bonos convertibles que poseíamos obtuvieron un rendimiento del 54%. Vendimos Service Corp, la compañía de servicios de funerarias más grande del país, una participación a largo plazo desde 2005. El director ejecutivo Tom Ryan y su equipo aumentaron el valor a través de excelentes operaciones, especialmente en medio de los difíciles vientos en contra de tasas de mortalidad más bajas y preferencias cambiantes por cremaciones de ingresos más bajos que entierros. La adquisición planificada de Stewart empujó el precio de las acciones a nuestra evaluación. Obtuvimos el 172% de la inversión durante los ocho años que la tuvimos. También vendimos la empresa de medios Tribune, cuya deuda bancaria compramos hace un año antes de que la empresa saliera de la bancarrota y nuestra propiedad se convirtiera en efectivo y acciones. Como la empresa anunció una adquisición bien recibida y un plan para escindir sus operaciones editoriales, las acciones se acercaron rápidamente a nuestra valoración, generando más del 75 % durante nuestro breve período de tenencia.

La solidez del mercado, particularmente entre las empresas más pequeñas, ha significado que numerosas acciones se hayan acercado a nuestras valoraciones, lo que provocó más ventas de cartera de lo normal y un mayor desafío para encontrar negocios que cumplan con nuestros criterios de descuento. Como resultado, el P/V del Fondo terminó el tercer trimestre en el 80% bajo, y el nivel de efectivo se situó en el 45%. Seguimos confiando en que identificaremos y agregaremos nuevas empresas que cumplan con nuestros criterios con el tiempo. Sin embargo, seremos pacientes y nos apegaremos a nuestra disciplina comprobada, que nos ha guiado con éxito durante casi 40 años. Con el alto nivel de efectivo del Fondo y la escasa oportunidad establecida, nuestros socios deben tener en cuenta que si tienen necesidades de capital actuales, parecería un buen momento para retirar dinero del Fondo de pequeña capitalización en la medida en que hacerlo no genere un impuesto. responsabilidad.

Las acciones se acercaron más a nuestras valoraciones, lo que provocó más ventas de cartera de lo normal y un mayor desafío para encontrar negocios que cumplan con nuestros criterios de descuento.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners produjo una ganancia del 2,5 % en el segundo trimestre, pero quedó rezagado con respecto a su índice de referencia, el índice Russell 2000, que rindió un 3,1 %. En lo que va del año (YTD), el Fondo rindió un 14,9 %, frente al 15,9 % del Índice. El Fondo superó al Russell 2000 durante todos los períodos de tiempo más largos.

Rendimientos acumulados al 30 de junio de 2013

	Desde el inicio	20 años	Diez años	Cinco años	Un año	el último año	2T
Pequeña capitalización (Inception 21/02/89)	1196,45%	921,41%	181,90%	66,25%	24,88%	14,92%	2,53%
Índice Russell 2000	787.68	448.53	148.45	52.25	24.21	15.86	3.08

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Saks, que compramos en la caída del mercado en 2011, ganó un 19 % en el segundo trimestre y un 30 % en la primera mitad del año, lo que lo convierte en el mayor contribuyente del trimestre y el segundo más grande hasta la fecha. Aunque los compradores de alto nivel del minorista de lujo son sensibles a las grandes caídas del mercado de valores, son menos vulnerables a los desafíos del alto desempleo y el crecimiento económico más lento que afectan a la mayoría de los consumidores.

Durante el segundo trimestre, el precio de Saks subió considerablemente ante la noticia de que la empresa había contratado a Goldman Sachs para explorar alternativas estratégicas, incluida la venta de la empresa. Además, la inversión en renovación de tiendas y el negocio de retail online comenzaron a dar resultados positivos.

La participación más grande del Fondo, Texas Industries, continuó contribuyendo significativamente al rendimiento y es el mayor contribuyente hasta la fecha con una ganancia del 28%. La empresa de cemento y agregados con sede en Dallas ha tenido un gran crecimiento de volumen y mejores precios en Texas, con una demanda que supera la capacidad en algunos mercados locales. Como mencionamos en el primer trimestre, la compañía está incorporando capacidad adicional para capturar la demanda incremental y tiene un potencial de crecimiento adicional cuando una recuperación en California genera ganancias adicionales.

La posición del Fondo en Quicksilver disminuyó un 19 % durante el segundo trimestre y un 33 % durante los primeros seis meses del año, lo que la convierte en el mayor detractor de ambos períodos. La compañía de exploración de petróleo y gas tuvo noticias positivas de que cerró un acuerdo para vender el 25% de sus activos de Barnett Shale a Tokyo Gas a un precio que está en línea con nuestro

evaluación. Sin embargo, varios desafíos pesaron sobre las acciones, incluido el hecho de no poder refinanciar toda la deuda de la compañía y los precios de los líquidos de gas natural persistentemente débiles.

Vendimos dos posiciones. El precio de las acciones de Madison Square Garden se acercó a nuestra evaluación, lo que ayudó a que fuera un gran contribuyente en lo que va del año. Hicimos el 114% de la inversión durante los dos años que la mantuvimos. La renovación multianual del estadio de la compañía ha sido un éxito y el mayor valor de los derechos televisivos de los Knicks y los Rangers se hizo más claro.

También vendimos Lamar Advertising cuando alcanzó nuestra tasación. Compramos Lamar en 2011 a un costo promedio de \$26, recortamos la posición a medida que crecía y la vendimos por completo en el segundo trimestre a un precio promedio de \$48 por acción. Las sólidas posiciones de publicidad exterior de Lamar en sus mercados ayudaron al crecimiento de los ingresos a medida que la economía se recuperaba.

El control de costos efectivo de la gerencia y la decisión de explorar la conversión a un REIT también provocó el movimiento de valor de las acciones.

La fortaleza en el segmento de pequeña capitalización del mercado durante los últimos trimestres ha resultado en una escasez de compañías en cubierta que cumplan con nuestros requisitos de descuento. En consecuencia, el P/V del Fondo finalizó el segundo trimestre a mediados de los 80%. Tras las ventas y recortes de la cartera, el efectivo subió hasta el 40%, recordando los niveles alcanzados brevemente en 2005 y 1997, y provocó el bajo rendimiento relativo del Fondo en el trimestre.

En la medida en que nuestros socios inversores tengan necesidades de gasto o reequilibrio, creemos que es un momento oportuno para utilizar el Small-Cap Fund como

fuelle de fondos. Confiamos en que con el tiempo
identificaremos negocios que cumplan con nuestros criterios,
ya sea a través de la volatilidad general del mercado o de
oportunidades de empresas individuales. Mientras tanto,
nuestros socios administrativos están tomando medidas para
construir valores corporativos y obtener reconocimiento de
valor.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund produjo rendimientos absolutos muy por encima de nuestro objetivo de rendimiento anual absoluto de inflación más 10 % en el primer trimestre y durante el último año, aumentando 12,1 % y 25,4 % respectivamente. A largo plazo, el Fondo también superó al índice Russell 2000, lo que incluye más del doble de los rendimientos acumulados del índice de referencia durante los períodos de 15 y 20 años. Desde la crisis financiera de 2008 y el punto más bajo del Fondo en marzo de 2009, Small-Cap ha ganado un 250,8% frente al 193,3% del Índice.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2013

	Desde el inicio 21/02/89	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Ya que 3/9/09	Un año 1T
Fondo de pequeña capitalización	1164,43%	932,34%	294,83%	247,80%	62,61%	250,77%	25,40%
Índice Russell 2000	761.12	443.78	141.09	197.48	48.55	193.25	16.30
						12.39	

Consulte la página 12 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Casi todos los nombres en la cartera subieron durante el trimestre y varias acciones ganaron más del 20%. Texas Industries, la posición más grande del Fondo, agregó un 24% y nuestra tasación también creció.

El precio del cemento ha sido sólido en el principal mercado de la compañía, Texas, y la demanda está comenzando a crecer con el gasto en infraestructura y la construcción residencial después de varios años de baja capacidad de utilización. La compañía está trabajando para llevar su nueva planta de cemento a plena capacidad para ayudar a satisfacer la demanda y tiene una ventaja adicional cuando la recuperación de California genera ganancias de esa planta. El Madison Square Garden rindió un 30 % en los últimos tres meses, y su fuerte impulso durante el último año hizo que su precio se acercara a nuestra valoración. Comenzamos a vender la posición a fines del trimestre y completamos nuestra salida a principios de abril. A medida que la importante renovación del estadio se acerca a su finalización a tiempo y dentro del presupuesto, la compañía está aumentando los precios de las entradas con éxito. Mientras tanto, los derechos televisivos de los Knicks y los Rangers se han vuelto cada vez más valiosos. Lamar, la empresa de publicidad en carteleras, ganó un 25% ya que los resultados superaron las expectativas y mejoró la orientación.

La conversión a un REIT sigue en marcha.

Washington Post agregó un 22 % con un desarrollo de margen alentador en su negocio de educación superior Kaplan y un crecimiento de los ingresos en Kaplan International. La empresa ha anunciado la venta de varios activos más pequeños y, según se informa, está interesada en vender el edificio de su sede.

Legg Mason subió un 26 % tras el nombramiento del nuevo director ejecutivo Joe Sullivan, así como una fuerte actividad de recompra de acciones.

Tres de las posiciones del Fondo disminuyeron en el trimestre. Level(3) cayó un 12%. Aunque la empresa logró su objetivo de un crecimiento de ventas secuencial del 2 %, los costos adicionales redujeron los ingresos operativos en comparación con las expectativas. La gerencia redujo la guía de EBITDA en consecuencia. Dada nuestra decepción en los últimos años por los resultados de Level(3), trabajamos en cooperación con la empresa para agregar a Peter van Oppen a la junta, y su nombramiento se hizo efectivo durante el trimestre.

Peter es dueño de una firma de inversión privada enfocada en tecnología y telecomunicaciones y tiene conocimiento específico tanto de negocios de larga distancia como empresariales. Además, su formación financiera y su experiencia en múltiples directorios aportarán disciplina adicional. A mediados de marzo, Jim Crowe anunció su plan de renunciar y, a mediados de abril, el director de operaciones, Jeff Storey, fue nombrado nuevo director ejecutivo. La sólida junta directiva, combinada con la experiencia y el enfoque operativo de Jeff, nos hace optimistas sobre el valor de los activos de esta empresa que se reconocerán con el tiempo. Nuestro otro holding de redes de fibra, tw telecom, también invirtió en crecimiento durante el trimestre, evitando que los márgenes crecieran. La acción bajó un 1%. Nuestra inversión en Quicksilver, la empresa de exploración y producción de petróleo y gas, disminuyó un 17 %. Canadá negó la solicitud de Transcanada

para construir un segundo oleoducto que se conecte a la cuenca del río Horn, dejando a Quicksilver con una sola ruta para su producción pero dando a la empresa más flexibilidad con su asignación de capital. La compañía redujo sus números de reserva basándose en el precio promedio del gas de los últimos doce meses de menos de \$3/mcf. Dados los precios más altos de la gasolina más recientes, este ajuste contable debería corregirse en el futuro. El último día del trimestre, la compañía anunció que Tokyo Gas comprará el 25% de sus activos de Barnett Shale a un precio en línea con nuestra tasación para este play.

*... los precios de las acciones
subieron más rápido de lo que
crecieron nuestras valoraciones ...*

Durante el trimestre, los precios de las acciones aumentaron más rápido de lo que crecieron nuestras valoraciones, lo que resultó en una serie de recortes de posición, así como dos ventas completas además del Madison Square Garden mencionado anteriormente. Potlatch, la empresa maderera, se acercó a nuestra evaluación ya que la recuperación de la vivienda ayudó a subir los precios de la madera. Willis, el corredor de seguros, también se acercó a nuestra evaluación.

La solidez general de las acciones de menor capitalización durante el último año ha dejado pocos nombres cerca de nuestro descuento obligatorio. En consecuencia, el efectivo aumentó al 27% de la cartera y el P/V del Fondo alcanzó el bajo 80%. Estos niveles recuerdan cuando cerramos el Fondo en 1997, y en los más de 15 años desde entonces, el Fondo ha generado sólidas rentabilidades acumuladas de más del doble del Índice. Seguimos confiando en que encontraremos calificadores adicionales a tiempo, ya sea a través de la volatilidad general del mercado o decepciones de empresas individuales. Mientras tanto, creemos que las 18 empresas que poseemos aumentarán sus valores. El aumento de las tasas de interés ofrecería una mayor ventaja para varias participaciones, y varias empresas podrían tener catalizadores a corto plazo para el reconocimiento del valor.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund entregó sólidos resultados absolutos y relativos tanto para el año como para el cuarto trimestre. El Fondo superó con creces nuestra meta anual de inflación más el 10 %, ganando un 23,0 % en 2012 frente al 16,4 % del Russell 2000, y avanzó un 3,5 % en los últimos tres meses del año frente al 1,9 % del índice. Durante los cuatro años transcurridos desde la crisis financiera de 2008, el Fondo se ha más que duplicado, con una rentabilidad del 128,6 %. Durante periodos a más largo plazo, el Fondo también ha obtenido buenos resultados.

Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2012

	Desde el inicio	Diez años	Cuatro años	Un año	4T
Fondo de pequeña capitalización (inicio 21/02/89)	1028.10%	194,89%	128,60%	22,96%	3,52%
Índice Russell 2000	666.18	152.79	79.86	16.35	1.85

Consulte la página 12 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

A lo largo del año, la mayoría de los valores contribuyeron positivamente a la rentabilidad, especialmente aquellas acciones que sufrieron más cuando los temores macroeconómicos sobre la suspensión de pagos de EE. La participación más grande del fondo impulsó una parte sustancial de los resultados, aumentando un 25 % en el cuarto trimestre y un 66 % en el año. Con la vivienda estadounidense comenzando a recuperarse, Barron's describió sucintamente el caso de Texas Industries. "Con bastiones en Texas y California, los dos mercados de cemento más grandes del país, [TXI] ha estado recortando costos y mejorando el flujo de caja mediante la modernización de plantas y el aumento de capacidad. Al mismo tiempo, los volúmenes de cemento han comenzado a aumentar y los precios se han afirmado, particularmente en Texas". ("Construyendo sobre el rebote entusiasta de la vivienda" 22 de octubre de 2012)

El artículo también citaba la subvaluación de la empresa basada tanto en las ventas recientes de la planta de cemento como en el costo de reposición. Martin Marietta, la empresa de agregados, también se benefició de las mismas tendencias positivas de la industria, aumentando 14% en el trimestre y 27% en el año. Ambas empresas sirven como ejemplos de la importancia de anclar nuestras inversiones a valoraciones conservadoras en lugar de la opinión del mercado, y los beneficios de un horizonte a largo plazo. No sabíamos cuándo cambiaría la inversión en infraestructura, viviendas y edificios comerciales, pero estábamos seguros de que, en cinco años, las ventas y los precios de las unidades de nuestras empresas

mejorar. Esa visión a largo plazo dio sus frutos durante los siguientes doce meses.

Numerosas otras inversiones tuvieron un buen trimestre y año. DineEquity, que agregó un 20 % en los últimos tres meses y un 59 % en el año, completó su plan a largo plazo para convertirse a un modelo de tarifa de franquicia en Applebee's. A medida que la gerencia vendió el último bloque de tiendas y redujo la deuda, el precio subió y recortamos nuestra posición. Durante el año, el Madison Square Garden ganó un 55% con un 10% en el cuarto trimestre. Escalamos la posición. La renovación multianual de la arena de la compañía continuó a tiempo y dentro del presupuesto, y las secciones completadas lograron precios de boletos más altos. Las tarifas de afiliado más altas tanto en MSG como en otros equipos importantes del mercado han respaldado el valor de los Knicks. La división de entretenimiento aumentó los eventos durante el año y compró LA Forum para expandir sus lugares. Después de un aumento del 5% en el cuarto trimestre, Lamar ganó un 42% en 2012 y recortamos nuestra participación. En el trimestre más reciente, esta empresa de vallas publicitarias anunció una pequeña adquisición a un precio atractivo y reportó ingresos y flujo de efectivo operativo que excedieron la guía. Más importante aún, la compañía continuó reduciendo la deuda y el costo de los intereses durante todo el año, y el plan para convertirse en un REIT está progresando. El otro gran contribuyente a la rentabilidad de 2012 fue Dillard's, que vendimos en el segundo trimestre cuando se acercó a nuestra tasación.

De los nombres que disminuyeron en la cartera durante el trimestre o el año, solo Quicksilver tuvo un impacto significativo, perdiendo un 27% en los últimos tres meses y un 53% en 2012. Los bajos precios del gas natural obstaculizaron el plan de esta compañía de exploración y producción de petróleo y gas para recaudar capital a través de empresas conjuntas en sus activos de Horn River, Barnett y el oeste de Texas y a través de una cotización en MLP. La producción disminuyó en el cuarto trimestre.

El CEO Glenn Darden es un propietario-operador que se enfoca en generar valor para sus socios accionistas a pesar de un entorno desafiante.

Compramos tres nuevos nombres durante el año: Leucadia, Tribune a través de su deuda y Legg Mason en el cuarto trimestre. Legg Mason tiene varias marcas sólidas, incluido el especialista en pequeña capitalización Royce y el administrador de bonos Western Asset, por los cuales pagamos menos de diez veces el flujo de caja libre ajustado. Comenzamos a comprar las acciones cuando el CEO renunció, sabiendo que la búsqueda de un reemplazo está siendo liderada por el gran accionista Triam Partners, y el nuevo líder debería poder aumentar significativamente los márgenes más cerca del promedio de la industria. En los últimos tres meses agregamos varias posiciones, incluidas Saks (a través de acciones y bonos convertibles), Wendy's, Everest Re y Fairfax. A principios de año vendimos Dillard's, Olympus y Markel, y en el cuarto trimestre eliminamos Leucadia después de un breve período de tenencia. La empresa se fusionó con Jeffries Group, aumentando la importancia de la banca de inversión en su valor y reduciendo la influencia del equipo de gestión con el que nos asociamos originalmente. Además de los recortes mencionados anteriormente de los mejores resultados del Fondo, también escalamos nuestras posiciones en Service Corp, tw telecom y Potlatch.

El sólido desempeño del Fondo en 2012, combinado con el recorte de algunas de nuestras posiciones, dejó el P/V en el bajo 70 % y el efectivo en 10,5 %. Creemos que las empresas que poseemos seguirán aumentando sus valores a través de operaciones sólidas y una asignación de capital astuta. Tenemos amplia liquidez para comprar varias oportunidades calificadas nuevas cuando las encontramos para mejorar aún más nuestro potencial de retorno.

Continuaremos siendo pacientes y siguiendo nuestra disciplina comprobada que nos ha guiado durante casi cuatro décadas.

*Creemos que las
empresas que
poseemos seguirán
haciendo crecer sus valores...*

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners agregó un 5,0 % en el tercer trimestre, lo que llevó el rendimiento del fondo hasta la fecha (YTD) a un sustancial 18,8 %. Durante los últimos tres meses, el Fondo obtuvo una ganancia ligeramente inferior al 5,3 % del Índice Russell 2000, pero para el YTD, el Fondo superó el aumento del 14,2 % del índice de referencia en más de 450 puntos básicos. Durante los últimos uno y tres años, Longleaf Small-Cap se ha compuesto a una tasa superior a nuestra meta anual absoluta de inflación más el 10 %. Si bien la crisis financiera de 2008 silenció los resultados absolutos a largo plazo del Fondo, el Fondo ha superado sistemáticamente al índice de referencia.

Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2012

	20 años	15 años	Diez años	Cinco años	Tres años	Un año	el último año		3T
Fondo de pequeña capitalización	981,69%	290,21%	208,68%	12,62%		58,84%	29,61%	18,79%	4,97%
Índice Russell 2000	469.34	124.02	163.47	11.57		44.24	31.91	14.23	5.25

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Durante el trimestre, la mayoría de los nombres se apreciaron. Lamar Advertising, con un aumento del 30 %, tuvo el mayor impacto en el rendimiento del Fondo y también estuvo entre los principales contribuyentes de YTD. Los resultados de los anuncios publicitarios no solo llegaron un poco antes de lo previsto, sino que nuestros socios administrativos anunciaron su intención de explorar una estructura REIT como una forma de devolver el capital a los propietarios y promover el reconocimiento del valor. Recortamos la posición a medida que aumentaba el P/V. DineEquity agregó un 25 % en el trimestre debido a que la venta de 65 Applebee's completó el cambio de la administración a un modelo de franquicia del 99 % para sus restaurantes Applebee's e IHOP. La eliminación de las tiendas propias para la venta permitió un plan de reestructuración para reducir gastos.

Varias participaciones ganaron más del 30 % YTD, lo que impulsó los sólidos resultados del Fondo. Además de Lamar, el productor de cemento Texas Industries (TXI) se recuperó después de verse penalizado por la caída del mercado macroeconómico hace un año. Además de una perspectiva general mejorada para el gasto en vivienda e infraestructura de EE. UU., el principal mercado de TXI, Texas, ha experimentado un repunte económico más rápido. Mayores precios de cemento y menores costos se sumaron a los resultados. La expansión de la nueva planta de la empresa debería estar completamente operativa en la primavera de 2013 para absorber la creciente demanda. Dado el gran descuento de la acción de hace un año, sigue estando significativamente infravalorada y es la participación más grande del Fondo. En el Madison Square Garden, los ingresos de los tres segmentos aumentaron. El grupo de medios disfrutó de tarifas de afiliado más altas. En los deportes, el éxito de la postemporada de los Knicks y los Rangers más la renovación del estadio parcialmente completada permitieron precios de boletos más altos. La división de entretenimiento realizó más eventos y anunció la compra de LA Forum para proporcionar otro lugar para sus producciones. Aunque redujimos las existencias,

sigue estando entre las principales posiciones del Fondo. También recortamos tw telecom, la empresa de redes de fibra, que ha ganado un 35 % hasta la fecha. Los márgenes y el EBITDA continuaron creciendo a un ritmo fuerte. Aunque vendimos el minorista Dillard's a principios de año, la apreciación de las acciones fue un factor principal que contribuyó a los resultados del Fondo en 2012.

Pocos nombres declinaron en el trimestre o YTD. Solo Quicksilver tuvo un impacto negativo notable en los rendimientos del Fondo, perdiendo un 25 % en los últimos tres meses y un 39 % este año. Los bajos precios del gas natural han sido el principal desafío. Como el flujo de efectivo de las operaciones cayó por debajo del gasto de capital, la empresa eliminó la perforación no rentable. Menos perforación ha tenido un impacto negativo en la producción a corto plazo, pero es lo correcto a largo plazo. La debilidad de los precios del gas natural licuado y del gas también retrasó la oferta de MLP de Quicksilver. La gerencia renegoció algunos de los convenios de deuda de la compañía, anunció un AMI con Shell en Colorado e introdujo la posibilidad de vender las reservas de Barnett al precio correcto. Quicksilver continúa trabajando en el cierre de empresas conjuntas en el oeste de Texas y la cuenca del río Horn en la Columbia Británica. Durante el trimestre aumentamos nuestra posición a través de los bonos, que se vendían con un descuento significativo sobre el valor.

Además de una serie de adornos, vendimos Markel. Agregamos una posición parcial en la deuda bancaria senior de Tribune, que saldrá pronto de cuatro años en quiebra. La deuda se negociaba con un gran descuento en el valor de los activos que conformarán la nueva empresa: estaciones de televisión, la red de cable WGN, participaciones de capital en varias empresas como Food Network y CareerBuilder.com, varios periódicos, incluido el LA Times y Chicago Tribune, activos inmobiliarios y efectivo.

Los principales tenedores de deuda son inversionistas probados que controlarán la junta y seleccionarán un nuevo director ejecutivo.

Basamos nuestra evaluación en el flujo de caja de cada segmento, pero muchos de los activos valen aún más para los compradores potenciales.

Dada la fortaleza del mercado, estamos encontrando pocas oportunidades. Invertiremos el 11 % del efectivo del Fondo cuando identifiquemos empresas que cumplan con nuestros criterios de "negocios, personas, precio". El P/V está en el bajo 70%, ligeramente por encima del promedio a largo plazo. Nuestra lista de nuevas inversiones en cubierta es más delgada de lo que nos gustaría. Los sólidos resultados operativos de nuestras empresas en una economía débil son un testimonio de las fortalezas competitivas de nuestros negocios y las habilidades de nuestros socios administrativos. Creemos que los valores pueden seguir aumentando sin un impulso económico, pero una recuperación más fuerte proporcionaría una ventaja sustancial.

Invertiremos el 11 % del efectivo del Fondo cuando identifiquemos empresas que cumplan con nuestros criterios de "negocios, personas, precio".

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners superó significativamente al índice Russell 2000, ganando un 3,0 % en el trimestre y un 13,2 % en lo que va del año frente al -3,5 % y el 8,5 % del índice de referencia, respectivamente. Si bien los vientos en contra más amplios del mercado en los últimos cinco años han desafiado nuestro objetivo absoluto de inflación más 10%, los rendimientos a largo plazo del Fondo que se muestran a continuación han superado los del índice de referencia.

Rendimientos acumulados al 30 de junio de 2012

	20 años	Diez años	cinco años	Tres años	Un año
Fondo de pequeña capitalización	896,49%	146,13%	9,47%	87,60%	1,28%
Índice Russell 2000	456.50	96.75	2.73	63.46	-2.08

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Varias participaciones ayudaron a los resultados del segundo trimestre y han dado lugar a una sólida rentabilidad hasta la fecha. La posición más grande del Fondo, Texas Industries, la compañía de cemento y agregados que opera en Texas y California, agregó un 11% en el trimestre y subió un 27% este año. La demanda en Texas aumentó con respecto al año pasado a pesar de que la economía de los EE. UU. sigue en recesión, pero lo que es más importante, la compañía está comenzando a ver precios más sólidos. A medida que su nueva planta en el centro de Texas entre en funcionamiento este otoño, la compañía comenzará a ver los beneficios de ingresos de una importante inversión de capital a largo plazo. A pesar de la solidez de las acciones, la empresa se vende con un gran descuento respecto a nuestra valoración, ya que muchos inversores esperan que el aumento del gasto en infraestructura y la recuperación económica de EE. UU. sean más visibles. tw telecom, que proporciona redes de comunicaciones de fibra a las empresas, agregó un 16 % en el trimestre y ha ganado un 32 % hasta la fecha. Los márgenes fueron fuertes y el EBITDA creció año tras año en 8.5%, ya una tasa anualizada más alta en el trimestre. Recortamos la posición para mantener un peso de cartera más normal. Vail Resorts, el propietario de estaciones de esquí en Colorado y Nevada, agregó un 16 % en los últimos tres meses para generar un rendimiento del 19 % en 2012. A pesar del invierno más cálido que se recuerda, los ingresos se mantuvieron razonablemente bien a pesar de que las visitas disminuyeron. En otro indicador del poder de fijación de precios de la compañía, las ventas de pases de temporada para el próximo invierno aumentaron significativamente con respecto al año pasado. Scripps Networks, propietaria de canales de cable como Food Network, HGTV y Travel Channel,

reportó un crecimiento de ingresos de dos dígitos en el trimestre y superó las expectativas para sus principales marcas. La gerencia también aprovechó el precio con descuento para recomprar acciones a una tasa anualizada del 14%. Recortamos la posición de gran tamaño. El Madison Square Garden agregó un 9 % en los últimos tres meses y se encuentra entre los de mejor desempeño del año con una ganancia del 31 %.

Durante el trimestre, solo un puñado de nombres declinaron. Lamar, la empresa de publicidad en vallas publicitarias, perdió un 12%. Con la migración de la empresa a tableros más digitales después de 2008, los resultados trimestrales se han vuelto más difíciles de predecir. La compañía estimó conservadoramente un crecimiento del 3% para el segundo trimestre frente al 4% entregado en el trimestre anterior. Además, un competidor importante, Clear Channel, dio una orientación decepcionante a corto plazo. Vemos la orientación trimestral como ruido que tiene poco que ver con el valor a largo plazo, y alentamos a la mayoría de nuestras empresas en las que invertimos a evitar proporcionar conjeturas a corto plazo. Lamar sigue estando significativamente infravalorado.

Level(3) cayó un 14 % en el trimestre, pero aumentó un 30 % en 2012. Si bien nuestra evaluación se mantuvo intacta, la debilidad de la moneda a corto plazo afectó la acción, ya que los ingresos brasileños y europeos son una parte mayor del negocio posterior a la fusión con Global Crossing. Además, el mercado penalizó en exceso el anuncio de Netflix de que comenzarán a usar más almacenamiento en caché y, por lo tanto, menos ancho de banda de nivel (3) para enviar películas. Los ingresos que Level(3) perderá de Netflix son un pequeño porcentaje de las ventas de Level(3) y tenían un margen más bajo, de modo que la ganancia

el impacto será mínimo. Con la debilidad del precio añadimos nuestra posición. Quicksilver ganó un 8 % en el trimestre, pero fue el mayor detractor de los resultados del año hasta la fecha del Fondo, con una caída del 19 % en las acciones.

Si bien el mercado sigue siendo escéptico de que la empresa monetizará algunos de sus activos en medio de la caída de los precios del gas natural, acuerdos comparables recientes en Texas y Columbia Británica hacen que nuestra evaluación de los activos de Quicksilver parezca demasiado conservadora. Creemos que la familia Darden perseguirá con éxito el reconocimiento del valor y agregamos a nuestra apuesta. Wendy's disminuyó un 5 % en el trimestre y tuvo un impacto negativo en los resultados de 2012 con una caída del 11 % en las acciones. La empresa entregó ingresos y flujo de efectivo operativo por debajo de las expectativas, principalmente debido a un lanzamiento fallido de la hamburguesa con queso "W". A más largo plazo, la empresa está implementando cambios importantes para pasar a una marca más premium en los próximos cinco años.

El historial de Emil Brolick en YUM nos da confianza de que esta migración será exitosa.

Vendimos Dillard's, que compramos en 2007, a un precio promedio de \$20,70 por acción, y las acciones cayeron a \$3 durante la crisis financiera.

A lo largo de nuestros casi cinco años de propiedad, nuestros socios administrativos y grandes propietarios de acciones, Bill y Alex Dillard, demostraron ser excelentes operadores y asignadores de capital. Continuamente superaron a sus pares en la gestión de costos, el control del inventario, el cierre de tiendas que no funcionaban y la entrega de mejores márgenes. También vendieron varias tiendas a precios atractivos y utilizaron gran parte de las ganancias más el creciente cupón en efectivo para recomprar acciones a bajo precio. En el transcurso de nuestra participación, compraron el 40% de la empresa. Como Dillard's ganó un 41% este año y superó los \$70, vendimos nuestra posición cerca de nuestra tasación. Le debemos crédito por la ganancia de más del triple de las acciones a los Dillard ya los miembros de la junta, incluido Brad Martin, quien recientemente accedió a unirse a la junta de Chesapeake.

Durante el trimestre agregamos Leucadia, que nos permite asociarnos con un equipo de administración probado que supervisa un conjunto de activos infravalorados.

El Fondo se vende a un P/V atractivo en el alto 60%, alrededor del promedio a largo plazo. Dadas las ventas del trimestre, tenemos liquidez para comprar la siguiente inversión calificada. Nuestras empresas están bien posicionadas dentro de sus

industrias y tienen la capacidad de hacer crecer materialmente sus valores prospectivos. Tenemos socios competentes y comprometidos, y nuestras conversaciones en curso incluyen discusiones sobre las opciones de asignación de capital que generarán mejor valor por acción.

Nuestras empresas están bien posicionadas dentro de sus industrias y tienen la capacidad de hacer crecer materialmente sus valores potenciales.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 9,91% en el trimestre, superando con creces nuestra tasa absoluta gol de devolución, pero no alcanzó el 12,44 % de Russell 2000, que se benefició de exposición a tecnología de la información y finanzas apalancadas que no son propiedad del Fondo. sobre la mayoría plazos más largos, el récord del Fondo superó al del Índice.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2012

	20 años	Diez años	cinco años	tres años un año		1T
Fondo de pequeña capitalización	799,43%	128,25%	9,74%	121,17%	2,02%	9,91%
Índice Russell 2000	437.07	86.81	11.12	104.37	(0.18)	12.44
Inflación + 10%	959.75	225.50	78.12	42.61	12.63	n/A

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Dillard's, que fue el principal contribuyente del Fondo el año pasado, ganó un 41% en el primer trimestre. los la compañía reportó sólidos resultados en el cuarto trimestre en relación con sus pares, manteniendo los márgenes brutos planos y creando expectativas para un 2012 más fuerte. La gerencia continuó con un fuerte ritmo de recompra. El nivel 3 agregó 51%. Resultados en el primer trimestre desde la fusión de la empresa con Global Crossing indicó que el crecimiento del EBITDA en 2012 debería sé fuerte.

Varias otras acciones continuaron recuperándose de sus mínimos en el tercer trimestre de 2011. Lamar, al alza 18% en el trimestre, inició el año con una oferta de deuda suscrita en exceso que redujo su gasto por intereses y vencimientos extendidos. Nuestro tasación creció siguiendo el sólido resultados en el cuarto trimestre y la gestión confianza en la expansión de tableros digitales tan rápido como sea posible. El Madison Square Garden ganó un 19% y aumentó su valor. Resultados alentadores incluidos ganancias del Radio City Christmas Spectacular y menores gastos para el segmento de medios dado la temporada retrasada de la NBA más baja costos de programación en Fuse. Los precios recientemente pagó por los Dodgers y ofertas de televisión local para varios equipos de gran mercado como los Lakers señalar la importancia de los derechos de televisión local, especialmente a equipos de gran mercado como el Knicks y los Rangers. Un general mejorado perspectiva económica combinada con mayor Las ventas año tras año en Texas Industries impulsaron el stock hasta un 14% en el trimestre. La finalización de su planta de cemento central de Texas este otoño permitirá

la empresa para generar ingresos adicionales y liberar flujo de caja.

Algunas acciones afectaron negativamente el rendimiento en el primer trimestre. Quicksilver cayó un 25% y ha pesó en los resultados de Small-Cap desde que el gas natural los precios comenzaron su pronunciada caída en el cuarto trimestre. La compañía reportó un poco más bajo producción y reservas de fin de año de lo esperado. El retraso de un mes en la presentación de 10k creó dudas que han sido desestimadas en el mes de abril presentación. El retraso hizo retroceder a la empresa oferta MLP planificada que monetizará parte de su activo de Barnett y retirar la deuda de Quicksilver. Mientras tanto, la familia Darden, que ha construido valor para los propietarios a largo plazo, reportado como bueno noticias sobre el yacimiento petrolero Colorado de Quicksilver y comenzó discusiones para entrar en JVs para activos en Canadá y el oeste de Texas. El mercado sigue escéptico que cualquiera de los eventos anteriores ocurrirá. los la industria de seguros sufrió una menor inversión rendimientos y el segundo peor año de la historia para catástrofes aseguradas. Fairfax perdió un 4% como Las catástrofes del último cuarto duelen resultados de aseguramiento. El valor contable también disminuyó reflejando los desafíos de inversión dual de ser 100% cubierto en un mercado bursátil en alza y teniendo varias inversiones subyacentes débiles. El primero trimestre de 2012 probablemente sufrirá de la misma dinámica. A pesar de estos desafíos recientes, Prem Watsa sigue siendo uno de los más hábiles a largo plazo inversores que conocemos, y nos estamos asociando con él a un P/V atractivo de menos del 70%. willis, el corredor de seguros, cayó un 9%. La compañía

reportó márgenes más bajos luego de una disminución de los ingresos en América del Norte, donde parte de la fuerza de ventas se fue debido a que las adquisiciones anteriores no competían. Wendy's retrocedió un 6 % cuando la empresa indicó que gastaría su flujo de caja en remodelaciones de tiendas durante los próximos 3 a 5 años para mejorar su posición competitiva.

La compañía también restó importancia a las expectativas a corto plazo del lanzamiento del desayuno y la expansión internacional.

La alineación de inversiones del Fondo se mantuvo igual durante el trimestre ya que no se agregaron nuevos nombres ni se eliminó ninguno. Seis de las siete participaciones que recortamos, incluidas Dillard's y Lamar, reflejaron una nueva ponderación después de que la apreciación de los precios durante los últimos seis meses impulsara los P/V al alza. Comenzamos a vender Olympus y completamos la venta en abril. Con posterioridad a nuestro Informe Anual, en el que evaluamos este error de inversión así como la evolución de la empresa, trabajamos para identificar y proponer

candidatos independientes a la junta que protegerían el valor del negocio médico e inculcarían los estándares occidentales de gobierno corporativo. Decidimos vender en marzo cuando el anuncio del nuevo presidente y los nominados a la junta indicaron que los intereses de los accionistas no serían necesariamente el enfoque principal una vez que se eligiera el nuevo liderazgo en abril. Los directores "independientes" fueron ponderados hacia los acreedores con el Presidente afiliado al mayor acreedor de Olympus. Aferrarnos a Olympus para perseguir nuestros intereses después de las revelaciones iniciales de fraude resultó ser una buena decisión a corto plazo, ya que nuestro precio de venta promedio fue un 300 % más alto que el mínimo de \$424 en noviembre de 2011. Durante todo nuestro período de tenencia, esta inversión tuvo un pequeño impacto positivo retorno por el cual pagamos un alto costo de oportunidad. El Fondo finalizó el trimestre con un P/V general atractivo a mediados del 60 % y con suficiente efectivo para comprar la próxima oportunidad que califique.

La alineación de inversiones del Fondo se mantuvo igual durante el trimestre.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners finalizó el cuarto trimestre con una subida del 9,1 % para ofrecer una rentabilidad positiva de 1.8% para el año. Aunque el Russell 2000 Index subió más en el trimestre, un 15,5%, terminó el año baja un 4,2%. El Fondo ha producido un exceso de rentabilidad durante varios períodos y una fuerte resultados absolutos en los tres años transcurridos desde la caída sin precedentes del mercado en 2008.

Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2011

	20 años	Diez años	cinco años	Tres años	Un año
Fondo de pequeña capitalización	754,61%	130,85%	7.21%	85,91%	1,79%
Índice Russell 2000	413.44	72.76	0.75	54.59	(4.18)
Inflación + 10%	953.31	224.06	78.30	41.97	12.96

Consulte la página 18 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Cuatro de las cinco participaciones más grandes del Fondo impulsaron gran parte de la devolución del trimestre. Lamar ganó 61% ya que la compañía reportó un aumento en los ingresos tanto para sus vallas publicitarias digitales como tradicionales. Los números indicaron que lo digital no está canibalizando tableros convencionales, y que bienes raíces y hoteles, históricamente entre los mayores anunciantes, se erosionan más lentamente y son reemplazables. Tras los buenos resultados trimestrales y el cierre de el cierre patronal de la NBA, Madison Square Garden (MSG) subió un 26%. La reciente venta de Maple, con sede en Toronto Leaf Sports and Entertainment, que también es propietaria un equipo de la NBA, un equipo de la NHL y un estadio, implica que nuestra valoración de MSG está muy por debajo de su transacción valor. Entre los principales contribuyentes de 2011, tw telecom agregó un 17% en el cuarto trimestre. La gerencia continuó ejecutando su plan para expandir la huella de la red a muy alto tasas marginales de retorno. Otro de los mejores para el año, Service Corp, también subió 17% en el Último cuarto. Ingresos en el funeral y cementerio segmentos crecieron con ventas previas a la necesidad haciendo particularmente bien. La administración está haciendo un buen trabajo de compensar las bajas tasas de mortalidad y un desafío entorno económico centrándose en paquetes de mayor rendimiento, encontrando una distribución alternativa canales, ofreciendo servicios escalonados, y recompra de acciones infravaloradas. La otra cima colaborador en 2011, Dillards, aumentó un modesto 3% en el trimestre pero 19% en el año. Resultados en la primera mitad alimentó la ganancia. Desde la recesión, la gerencia ha construido valor a través de ajustes operaciones y asignación de capital de alto rendimiento

incluyendo la compra de acciones durante el tercer caída de precios del trimestre a un ritmo anualizado del 22%.

Pocas acciones cayeron en el cuarto trimestre y la mayoría de los valores se mantuvieron estables o crecieron. La excepción fue Olympus la que cayó un 58%, colocándola entre los peores del año. La revelación que la empresa había estado escondiendo inversiones pérdidas durante más de una década indicaron una error que cometimos al evaluar la gestión. Con el nombramiento de Michael Woodford como director general, creíamos que habíamos ascendido al socio adecuado. Nos quedamos atónitos cuando descubrió la enorme fraude. Desde el primer informe de irregularidades en octubre, los tres ejecutivos más involucrados han renunció, la auditoría del comité independiente ha aportado transparencia, el Tokyo Stock Exchange ha determinado no retirar la acción de la lista, y se ha convocado una junta general extraordinaria pidió que April reemplazara gran parte de la administración y el tablero. Nuestra intensa diligencia debida desde conocimiento del fraude indica que la inversión caso y el valor subyacente de la globalmente negocio médico dominante están intactos. Estamos siguiendo varias vías para asegurar que la valor de la división médica y nuestros derechos como propietarios están protegidos. Nos esforzamos por aprender de los errores. y mejorar nuestro proceso. Evaluación de la gestión es la parte más desafiante de nuestro análisis. Los seres humanos son más difíciles de predecir que negocios o finanzas. Tener buenas empresas con grandes descuentos ayuda a amortiguar el impacto cuando cometemos un error. En el caso del Olimpo, aunque nuestro rendimiento final será menor que

esperábamos, el gran margen de seguridad en nuestro precio de compra ayudaría a minimizar una pérdida incluso después del imperdonable fraude. Ya hemos recuperado el 85% de nuestra inversión original al considerar las ganancias y dividendos registrados, y el precio actual es aproximadamente la mitad de nuestra tasación reducida. La calidad del negocio médico no ha cambiado a pesar de los malos socios.

Level(3), que disminuyó un 24 % en el trimestre pero ganó un 16 % en el año, completó la adquisición de Global Crossing. El precio cayó después de que el flujo de efectivo operativo (OCF, por sus siglas en inglés) de Global Crossing se ubicara ligeramente por debajo de la orientación, a pesar de que Level(3) cumplió con las expectativas principales y superó las estimaciones de crecimiento del OCF. Debido a que Level(3) proporciona solo una guía anual, Global Crossing no indicó sus expectativas para el próximo trimestre. Este cese posterior a la fusión de la guía trimestral de Global Crossing asustó al mercado pero no afectó el valor de la compañía combinada, que evaluamos en casi tres veces más que su precio actual. Quicksilver cayó un 11 % en el cuarto trimestre y ha estado entre los mayores detractores del Fondo desde que compramos esta empresa de energía en el tercer trimestre. Además de la caída en los precios del gas natural a menos de \$3/mcf con el clima cálido y el exceso de oferta, la compañía reportó una producción ligeramente inferior a la esperada y una guía de producción reducida para 2012. A pesar del entorno, la administración ha generado valor de varias maneras, incluido el éxito exploración y búsqueda de socios de empresas conjuntas.

El principal desafío para la rentabilidad del Fondo en 2011 provino de Texas Industries (TXI), que cayó un 32%. La continua demanda lenta de construcción comercial y residencial y los retrasos en un proyecto de ley federal de transporte para gastos de infraestructura han prolongado la recuperación de la industria del cemento. TXI no subió durante el cuarto trimestre como la mayoría de los productores de cemento porque la compañía anunció que suspendería su dividendo debido a la incertidumbre en el momento de la recuperación de la construcción. El valor intrínseco de los activos de TXI es dramáticamente más alto que el precio de las acciones, y la compañía está posicionada para producir ganancias significativas cuando regrese la demanda de cemento y agregados.

A principios del trimestre aprovechamos los precios bajos para llenar nuestras posiciones en acciones compradas a principios de año. Completamos nuestra venta de FICO, la empresa de sistemas de gestión de decisiones y calificación crediticia. Luego de la fuerte caída en las ofertas de tarjetas de crédito en 2008, redujimos nuestra evaluación de la empresa ya que las calificaciones crediticias relacionadas con la emisión de tarjetas eran una parte importante de las ganancias. La gerencia enfrentó el desafío de los bajos volúmenes mediante un recorte radical de costos y recompras de acciones a niveles muy reducidos. Comenzamos a escalar la participación luego del aumento del 35% de las acciones en el primer trimestre. Completamos nuestra salida en la segunda mitad de 2011 y reinvertimos las ganancias en lo que creemos que son oportunidades mucho más atractivas.

Terminamos el año con un desempeño positivo y un P/V en el nivel bajo de 60%, mucho más atractivo que el nivel alto de 60% que comenzó el año. La mejora de P/V provino de la sustitución de más nombres de precio completo con un puñado de oportunidades calificadas con grandes descuentos y del crecimiento del valor. Muchas tasaciones crecieron a tasas de dos dígitos. Nuestros socios administradores no solo demostraron sus habilidades como operadores, sino que también tomaron decisiones sólidas de asignación de capital, desde la recompra de acciones con descuento hasta la realización de adquisiciones atractivas y la venta de activos a precios justos. Creemos que la oportunidad de crecimiento del valor es mejor hoy que hace un año. La cartera se vende muy por debajo de nuestro P/V promedio a largo plazo, lo que convierte al Fondo en una inversión atractiva.

Terminamos el año con un desempeño positivo y un P/V en el bajo-60%...

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

A pesar de la caída del tercer trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund superó al Russell Índice 2000 tanto en los últimos tres meses como en lo que va del año. Para los dos períodos, los retornos de Small Cap fueron (18.0)% y (6.7)%, mientras que el Índice fue (21.9)% y (17.0)%, respectivamente. Más importante aún, el Fondo ha superado significativamente al Índice durante períodos de tiempo más largos.

Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2011

	Comienzo	20 años	diez años un año	el último año	
Fondo de pequeña capitalización	740,8%	696,4%	124,5%	5,0%	(6.7)%
Índice Russell 2000	470.3	370.1	81.2	(3.5)	(17.0)
Inflación + 10%	1437.5	963.6	223.1	13.9	n / A

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Tres participaciones afectaron más al rendimiento significativamente en el trimestre — Level(3), Texas Industrias y Lamar Publicidad. Nivel 3), que ha subido un 52% en lo que va del año, recientemente completó su adquisición de Global Crossing. los compañía combinada de fibra de telecomunicaciones tener costos operativos y de deuda más bajos, así como mayores oportunidades de ingresos. El reciente 39% La disminución de las existencias no reflejó ningún cambio en el las perspectivas de la empresa o el valor subyacente de sus activos de fibra. De hecho, los resultados publicados en el el trimestre incluyó efectivo bruto y operativo récord márgenes de flujo, ayudando a aumentar el valor de la compañía.

Rendimientos del tercer trimestre para Texas Industrias (TXI), nuestra tenencia más grande, y Lamar hizo estos dos acciones los mayores detractores del Fondo resultados del año hasta la fecha. Caída del 24% de TXI en los últimos tres meses hicieron que las acciones cayesen un 30% en 2011. Esta empresa de cemento y agregados con activos principalmente en caras de Texas y California demanda desafiante dada la poca visibilidad en un proyecto de ley de transporte para infraestructura muy necesaria mejoras, así como viviendas deprimidas y construcción no residencial. mientras que el envío las disminuciones pueden prolongarse, los precios han comenzado a ascenso, un testimonio de la fuerza competitiva de el negocio. El sólido balance de la empresa proporciona la capacidad de esperar la baja demanda ciclo. Si bien el valor de reposición no es un factor relevante métrica de evaluación en algunas industrias, el costo para reemplazar plantas de cemento y agregados es un

análisis significativo. En TXI, valor de reemplazo de sus activos es más del doble del precio actual de las acciones.

La debilidad de los precios de Lamar (un 38% menos en el trimestre y 57% desde que compramos las acciones en mayo) también se relaciona con menores expectativas económicas que presentar un desafío para levantar vallas publicitarias tasas de publicidad a corto plazo. La compañía reportado ligeramente más débil de lo esperado segundo ganancias trimestrales y reducción del tercer trimestre Guía. Lamar tiene un atractivo a largo plazo perspectiva dada la ubicación de sus vallas publicitarias y locales restricciones contra la nueva señalización a pesar de los factores a corto plazo que están perjudicando a la base de anunciantes enfocados localmente de Lamar más que a la de otros empresas de medios. Con el tiempo, la migración a lo digital la tecnología de vallas publicitarias debería reducir los costos y atraer en nuevos anunciantes que no encuentran los tradicionales tableros atractivos. La acción cotiza a un solo dígito múltiplo del flujo de efectivo libre, que es mucho mayor que las ganancias reportadas, y por menos de la mitad de nuestra evaluación, que incorpora bajo crecimiento suposiciones Pudimos agregar al stock durante el trimestre al igual que algunos de los Reilly familia que controla la empresa.

Con el saldo de caja del Small-Cap Fund al comienzo del trimestre más los ingresos por ventas, aumentamos nuestra participación en cinco participaciones, incluida TXI y Lamar, y compramos tres nuevos nombres. Quicksilver Resources es una empresa de petróleo y gas con sus dos principales activos de producción en el esquisto de Barnett con base en Texas y Horseshoe Canyon en Canadá. La acción se descontó después de la

La compañía reportó ganancias decepcionantes en el segundo trimestre y planes de gastos de capital para 2011. La decisión de Quicksilver de gastar más que su flujo de efectivo orgánico, que se ve deprimido por los bajos precios del gas natural, permitirá a la empresa mantener los derechos de perforación a largo plazo en acres valiosos. El mercado también le da poco crédito a la compañía por activos significativamente valiosos, pero actualmente no rentables, como su superficie de arrendamiento de Horn River y Sandwash. La familia Darden tiene un excelente historial y aplaudimos su reciente decisión de crear un MLP para los activos maduros de Barnett.

También compramos Scripps Networks, que posee dos de las marcas más fuertes en televisión por cable, con el 100 % de propiedad de HGTV y el 69 % de The Food Network. La reciente debilidad de las calificaciones y las preocupaciones sobre la enorme dependencia de la empresa en la publicidad en comparación con otras redes de cable nos han dado la oportunidad de comprar. El flujo de caja libre de la compañía es mucho mayor que las ganancias reportadas, lo que hace inútil el método de valoración común de comparar las relaciones P/E (precio a ganancias) entre pares de la industria, especialmente porque la mayoría de los pares de Scripps tienen negocios inferiores. La gerencia y la familia Scripps tienen antecedentes de recompensar a los accionistas, lo que incluye aumentar las recompras de acciones a los precios atractivos de hoy.

La caída del mercado de valores nos permitió comprar al minorista de lujo Saks, cuyos compradores de alto nivel son sensibles a las grandes caídas del mercado, pero están menos expuestos a los problemas más desafiantes del alto desempleo y el lento crecimiento económico que enfrentan la mayoría de los consumidores. La compañía tiene una combinación única de activos, incluida la tienda insignia de la ciudad de Nueva York que representa aproximadamente el 20% de las ventas y es un bloque cuadrado de bienes raíces de primera calidad. El negocio directo de rápido crecimiento de Saks tiene márgenes más altos sin gastos generales de la tienda. La compañía también tiene 60 tiendas outlet Off 5th y 46 ubicaciones de tiendas Saks en total donde sus marcas de lujo enfrentan pocas amenazas de nuevos participantes sin reputaciones premium establecidas.

Vendimos dos empresas en el trimestre. Expedia, el único contribuyente positivo, estuvo entre los de mejor desempeño este año. El sólido flujo de caja libre y las reservas de la empresa, combinados con su plan de escindir Trip Advisor, ayudaron a acercar la acción a la tasación y vendimos la posición.

Ruddick, el propietario de las tiendas de comestibles Harris Teeter, se acercó al valor razonable después de muchos años de resultados excelentes y constantes. Agradecemos al equipo de administración por generar valor para los accionistas de Small Cap Fund. Dillard's, una de las empresas con mejor desempeño del Fondo en lo que va del año, retrocedió en el trimestre. Mantenemos una posición completa en la acción después de reducir la posición a principios de año.

Escribimos en la carta del último trimestre sobre la perspectiva positiva en Olympus con Michael Woodford como nuevo presidente y director ejecutivo. La acción subió tras su nombramiento. Nos sorprendió el despido de Woodford en octubre en medio de sus acusaciones sobre el gobierno corporativo. Tomamos en serio sus acusaciones y estamos trabajando diligentemente para obtener una respuesta integral de la junta. Si bien el precio de las acciones ha bajado significativamente, ninguna de las acusaciones ha cambiado el valor del negocio médico subyacente en Olympus, pero obviamente han destruido la integridad de toda la junta, salvo el Sr. Woodford. Estamos evaluando todas las opciones y actuaremos en consecuencia dependiendo de la respuesta de la junta.

El crecimiento del valor, el paso a nombres con más descuentos y las recientes caídas de precios se han combinado para hacer que el P/V del Fondo sea extremadamente atractivo en el rango medio de 50%. Los equipos directivos expresan su confianza en la solidez financiera y competitiva de sus empresas, incluso en una economía más lenta. El valor intrínseco de la cartera ha crecido a una tasa promedio del 6 % hasta septiembre, y esperamos que aumente a medida que las empresas informen sus resultados financieros y las cifras de recompra de acciones.

Alentamos a nuestros socios a aumentar sus apuestas en este momento oportuno.

El crecimiento del valor, el paso a nombres más descontados y las recientes caídas de precios se han combinado para hacer que el P/V del Fondo sea extremadamente atractivo en el rango medio del 50%.

Debate sobre la gestión de fondos de pequeña capitalización

Longleaf Partners Small-Cap Fund rindió un 3,7 % en los últimos tres meses, mientras que el índice Russell 2000 perdió un 1,6 %. En lo que va del año, el Fondo ha más que duplicado el índice de referencia, ganando un 13,7 % frente al 6,2 %. La ganancia del 40,3 % de Small-Cap en un año no solo superó el Índice, sino que superó nuestro objetivo anual absoluto de inflación más el 10 % en más de tres veces.

Rendimientos acumulados al 30 de junio de 2011

	Comienzo	20 años	diez años un año	el último año
Fondo de pequeña capitalización	925,0%	910,7%	148,3%	40,3% 13,7%
Índice Russell 2000	629.9	550.9	83.7	37.4 6.2
Inflación más 10%	1395.5	967.5	222.1	13.7 n / A

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

La sólida ganancia del Fondo en el trimestre y en el año se debió principalmente a dos participaciones. El aumento del 66 % de Level(3) en el trimestre hizo que el rendimiento de la acción en el primer semestre fuera del 148 %. La compañía anunció la adquisición de Global Crossing. La combinación de estos dos negocios de redes de fibra proporciona numerosos beneficios. El costo de la deuda de Level(3) disminuirá drásticamente a medida que su índice de deuda/EBITDA caiga de más de 6 veces a 4 veces. Los márgenes brutos de Global Crossing aumentarán significativamente a medida que la empresa traslade gran parte de su negocio de larga distancia en EE. UU. a la red de Level(3). Una mayor consolidación de la industria es un buen augurio para la fijación de precios a largo plazo. También ganamos socios astutos en la sala de juntas, ya que el propietario mayoritario de Global Crossing, el fondo de Singapur Temasek, tendrá tres puestos en la junta y poseerá el 25 % de la empresa. Agregamos una participación mínima en Global Crossing justo después del anuncio de Level(3).

Dillard's rindió un 30% en el trimestre, continuando su racha como uno de los mejores del Fondo en cada uno de los últimos dos años. La compañía reportó comparaciones de ventas positivas y un aumento en los márgenes.

La gerencia compró poco menos del 12% de las acciones en circulación. Incluso después de su repunte de varios años, la acción aún cotiza por menos de 8 veces el flujo de caja libre.

Expedia, una nueva posición este año, ganó un 28% en el trimestre y se ha revalorizado un 40% desde nuestra compra. La empresa tuvo un fuerte crecimiento de los ingresos en todos los ámbitos: en ventas de aerolíneas, reservas de hoteles y en TripAdvisor. La gerencia confirmó la guía para el año y anticipa la

El giro de TripAdvisor ocurrirá este otoño. La compañía también recompró acciones en los últimos tres meses.

Recortamos tw telecom, la mayor posición del Fondo, para gestionar el tamaño de la posición después de que las acciones rindieran un 7 % en el trimestre y un 20 % en lo que va del año. La compañía retiró acciones y reportó un fuerte crecimiento de los ingresos en todas las ofertas de productos y servicios. Olympus, que subió un 20% en los últimos tres meses, tuvo varios desarrollos positivos. Michael Woodford se convirtió en el primer presidente no japonés e inmediatamente resaltó la importancia de los negocios de medicina y ciencias de la vida donde atribuímos todo el valor de la empresa. También ve una oportunidad sustancial para reducir la burocracia y los costos, lo que es positivo para nuestra evaluación. La recompra por parte de la empresa del 1,5% de sus acciones descontadas fue una buena noticia. Service Corp. rindió un 43 % hasta la fecha. La administración de este negocio de servicios funerarios continúa generando valor a través de sólidos resultados operativos, integración exitosa de adquisiciones y recompras sustanciales.

Los dos productores de cemento y agregados, Texas Industries y Martin Marietta, crearon el mayor obstáculo para el desempeño tanto en el trimestre como en lo que va del año. La lenta recuperación de la construcción en EE. UU. está pesando sobre los volúmenes. Un posible retraso en el proyecto de ley de carreteras más allá de las elecciones de 2012 ha causado cierta preocupación sobre la demanda a corto plazo.

Ya sea que el crecimiento del volumen regrese en uno o tres años, poseemos activos agregados irremplazables, así como instalaciones de producción que no verán nuevas amenazas de capacidad durante muchos años. Estas empresas venden muy por debajo del valor de reposición

y precios pagados recientemente por activos similares. Durante el trimestre aumentamos nuestra participación en Texas Industries.

Vendimos dos nombres que se acercaron al valor total y uno, Sealed Air, que anunció la adquisición de Diversey. Salimos de las acciones porque la gerencia diluyó a los accionistas al emitir el 15% de las acciones con descuento; el precio pagado fue más alto que nuestra evaluación de Diversey; y la justificación del CEO no estaba relacionada con maximizar el valor por acción. A pesar de nuestro error al evaluar la gestión, el margen de seguridad en el precio que pagamos en relación con la tasación nos ayudó a obtener más del 19 % de nuestra inversión en Sealed Air durante los 18 meses que tuvimos la empresa. Vendimos Worthington cuando las acciones se acercaron a nuestra tasación a principios de la primavera.

También vendimos Pioneer Natural Resources. Estamos especialmente agradecidos con la gerencia y la junta por su trabajo durante los últimos dos años, ya que la asignación de capital fortaleció a la empresa y, junto con el aumento de los precios del petróleo, ayudó a que las acciones pasaran de un mínimo de alrededor de \$12 a más de \$100.

Compramos dos nuevos calificadores a fines del trimestre, Lamar Advertising y Madison Square Garden. Lamar, una empresa de vallas publicitarias, ha visto que los mercados donde domina la empresa (negocios locales en ciudades medianas) se recuperan más lentamente que la publicidad en vallas publicitarias nacionales. Con el tiempo, la tasa de crecimiento de la empresa debería aumentar con la recuperación económica y la conversión a vallas publicitarias digitales. Los bienes raíces de Lamar brindan una valiosa ventaja ya que es difícil construir nuevas vallas publicitarias en ubicaciones privilegiadas. La administración tiene una propiedad accionaria significativa y un historial de valor creciente para los accionistas.

Las reservas de efectivo crecieron al 11% a medida que vendimos y recortamos más de lo que compramos. Como el precio coopera, esperamos llenar varios puestos. El P/V está en el 60% alto, el promedio a largo plazo. Esperamos que nuestras empresas sigan generando valor para los accionistas a un ritmo acelerado. El P/V, la creación de valor y la liquidez para comprar nuevos dólares de 60 centavos equivalen a una atractiva oportunidad de rendimiento.

El P/V, la creación de valor y la liquidez para comprar nuevos dólares de 60 centavos equivalen a una atractiva oportunidad de rendimiento.

Discusión de gestión

El rendimiento del 9,7% de Longleaf Partners Small-Cap Fund durante los últimos tres meses superó con creces el Índice Russell 200, que subió un 7,9%. El Fondo también ha superado significativamente nuestra meta absoluta de inflación más 10% en el último año. El Fondo ha entregado importantes rendimientos acumulados sobre el índice de referencia durante las últimas dos décadas.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2011

	Comienzo	20 años	Diez años	Un año YTD	
Fondo de pequeña capitalización	888,3%	875,2%	161,3%	20,9%	9,7%
Índice Russell 2000	641.8	551.1	113.3	25.8	7.9
Inflación más 10%	1346.7	965.1	222.2	12.8	n / A

Consulte la página 12 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Varias acciones en la cartera subieron dos dígitos. FICO agregó 35% como administración en este sistemas de calificación crediticia y gestión de decisiones proveedor anunció importantes recortes de costos que impulsaron guía de ganancias hasta un 25%. FICO es grande cupón de flujo de caja libre se ha destinado principalmente a compartir recompras, valor creciente por acción. Servicio Corp., la empresa de servicios funerarios más grande del UU., también ganó un 35%. El rendimiento de la empresa sobre la venta los servicios aumentaron incluso cuando el volumen se mantuvo débil.

La integración exitosa de la administración de adquisiciones ha contribuido al crecimiento de las ganancias, y el flujo de caja libre total está muy por encima del neto informado ganancias. Level(3) subió un 50% en el trimestre como El EBITDA y los márgenes fueron superiores a esperado, y la compañía indicó que espera un mayor crecimiento de la línea superior. Después de al final del trimestre, la compañía anunció que comprará Cruce Global. La transacción fortalecerá El balance de Level(3), consolidar aún más la fibra capacidad y reducir la capacidad operativa de Global Crossing. costos Si bien nuestra evaluación refleja la actualidad resultados, si la combinación sale según lo planeado, El valor de Level(3) podría crecer dramáticamente. dos las telecomunicaciones experimentaron mejoras comerciales similares a los vistos en el Nivel (3) como el orden backlog comenzó a instalarse y producir ingresos Pioneer Natural Resources aumentó un 17% tras su oportuna venta de activos tunecinos y la subida de los precios del petróleo.

Pocos nombres perdieron terreno. Fairfax disminuyó 6% tras las ganancias del cuarto trimestre y el reciente desastres naturales que afectarán a la empresa unidad de reaseguro. La empresa ha conservado cubrió alrededor del 90% de su cartera de acciones.

Las pérdidas no realizadas de las posiciones de cobertura fluyeron a través de las ganancias reportadas, pero el correspondiente las ganancias no realizadas en acciones no lo hicieron. Vail tiró retroceder un 6 % porque las comparaciones de resultados no lograron medir hasta un sólido período anterior del año.

Redujimos varios nombres con sobrepeso que han visto una apreciación sustancial en los últimos año, incluidos Dillard's, FICO y Pioneer. Nosotros agregó Expedia, la compañía de servicios de viaje, a el portafolio.

La relación precio-valor (P/V) está en el bajo 70% reflejando la apreciación del precio del Fondo. Valor el crecimiento ha comenzado a acelerarse y las ventas los ingresos han resultado en una posición de caja del 7% que desplegaremos cuando identifiquemos el próximo nombre calificador. La lista en cubierta se ha convertido algo escaso tras el repunte del mercado durante el año pasado, particularmente en nombres de menor capitalización. Esperaremos pacientemente la volatilidad del mercado, macro eventos y/o decepciones corporativas a presionar los precios de valiosas franquicias con socios de gestión capaces.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

2010 terminó con una nota sólida con el Fondo ganando un 12,6% en el cuarto trimestre y entregando 22.3% para el año. Estos resultados superaron con creces nuestra meta de inflación más 10% a pesar de que estaban por debajo del Índice Russell 2000. Accionistas a largo plazo han obtenido rentabilidades muy superiores a las del índice de referencia.

	Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2010				
	Comienzo	20 años	15 años	10 años	1 año
Fondo de pequeña capitalización	801,3%	960,5%	433,3%	139,2%	22,3%
Índice Russell 2000	587,2	201,8	Inflación más 10%	68,2	54,9
		954.3	477.7	220.0	11.5

Consulte la página 20 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Tres participaciones lograron un progreso significativo y representaron más de la mitad de la rentabilidad del Fondo gracias en gran parte a fuertes líderes corporativos. Dillard's subió un 61% en los últimos tres meses y se duplicó con creces durante el año, lo que la convierte en la participación más grande del Fondo en a finales de diciembre a pesar de varios recortes durante el año. corte de gestión gastos e inventarios controlados durante la recesión. En el año pasado los márgenes han aumentado y los ingresos han comenzado a crecer. La empresa siguió vender tiendas a precios atractivos y utilizó esos ingresos, así como el libre de la empresa flujo de caja para comprar en casi el 20% de las acciones en el último año. Desde fin de año, Dillard's anunció un plan para crear un REIT para sus grandes propiedades inmobiliarias como otra forma de desbloquear valor para los accionistas.

Las acciones de Pioneer Natural Resources subieron un 34% en el cuarto trimestre y un 80% en el año. Nuestra valoración de la empresa, que fue sustancialmente descontada al comienzo de 2010, creció aproximadamente un 30%. El éxito de la empresa en el Eagle Ford y su monetización posterior a través de una empresa conjunta con Reliance Industries movió el valor. La gerencia también vendió activos no estratégicos a buenos precios y de manera oportunista producción cubierta. El aumento de más del 15% en el precio del petróleo durante el año también ayudó a la valores. (Nuestro supuesto de evaluación se mantuvo estable en \$70 por barril). Los precios recientes pagados por superficie en Permian y Eagle Ford hacen que Pioneer parezca infravalorado incluso después su ganancia. Debido a que la apreciación de la acción cerró parte de la brecha entre el precio y valor, escalamos la posición a un peso "normal" del 5%.

DineEquity se duplicó en el año. La compañía refinanció su deuda, canjeando 2012 vencimientos de notas con vencimiento en 2017 y 2018 a una tasa ligeramente mejor. Además, más Las tiendas Applebee's se vendieron a franquiciados, llevando la mezcla a aproximadamente 300 establecimientos propios y 1500 locales propiedad de franquiciados. Estos ingresos, junto con los \$130 millones en flujo de caja libre, se destinaron a pagar la deuda que asumió DineEquity cuando compró Applebee's. En el frente operativo, la gerencia cumplió con sus planes para

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

crecimiento y rentabilidad, con una mejora particular en Applebee's. La compañía mantuvo la participación de mercado número uno en las categorías de comidas familiares (IHOP) y comidas informales (Applebee's).

En el cuarto trimestre, el renovado optimismo con respecto a la economía de EE. UU. y el cambio en el Congreso ayudaron a nuestras participaciones relacionadas con materiales, Texas Industries y Martin Marietta, que aumentaron un 46 % y un 20 %, respectivamente, en el trimestre. Este repunte también colocó a Texas Industries entre los principales contribuyentes del año. Martin Marietta fue una nueva compra a principios de verano, cuando los temores de una recuperación retrasada hicieron bajar los precios de las acciones de la mayoría de los proveedores relacionados con la construcción. Cada una de estas empresas tiene agregados insustituibles en ubicaciones que deberían ver una demanda creciente de infraestructura y otros edificios a lo largo del tiempo. Debido a que se han descontado tanto, las acciones se mantienen muy por debajo de su valor intrínseco, incluso después del reciente aumento.

El Fondo solo tuvo un detractor significativo del rendimiento en el año. Level 3 cayó un 36 % durante el año, pero tuvo un aumento del 5 % en el cuarto trimestre tras la noticia de que se convertiría en el principal operador de Netflix. Debido al margen de contribución de más del 60 % de los ingresos adicionales, la creciente demanda de video por Internet debería agregar un flujo de efectivo libre significativo con el tiempo. La compañía ha tardado más en generar crecimiento de lo proyectado, particularmente en el negocio del metro. El costo a corto plazo de contratar y capacitar a nuevos vendedores ha afectado los costos, pero aún no los ingresos. El tiempo de transición de pedidos a ingresos en backhaul inalámbrico se ha ampliado porque los productos más nuevos exigen más tiempo de configuración y los operadores tardan más en conectarse. En este punto, el éxito depende del crecimiento de los ingresos. Los principales vencimientos de deuda están a tres años de distancia. Dado que el costo de construir la red superó los \$25 mil millones y que el valor de la empresa actual (deuda + capital) es inferior a \$8 mil millones, los activos de la empresa se descuentan severamente con varias posibles eventualidades gratificantes. Como dijimos anteriormente en el año, no somos ajenos ni estamos inactivos con respecto a los resultados y el rendimiento de las acciones de Level 3.

A medida que los precios de mercado fluctuaron a lo largo del año, redujimos de manera oportunista los nombres que estaban sobreponderados y los agregamos a otros cuando tenían descuentos más severos. Durante el año compramos tres nuevas empresas. Hablamos de nuestra compra de Sealed Air en el informe del primer trimestre y cubrimos a Martin Marietta en la carta de junio. Compramos Vail Resorts en el cuarto trimestre. Anteriormente, hemos sido dueños de Vail y, desde entonces, la administración ha aumentado el valor por acción de la empresa. La compañía tiene varios desarrollos que actualmente se están vendiendo y beneficiarán las ganancias en el corto plazo. Su reciente adquisición de Northstar-at-Tahoe ya está cosechando sinergias con la cercana Heavenly al aumentar las ventas de pases de temporada para ambas montañas. Desde nuestra compra en octubre, las acciones han subido casi un 40%.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Tenemos varios nombres en cubierta que cumplen con nuestros criterios cualitativos pero carecen de suficiente descuento en el precio. El P/V para el Fondo está en el 60% alto, en línea con el promedio a largo plazo. Creemos que nuestras valoraciones conservadoras aumentarán a tasas de dos dígitos incluso sin una fuerte recuperación económica. Somos dueños de negocios dominantes valiosos que están creciendo, y tenemos socios de administración y directorio que están comprometidos con el reconocimiento del valor. Estamos seguros de que esta será una combinación gratificante para nuestros compañeros accionistas.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 9,6% en el tercer trimestre y ha subido un 8,7% para del año, superando nuestra meta de retorno absoluto de inflación más 10%. El Russell 2000 entregó 11.3% en el trimestre y 9.1% en lo que va de 2010. Durante períodos de tiempo más largos el Fondo ha superado al índice de referencia.

	Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2010				
	21-2-89 salida a bolsa	20 años	15 años	10 años	1 año
Fondo de pequeña capitalización	700,8%	778,6%	384,5%	125,1%	16,7%
Índice Russell 2000 . . .	491.1	607.2	165,3	48,0	13.4
Inflación más 10% . . .	1249.6	958.1	476,8	219,4	11.1

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Durante el trimestre recortamos dos de nuestras mayores participaciones, tw telecom y Pioneer Recursos Naturales, tras importantes aumentos de precios. Agregamos a varios de nuestros la mayoría de los nombres con descuento y llenaron el puesto de Martin Marietta Materials que iniciado en el segundo trimestre. Tenemos varios nombres "en cubierta" y hemos adquirido una nueva participación desde el final del trimestre.

La mayoría de las acciones en la cartera subieron en los últimos tres meses. DineEquity(DIN) fue el contribuyente más sustancial al rendimiento, ganando 61% en el trimestre y 85% para el El año hasta la fecha. La compañía avanzó en la transición de Applebee's a un modelo de franquicia al anunciar la venta de algunos restaurantes. Lo que es más importante, la empresa refinanció con éxito su deuda, adelantó significativamente los vencimientos y puso el empresa sobre bases sólidas. Aunque las ventas de cortesía disminuyeron ligeramente en IHOP y fueron un 2,7% menos en Applebee's, estas cifras fueron mejores de lo que esperaba el mercado. los El considerable flujo de caja libre de la empresa, junto con las ventas en tiendas, está permitiendo a DIN reducir su deuda. tw telecom, la posición más grande del Fondo, ganó un 11% en el trimestre como Larissa Herda y su equipo aumentaron la base de clientes y ofrecieron mejores resultados de lo esperado ingresos por servicios en todos los segmentos de su negocio de red de fibra.

Tanto Pioneer Natural Resources como Dillard's aumentaron en los últimos tres meses, y estas dos acciones han estado entre las que más contribuyeron en 2010, con una apreciación del 35% y 29% respectivamente. Pioneer ha visto un creciente interés en la cuenca del Pérmico, donde tiene una posición fuerte. La gerencia y la junta continúan enfocándose en crecer y valor de monetización como lo demuestra la venta del 45% de la participación de la compañía en el Eagle Ford a principios de año. Dillard's se beneficia de la reducción de costes de la empresa estructura y manejo de inventarios. Los márgenes están creciendo. El enfoque de la gerencia en vender tiendas a buenos precios y volver a comprar agresivamente acciones con descuento ha llevado a crecimiento de valor significativo.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

El nivel 3 disminuyó un 14% en el trimestre y ha sido el principal detractor del rendimiento este año. La empresa cuenta con activos de fibra irremplazables y la demanda de ancho de banda está creciendo rápidamente con el creciente movimiento de datos y video a través de múltiples plataformas. El ritmo de la compañía para agregar nuevos clientes directos ha sido decepcionante. El margen de contribución de aumentar el crecimiento de la línea superior es sustancial. Traducir la demanda obvia en un fuerte crecimiento orgánico de los ingresos a corto plazo determinará el éxito. No estamos contentos con los resultados operativos y el precio de las acciones de Level 3. Puedes asumir que no somos ni inconscientes ni ociosos.

El Fondo mantiene un precio atractivo en el rango P/V bajo del 60%. Aún más convincente es la calidad de los negocios competitivos que poseemos. Los valores han comenzado a crecer luego de una serie de reducciones en 2008-2009, y el crecimiento orgánico debería aumentar aún más los valores en el futuro. Además, nuestros socios corporativos tienen un flujo de efectivo libre sustancial y/o capital disponible barato para buscar varias opciones de asignación de capital, incluidas la recompra de acciones, actividades de fusión y adquisición, y/o ventas estratégicas. Nuestros accionistas sujetos pasivos no solo tienen la cartera al alza, sino que también tienen el beneficio fiscal de la transferencia de pérdidas equivalente al 7% del NAV.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 10,6% en el segundo trimestre. En lo que va del año, la rentabilidad del Fondo es del (0,8)%. El índice Russell 2000 perdió un 9,9% y un 2,0% durante los mismos períodos. Estos resultados están por debajo de nuestra meta anual absoluta de inflación más 10%. Los resultados relativos del Fondo en todos los períodos a más largo plazo han sido superiores.

	Rendimientos acumulados al 30 de junio de 2010			
	Inicio 20 años	15 años	10 años	
Fondo de pequeña capitalización	630,8 %	539,8 %	380,1 %	115,5 %
Índice Russell 2000	431,2	161,9	1215,9	330,9
Inflación más 10 %				
<i>información de rendimiento.</i>		976.8	478.0	220.9

Dos nombres generaron rendimientos positivos en el trimestre. El aumento del 6% de Pioneer Natural Resources en los últimos tres meses llevó su rendimiento hasta la fecha al 24%. La compañía vendió una participación del 45% en el yacimiento de esquisto Eagle Ford a Reliance Industries. El directorio está comprometido a continuar aumentando el valor por acción. Potlatch ganó un 3% en el trimestre y ha subido un 15% en el año. Curiosamente, debido a que los inversionistas han inundado los fondos madereros privados con capital, la madera privada se comercializa por un múltiplo mucho más alto que la madera comercializada públicamente. Potlatch se ha aprovechado de esta disparidad de precios vendiendo terrenos secundarios para ayudar a respaldar los dividendos de la empresa hasta que la demanda y los precios se recuperen de estos niveles deprimidos. Dillard's se mantiene entre los principales contribuyentes al rendimiento del Fondo en 2010 a pesar de la caída de las acciones en el segundo trimestre cuando las preocupaciones sobre el gasto de los consumidores perjudicaron a todos los minoristas. La mejora del margen de la empresa y el flujo de caja libre superaron las estimaciones. Además, las recompras de este año equivalen a la reducción de acciones a una tasa anualizada del 25%.

La mayoría de las acciones en la cartera perdieron terreno en los últimos tres meses. Cuatro participaciones cayeron más del 20%. DineEquity reportó ganancias ligeramente inferiores a las expectativas. Los temores renovados de un declive económico general impactaron en las acciones incluso cuando nuestra valoración creció debido a la generación sustancial de flujo de caja libre y la reducción de la deuda. Aunque la acción perdió un 29% en el trimestre, se ha apreciado un 15% este año.

Level 3 disminuyó un 33% en el trimestre y es uno de los mayores detractores de 2010. La empresa reportó resultados decepcionantes. Los cambios realizados en el negocio durante el último año aún no han mostrado resultados de ingresos significativamente positivos. Creemos que el personal de ventas adicional de la empresa y la creciente productividad se traducirán en mayores contratos e ingresos. Las ventas adicionales generarán una mejora sustancial en las ganancias operativas debido al alto margen de contribución de la empresa.

Olympus se mantuvo plano en el primer trimestre y cayó un 25% en los últimos tres meses. La gerencia reafirmó su creencia de que el negocio médico crecerá orgánicamente

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

8-9% por año durante los próximos cinco años. El precio, sin embargo, reaccionó a los supuestos de tipo de cambio a corto plazo de la empresa. El 25% de los ingresos se basan en euros. El tipo de cambio euro-yen, que ha pasado de 132 a principios de año a 108 a finales del segundo trimestre, refleja extremos tanto en la fortaleza del yen como en la debilidad del euro.

Worthington perdió un 25% en el segundo trimestre y se mantiene plano para el año. Si bien es probable que el mercado esté preocupado por el carácter cíclico percibido de la empresa, el retroceso de las acciones es un tanto misterioso porque Worthington superó las estimaciones y mostró mejores resultados en todos sus segmentos. Los resultados han estado en línea con nuestras suposiciones de evaluación.

La compañía ha estado asignando capital de manera inteligente y también tiene una oportunidad significativa de aumentar el valor por acción a través de recompras a este nivel de precios.

Durante el trimestre recortamos varios nombres que se han apreciado significativamente, incluidos Pioneer, Potlatch y Dillard's. Agregamos un nuevo nombre, Martin Marietta Materials. Los valiosos activos agregados de la compañía se descuentan significativamente debido al dramático declive de la industria de la construcción en los últimos tres años. La demanda de agregados se recuperó más lentamente de lo esperado porque el paquete de estímulo sigue sin gastarse en gran medida y el Congreso no ha priorizado un proyecto de ley de carreteras. Con el tiempo, ambos problemas se revertirán. Con altas barreras de entrada debido a los costos de transporte, el suministro específico de la ubicación y sin verdaderos sustitutos, la empresa ha aumentado los precios durante este período de depresión.

Con un P/V en torno al 50%, el descuento del Fondo sobre el valor intrínseco está muy por debajo de la media a largo plazo. Creemos que este amplio margen de seguridad combinado con el alto calibre de los negocios que poseemos y las personas que los dirigen implica una oportunidad de capitalización sustancial. Aunque no tenemos planes de reabrir el Fondo, creemos que es un punto atractivo para que los accionistas a largo plazo agreguen a su inversión.

Los inversores sujetos a impuestos también reciben un traspaso de pérdidas fiscales de aproximadamente el 9% del NAV.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 10,9 % en el primer trimestre, superando el rendimiento del 8,9 % del índice Russell 2000, así como nuestro objetivo anual absoluto de inflación más el 10 %. Estos resultados se sumaron al rendimiento acumulado a largo plazo del Fondo.

Rendimientos acumulados al 31 de marzo de 2010

Inicio 20 años 15 años 10 años

Fondo de pequeña capitalización	717,4 %	607,6 %	455,4 %	157,4 %	Índice Russell 2000	
489,7 Inflación más 10 %	1182,9		453,1		218,0	43,6
			984,4		481,1	222,5

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

La mayoría de los nombres de la cartera aumentaron en los últimos tres meses, y varios que habían tenido un buen desempeño en 2009 continuaron su recuperación. Luego de un rendimiento del 372 % el año pasado, Dillard's ganó un 28 % en el primer trimestre luego de informar un fuerte flujo de caja libre y márgenes para finalizar 2009. Durante el primer trimestre de 2010, la línea superior comenzó a mostrar signos de estabilización e incluso de crecimiento, y la empresa debería volver a generar un flujo de caja libre muy sólido. DineEquity está viendo los resultados del esfuerzo de recuperación de Applebee después de reducir los costos de mano de obra y otros cambios operativos. La empresa no tiene deudas vencidas desde hace tres años y ha estado comprando sus obligaciones con descuentos de dos dígitos a la par. Una vez que el crédito esté más disponible, la gerencia continuará con su plan de vender las tiendas propias a los franquiciados. La acción subió más del 60 % en los últimos tres meses después de una ganancia del 110 % en 2009. Pioneer Natural Resources, otro gran contribuyente, ganó un 17 % en los últimos tres meses luego de una recuperación de casi el 200 % en 2009. La gerencia ha trabajado con el junta, incluidos los tres directores independientes que Southeastern nominó el año pasado, para tomar medidas para crecer y obtener el valor de los valiosos activos de petróleo y gas de la compañía. La sólida posición de la compañía en Eagle Ford Shale ha llamado la atención a medida que los resultados de perforación están demostrando ser cada vez mejores y la tierra comparable se vende muy por encima del costo de Pioneer.

FICO aumentó un 19 % en el trimestre con la anticipación de mayores ofertas de tarjetas de crédito que aumentarán la demanda de puntajes FICO. El arraigado dominio de la cuota de mercado de la empresa tanto en la puntuación de crédito como en la detección de fraude proporciona una ventaja competitiva. FICO tiene más de \$200 millones en exceso de efectivo. La gerencia ha aprovechado el precio de las acciones con descuento al recomprar acciones agresivamente a tasas anualizadas de dos dígitos. Worthington reportó mejores ganancias de lo esperado ya que la demanda de acero comenzó a recuperarse y los esfuerzos de la compañía para mejorar los márgenes dieron resultados. La acción ganó un 33% en el trimestre.

Algunas tenencias de cartera disminuyeron levemente durante los últimos tres meses, aunque nuestras valoraciones de cada una se mantuvieron estables o aumentaron. Everest Re, la reaseguradora, disminuyó un 5%. La compañía incrementó levemente las reservas para siniestros y anunció que el terremoto de Chile y las tormentas de viento europeas costarían colectivamente aproximadamente una cuarta parte de

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

ganancias. Como propietarios a largo plazo, aplaudimos el enfoque de la administración en generar valor. Durante el último año, realizaron importantes recompras de acciones con grandes descuentos, suscribieron de manera rentable, aumentaron las primas brutas a una tasa de dos dígitos y aumentaron el valor contable en casi un 30%. Texas Industries perdió un 2% ya que esta empresa cementera con activos concentrados en Texas y California reportó disminuciones en las toneladas enviadas y en los precios en comparación con hace un año. Además, es posible que los fondos de estímulo no afecten los ingresos de la industria este año como se había anticipado. Los desafíos a corto plazo se reflejan tanto en nuestra evaluación como en el precio de las acciones y, a largo plazo, la empresa se beneficiará del crecimiento económico y el rendimiento de la construcción resultante. Fairfax retrocedió un 4%. Las ganancias fueron las esperadas y la empresa emitió un capital modesto como parte de su adquisición de Zenith. Creemos que esta compra será un beneficio a largo plazo para la empresa. Si bien la emisión de acciones infravaloradas no es nuestra preferencia, cuando se compensa con las recompras de Fairfax en el cuarto trimestre, la emisión fue mínima y ayudó a la empresa a mantener calificaciones estables mientras realizaba una adquisición sólida.

Durante el trimestre vendimos First American y Discovery cuando cada uno se acercó a nuestra tasación, ganando 50% y más de 110% respectivamente durante nuestros períodos de tenencia. Pudimos comprar First American (la segunda vez que lo poseemos) cuando la burbuja inmobiliaria implosionó, perjudicando a la industria de títulos. La gerencia anunció un plan para separar la aseguradora de títulos de la compañía de datos, lo que ayudó a cerrar la brecha entre el precio y el valor una vez que el mercado inmobiliario se volvió más estable. Discovery continuó impresionando durante la recesión, mejorando la programación y atrayendo ingresos publicitarios. Estamos agradecidos con David Zaslav y su equipo por su compromiso de generar valor y, en última instancia, lograr que se reconozca. Compramos un nuevo nombre durante el trimestre, Sealed Air, que es una empresa de envasado que atiende a la industria cárnica, clientes industriales y otras necesidades especializadas. La empresa tiene ventajas competitivas en sus aprobaciones de la FDA y la integración de equipos en la fabricación de los clientes. La gerencia está compuesta por propietarios-operadores con un historial comprobado de devolución de capital a los accionistas. Los costos de la empresa han disminuido. El crecimiento esperado en los segmentos de especialidades y soluciones alimentarias, así como en los mercados emergentes, debería resultar en un fuerte crecimiento del valor de Sealed Air.

Creemos que el fondo de pequeña capitalización está posicionado para un buen desempeño continuo durante los próximos años. El P/V está en el bajo 60%, y los negocios que poseemos tienen ventajas competitivas y/o activos valiosos con socios de administración capaces que los administran. Tenemos suficiente liquidez para comprar una posición adicional y tenemos uno a nombre de cubierta que nos gustaría comprar. Le agradecemos su paciencia cuando las cosas parecían deprimentes hace un año. Nos complace que el rendimiento del Fondo en los últimos doce meses haya comenzado a recompensar su apoyo.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 49,3% en 2009, registrando el mejor valor absoluto y rendimiento relativo en los veinte años de historia del Fondo. El Russell 2000 ganó 27,2%. El Fondo terminó con un sólido cuarto trimestre, subiendo un 7,4 % frente al 3,9 % del Índice. Los rendimientos a largo plazo de Small-Cap también han superado significativamente el punto de referencia.

	Rendimientos acumulados al 31 de diciembre de 2009				
	Comienzo	20 años	15 años	10 años	5 años
Fondo de pequeña capitalización	636,9%	506,4%	417,1%	120,5%	16,7%
Índice Russell 2000	441,7	396.7	205.6	41.3	2.6
Inflación más					
10%	1142,1	997.9	483.1	225.5	80.7

Consulte la página 18 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Tres de las cinco posiciones principales fueron las que más ganaron en el cuarto trimestre, así como para el año. Dillard's, con un aumento del 31 % en el trimestre y del 365 % en doce meses, sorprendió inversionistas con su profunda reducción de costos y generación sustancial de flujo de caja libre. A pesar de la tremenda apreciación, la acción sigue siendo la más rebajada en el cartera incluso si la empresa sólo vale sus activos inmobiliarios deprimidos. Pionero Los Recursos Naturales terminaron el año con un 198% después de haber subido un 33% en el cuarto trimestre. El aumento de los precios del petróleo atrajo la atención sobre el campo Spraberry donde se encuentra la empresa. intensificando su perforación. También crece el entusiasmo por la posición de Pioneer en el Juego de esquisto de Eagle Ford. Es importante destacar que los tres nuevos directores independientes de la compañía han aumentado el enfoque en el crecimiento del NAV por acción. Un retorno del 28% en los últimos tres meses ayudaron a tw telecom a duplicarse en el año. Este proveedor de conectividad a internet a pequeñas y medianas empresas aumentaron con éxito los ingresos y los márgenes en todo la recesión al mismo tiempo que promueve su ventaja de ser el primero en moverse en varios mercados al agregar nuevos clientes. Discovery Communications casi se duplicó en 2009. Los ingresos retenidos bien frente a los competidores del canal de televisión por cable dada la programación de la compañía mejoras y cuotas de suscripción. La gerencia redujo exitosamente los costos y encontró nuevas formas de renovar los canales más débiles.

La única acción que disminuyó en el año fue la de Ruddick, un 7% menos, propietaria de la Cadena de supermercados Harris Teeter. La industria de supermercados en general, y tiendas premium en particular, sufrieron la debilidad de los precios de las acciones en 2009, ya que muchos compradores recurrieron a alternativas de descuento. La gerencia mostró un enfoque disciplinado al proteger cuota de mercado y continuó la exitosa expansión en el área de Washington, DC. En el cuarto trimestre Texas Industries cayó un 16%. Las condiciones comerciales siguen siendo terribles para a corto plazo, pero a largo plazo el valor de su cemento, hormigón y los activos agregados es dramáticamente más alto que el precio de las acciones. Tenemos un 13D archivado en

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

la compañía para permitirnos tener discusiones francas con la administración y la junta sobre formas de mejorar el valor de la compañía y lograr que sea reconocida. Más recientemente, la junta agregó tres nuevos directores independientes, eliminó los mandatos escalonados de la junta y acordó terminar la píldora venenosa de la compañía en 2012.

En la primera mitad del año compramos First American, la aseguradora de títulos y proveedora de información, de la que antes eramos dueños. También añadimos a varios de los nombres con más descuentos del Fondo a principios de año. Más recientemente hemos añadido a Wendy's/Arby's y FICO a precios atractivos. Vendimos Del Monte Foods en junio y en la segunda mitad redujimos varias posiciones que se habían apreciado significativamente y se habían sobreponderado. El volumen de negocios inferior al promedio del Fondo en el año refleja la calidad de los negocios que poseemos y cuán significativamente estaban infravalorados, particularmente a principios de 2009. Numerosas empresas calificaron, pero creemos que pocas eran tan atractivas como las que ya teníamos.

Debido a que el Fondo comenzó el año con un P/V a mediados del 30%, la cartera se mantiene por debajo del promedio a largo plazo del bajo 60%, incluso después del fuerte repunte de los precios. Dada nuestra negociación limitada, hay poco efectivo en la cartera. El atractivo cuantitativo del Fondo se corresponde con una fortaleza cualitativa significativa tanto en las posiciones competitivas de nuestros negocios como en los equipos de gestión que los dirigen. No solo es una oportunidad atractiva para que los propietarios existentes aumenten sus participaciones en el Fondo, sino que para aquellos que están sujetos a impuestos, el NAV contiene pérdidas fiscales que compensarán una cantidad significativa de futuras ganancias realizadas. Creemos que la cartera puede generar rentabilidades superiores a la media durante los próximos cinco años.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo el segundo mejor trimestre en los 20 años del Fondo historia, ganando un 24,0%. El índice Russell 2000 agregó un 19,3%. Para lo que va del año la El fondo ha subido un 39,0% frente al 22,4% del índice de referencia. Los resultados del Fondo superan con creces nuestra meta anual absoluta de inflación más 10%. Como se muestra a continuación, nuestros socios tienen también han sido recompensados por su inversión a largo plazo.

	Rendimientos acumulados hasta el 30 de septiembre de 2009				
	<u>20 años</u>	<u>15 años</u>	<u>10 años</u>	<u>5 años</u>	
Fondo de pequeña capitalización	466,0%	370,7%	104,5%	20,9%	
Índice Russell 2000	354,6	Inflación más 10%	188,8	61,1	12,7
1006,6		484,2	226,2	81.1	

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

La mayoría de las acciones en la cartera subieron en el trimestre. Fairfax, que es el Fondo posición más grande, ganó 48% ya que esta aseguradora se benefició de un capital sólido y libre de impuestos rendimientos de bonos. La compañía también ofreció adquirir la participación minoritaria que cotiza en bolsa interés de Odyssey Re a un precio atractivo, financiado con nuevas acciones de FFH. Esta transacción de valor neutral mejorará la flexibilidad financiera de Fairfax al permitir que la gerencia cargue el excedente de efectivo de esta subsidiaria clave a la compañía tenedora.

dando así a Prem Watsa y su competente equipo más discreción de inversión. Justo Isaac se apreció un 39% en el trimestre. La empresa ha generado importantes ingresos flujo de efectivo durante el último año, y aunque los ingresos disminuyeron, la utilidad operativa los márgenes crecieron. La gerencia reportó un aumento en la línea superior sobre el último trimestre en tanto su calificación crediticia como sus negocios de software.

Otro holding importante, tw telecom, sumó un 31% en los últimos tres meses y también es uno de los principales contribuyentes del año. Este proveedor de conectividad a Internet para pequeñas y medianas empresas ha aumentado los ingresos y los márgenes a pesar de la mala economía. Dillard's subió más del 50 % en el trimestre y ha sido el mayor contribuyente a la rentabilidad del año hasta la fecha con una ganancia del 260 %. Si bien la recesión ha causado que la línea superior sufra en Al igual que otros minoristas, la gerencia ha hecho un trabajo impresionante al controlar el inventario. y recortando costos. Los activos inmobiliarios de la empresa por sí solos valen mucho más que el precio de las acciones. Pioneer Natural Resources, con un aumento del 42 % en el trimestre y del 125 % en lo que va del año, se ha beneficiado del aumento de los precios del petróleo y de la incorporación de nuevos directores independientes.

Discovery, que aumentó un 27% en el trimestre, ha estado entre los mejores contribuyentes de 2009, ganando casi el 100% este año. Los ingresos se han mantenido bien en una campaña publicitaria brutal medio ambiente gracias a un gran porcentaje de las cuotas de suscripción y gestión éxitos de programación. La empresa ha reducido costos y ha firmado acuerdos con marcas como Hasbro y Oprah Winfrey para convertir los canales rezagados en nuevos.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Solo dos nombres restaron rendimiento en los últimos tres meses. DineEquity elevó la orientación, pero el mercado se centró en la menor demanda general de comidas informales y el registro de estanterías de la compañía por hasta \$200 millones en nuevos valores. Incluso en este entorno desafiante para comer en casa, las existencias se han más que duplicado este año.

Level 3 reportó ingresos decepcionantes causados principalmente por el gasto diferido del cliente de la red troncal de Internet. A medida que la economía mejore y aumente la utilización de la capacidad, los operadores de cable y otros clientes mayoristas tendrán que gastar para gestionar la creciente demanda. Level 3 anunció un nuevo miembro de la junta, Rahul Merchant, quien tiene una gran experiencia en las industrias de telecomunicaciones y tecnología, incluida su participación en la junta de Sun. Aunque la acción cayó un 8% en el trimestre, casi se ha duplicado en 2009.

Hicimos relativamente pocos cambios en la cartera, aunque recortamos las posiciones sobreponderadas de Discovery y Fairfax después de sus ganancias sustanciales. El Fondo cotiza a un P/V de alrededor del 50%, muy por debajo del promedio histórico. Hemos sido testigos de un trabajo impresionante por parte de muchos de nuestros socios de gestión a lo largo del clima económico estresado del año pasado. Ya sea recortando costos, retirando deuda y capital con grandes descuentos, vendiendo activos a precios atractivos o aprovechándose de rivales más débiles, las gerencias han estado defendiéndose de las fuerzas del declive económico y posicionando a nuestras empresas para que sean más fuertes después. La calidad de nuestros socios administradores y los negocios que poseemos combinados con los grandes descuentos en los precios de sus acciones nos emocionan de ser propietarios a largo plazo de Longleaf Partners Small-Cap Fund.

Discusión de la Gerencia - SC - 2T 2009

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo el segundo mejor trimestre en sus 20 años de historia, sumando un 21,4%. El índice Russell 2000 subió un 20,7%. Estos resultados trajeron lo que va del año vuelve al 12,1% para el Fondo y al 2,6% para el Índice. Si bien esta actuación empujó la rentabilidad del Fondo muy por encima de nuestro objetivo anual de rentabilidad absoluta de inflación más un 10 %, debemos publicar trimestres similares para recuperar la pérdida de 2008.

		Retornos acumulados a través de 30 de junio de 2009			
		Inicio 20	Año 15	Año	10 años
Fondo de pequeña capitalización	453,4%	396,9%	312,0%	55,8%	
Russell 2000 Índice. 306,8 Inflación más 10% . 1012,6			<i>Consulte la página 12 para obtener</i>	158,9	26.5
<i>información adicional sobre el rendimiento..</i>		1085.7		488,8	229.0

La mayoría de las acciones en cartera subieron durante el trimestre. Varios formaban un gran parte de la rentabilidad del Fondo. DineEquity ha tenido el mayor impacto para ambos el trimestre y el año hasta la fecha después de una ganancia de más del 160%. Los resultados mejores de lo esperado de la compañía eliminaron las preocupaciones de Wall Street sobre los convenios de deuda. Además, la mejor disponibilidad de crédito mejoró las perspectivas de vender más tiendas Applebee's propiedad de la empresa. Service Corp aumentó casi un 60% desde su severamente nivel deprimido al final del primer trimestre. La compañía reportó importantes flujo de caja libre a pesar de una tasa de mortalidad extrañamente baja. Pioneer subió más del 50% como precio de aceite rosa, y trabajamos con la empresa para instalar tres nuevos directores. pionero tiene operaciones sólidas y excelentes activos, pero tiene una gran necesidad de una mejor asignación de capital; de ahí nuestra elección de directores. Dillard's ganó un 60+% adicional sobre su fuerte rebote en el primer cuarto. La empresa ha gestionado los gastos con éxito a través de la recesión y reportó un flujo de efectivo libre positivo a pesar de las ventas mismas tiendas negativas. Level 3 compró más de sus vencimientos a corto plazo. La combinación de solidificar su capacidad para cumplir con las obligaciones durante los próximos años y el descongelamiento general de los mercados de crédito ha mejorado la visión de los inversores sobre la empresa. La acción subió más del 60% en el trimestre y se ha más que duplicado este año. Debido a los descuentos extremos. colocados en los precios de estas acciones a principios de 2009, cada compañía todavía vende por menos de la mitad de nuestra tasación.

Discovery Communications, que subió en el primer trimestre, continuó recuperándose y se mantuvo entre los principales contribuyentes del año. La compañía anunció una alianza aventurarse con Hasbro para convertir el canal Discovery Kids en uno que se centre en el Marcas de la empresa de juguetes. A finales de marzo, el Small-Cap Fund tenía dos clases de acciones. Durante el segundo trimestre, la Clase A se vendió con una prima significativa

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

a la Clase C, y aprovechamos el descuento canjeando todas las acciones Clase A del Fondo por acciones C.

Wendy's/Arby's se negó. Arby's, que representa menos de una cuarta parte de nuestro valor para la empresa, nuevamente reportó resultados decepcionantes. Además, debido a que la empresa ha brindado detalles limitados sobre sus operaciones, Wall Street penaliza la acción. Nuestra evaluación asume márgenes más conservadores de lo que es probable. Fairfax disminuyó un 4 % en el trimestre, pero sigue siendo el mayor detractor de los resultados del año hasta la fecha dado el tamaño de la posición y su primer trimestre negativo. Nuestra valoración ha aumentado y somos tan optimistas como describimos hace tres meses sobre las perspectivas de la empresa dadas sus oportunidades de inversión y suscripción junto con su solidez de capital.

Además, Fairfax anunció que la SEC completó su investigación de la empresa sin recomendar ninguna acción de ejecución, eliminando una nube de preocupación de los inversores.

Durante el trimestre vendimos Del Monte y compramos First American. Del Monte fue la acción con el precio más alto en el Fondo y la compañía reportó ganancias mucho más fuertes de lo esperado después de reducir costos y aumentar los precios con éxito. Vendimos nuestra posición anterior en First American a principios de 2008. Desde entonces, se han agregado cinco miembros de la junta y varios altos gerentes, la división de la compañía en el negocio de seguros de títulos y el negocio de datos está a menos de un año, y First American la posición competitiva ha mejorado. La acción cayó a nuestro descuento requerido en el trimestre cuando el aumento a corto plazo en las tasas hipotecarias generó incertidumbre sobre el repunte del seguro de título.

El fondo de pequeña capitalización sigue estando fuertemente descontado a un P/V medio del 40 %, incluso después de la sólida rentabilidad del segundo trimestre. Las tasaciones no solo crecerán materialmente cuando mejore la economía, sino que la fuerza competitiva de la mayoría de las participaciones ha aumentado en la recesión, lo que aumenta el potencial de un crecimiento del valor más rápido de lo normal que nuestras tasaciones no reflejan. Como sus administradores y el mayor grupo de accionistas del Fondo, estamos agradecidos por la paciencia y la confianza que nuestros socios inversores han demostrado durante el último año. Si bien el último trimestre ayudó a justificar su apoyo, creemos que aún queda mucho más capitalización por delante.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund disminuyó un 7,6 % en el trimestre, manteniéndose mejor que el índice Russell 2000, que bajó un 15,0%. Aunque los rendimientos negativos son inaceptable, los resultados del Fondo lo sitúan entre los de mejor rendimiento en la clasificación de Morningstar Categoría de valor de pequeña capitalización. La drástica caída del último año ha afectado a la rendimientos absolutos del fondo a largo plazo, aunque los resultados relativos han siguió siendo favorable. Con un P/V por debajo del 40% al cierre del trimestre, el Small-Cap Fund fue posicionado para recuperar el daño del mercado de los últimos doce meses y nuevamente agravar a la inflación más 10%.

	Rentabilidad acumulada hasta el 31 de marzo de 2009					
	20 años	15 años	10 años	5 años		
Fondo de pequeña capitalización	338,8%	227,0%	Índice Russell	46,1%	(18,4)%	
2000	258,6	Inflación más 10%	1013.3	106,2	21,1	(23.6)
			484,1	227,0	80.7	

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

En el primer trimestre, el entorno económico siguió siendo desafiante, presionando ganancias en varias de nuestras participadas e impidiendo el crecimiento de la tasación. Sin embargo, dos de los peores resultados del cuarto trimestre, Dillard's y Level 3, cada uno aumentó más del 30% en el primer trimestre. El flujo de caja libre de fin de año de Dillard ascendió a más de la mitad del capitalización de mercado de la empresa, y las tenencias de efectivo de la empresa eran cuatro veces su deuda vencimientos en los próximos dos años. Aunque esperamos que los resultados de las tiendas en 2009 sean peores que en 2008, las acciones se venden por menos del 20% del valor de liquidación de la empresa según en las ventas recientes de comparables inmobiliarios minoristas de menor calidad. Precio dramático del nivel 3 movimientos descritos en el Informe Anual de Longleaf continuaron durante el primer trimestre a pesar de un valor comercial estable. En un momento, las acciones se dispararon al doble el precio del 31/12, y luego se negoció un 15% por debajo de él. A finales de marzo, la acción tenía ganó un 31% en los tres meses. Dados los resultados operativos constantes, Level 3's stock ofrece un buen ejemplo de cómo el maníaco "Mr. Mercado" puede ser. El descubrimiento se elevó 10% ya que sus diversos canales atrajeron a más espectadores y el equipo de David Zaslav continuó para mejorar las operaciones. Mientras que los ingresos publicitarios de EE. UU., que representan el 30% del total ingresos, disminuirá en 2009, las tarifas de afiliados contractuales crecerán.

Fairfax, la participación más grande del Fondo y la de mejor desempeño en 2008, retrocedió un 15% en el primer trimestre, lo que lo convierte en el mayor detractor de los resultados. Fairfax rechazó después reportando seguros e inversiones en el cuarto trimestre algo más débiles de lo esperado resultados La empresa nunca ha estado tan fuertemente capitalizada y está bien posicionada para beneficiarse de las oportunidades actuales de inversión y suscripción. La volatilidad en los resultados trimestrales es un precio que vale la pena pagar por los rendimientos superiores de inversión a largo plazo que Prem Watsa y su equipo han cumplido con los accionistas de Fairfax. Service Corp cayó

Fondo de pequeña capitalización

DISCUSIÓN DE GESTIÓN

30% debido a que la caída del mercado de valores perjudicó el desempeño de los activos de fideicomisos funerarios de pre-necesidad, y la recesión hizo que las nuevas ventas de pre-necesidad fueran más desafiantes. Estos dos desafíos deberían disminuir a fines de 2009. Este proveedor líder de servicios funerarios ha demostrado poder de fijación de precios, así como un excelente control de costos, y es seguro que la demanda crecerá a largo plazo. Actualmente, la acción cotiza con un rendimiento aproximado del 20 % sobre ganancias en efectivo libres deprimidas. Texas Industries también disminuyó debido a que la construcción residencial se mantuvo estancada y la construcción comercial se debilitó. Si bien la compañía espera presión en los márgenes y aumentos de precios limitados en 2009, el gasto en infraestructura, que es la mitad del negocio de TXI, debería aumentar muy bien a partir de 2010 con el estímulo económico del gobierno. La acción cotiza a un múltiplo EBITDA aparentemente razonable. Sin embargo, una revisión más profunda revela no solo que el EBITDA en Texas está severamente deprimido, sino que la operación de California, en la que la compañía ha gastado más de la mitad del precio actual de sus acciones, está aproximadamente en el punto de equilibrio.

Durante el primer trimestre tuvimos oportunidades a principios de enero y finales de marzo para reducir varias acciones que se habían mantenido bien. Vendimos Clearwater, la compañía que Potlatch escindió el año pasado. Agregamos a varios de los nombres más infravalorados de la cartera, incluidos Potlatch, Service Corp y Olympus. No compramos nuevas participaciones, pero varios nombres en cubierta son convincentes.

El fondo de pequeña capitalización se vendió por menos del 40% del valor de tasación al final del trimestre. Somos dueños de empresas que tienen poder de permanencia durante la recesión debido a su solidez financiera y/o comercial. Muchos ganarán ventaja sobre los competidores más débiles. Por ejemplo, las posiciones de capital de Fairfax y Everest Re deberían permitir que cada una atraiga más pólizas mientras que otros suscriptores luchan con balances más débiles. Kaplan (el componente más valioso de nuestra evaluación del Washington Post) tiene la oportunidad de hacer crecer su población estudiantil a medida que los trabajadores despedidos buscan nuevas habilidades laborales. tw telecom está creciendo de manera rentable y está participando en su nicho de brindar la última milla de servicios de telecomunicaciones a edificios y campus. Los puntajes FICO, que tienen una participación de mercado dominante y credibilidad de marca, tendrán mayor importancia con el refinanciamiento de hipotecas y cuando los prestamistas comiencen a prestar nuevamente. Estos nombres ilustran un tema común dentro de la cartera. Creemos que no solo se cerrará la brecha entre los precios con grandes descuentos de lo que poseemos y los valores de las empresas, sino que los valores crecerán significativamente en los próximos años.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

En el cuarto trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 28,2% frente a la caída del 26,1% del Russell 2000. El Fondo terminó el año con una caída del 43,9%, mientras que el rendimiento del Russell 2000 fue del (33,8)%. La caída significativa del año empujó los rendimientos a largo plazo del Fondo por debajo de nuestra meta absoluta de inflación más 10%. A pesar de los resultados relativos de 2008, el Fondo ha superado al índice de referencia durante períodos más prolongados. Creemos que el fondo de pequeña capitalización nunca ha estado mejor posicionado para generar rendimientos absolutos que superen nuestro objetivo tanto a corto como a largo plazo.

Devoluciones acumuladas

Comienzo	15 años	10 años
----------	---------	---------

Fondo de pequeña capitalización	393,5 %	259,0 %	53,7 %	Índice Russell 2000	326,0
Inflación más 10%.....	1002,0	<i>Consulte la página 28 para obtener información adicional sobre el rendimiento.</i>			
		482,9	225,3		

De los pocos nombres que surgieron durante el año, Fairfax tuvo el mayor impacto. El valor contable de la empresa aumentó entre un 30% y un 40% debido a que las inversiones de Prem Watsa en swaps de incumplimiento crediticio, coberturas de acciones y bonos gubernamentales a largo plazo registraron grandes rendimientos. Cuando los precios se redujeron severamente, Fairfax compró la participación minoritaria en Northbridge, compró sus propias acciones y Odyssey Re compró sus acciones. Además, los resultados técnicos de la empresa fueron sólidos. Durante el año, intercambiamos acciones de Odyssey Re por su matriz más líquida, cuando Fairfax se abarató brevemente.

Las acciones subieron un 38 % en 2008, pero el valor creció un 50 %, lo que hace que el P/V de Fairfax sea del 60 % en la actualidad. La empresa es la mayor participación del Fondo.

Un puñado de nombres representó una gran parte de los resultados negativos de 2008. En el cuarto trimestre, Pioneer Natural Resources, Level 3 y Dillard's cayeron abruptamente y se ubicaron entre los de peor desempeño del año. Pioneer tenía una posición sobreponderada al comenzar el último trimestre, cuando las acciones cayeron casi un 70 %. Pioneer Natural Resources posee reservas de petróleo y gas que tienen el doble de vida promedio que los campos de la mayoría de las empresas. Las acciones cotizan por 3 veces el flujo de efectivo bruto si se cosecharon los 20 años de reservas existentes y no se realizaron más exploraciones. Los precios de la tira de petróleo a más largo plazo implican que Pioneer es un dólar de 25 centavos. Estamos alentando activamente a la gerencia a revisar varias alternativas para lograr el reconocimiento del valor.

Level 3 ("LVLT") es el proveedor de bajo costo entre las principales empresas de transporte de red troncal de Internet, así como un importante competidor en el servicio directo de Internet para empresas dentro de la mayoría de las principales áreas metropolitanas. La demanda de unidades está creciendo rápidamente, especialmente con el creciente movimiento de voz, datos y video a través de Internet. Hemos supuesto un menor crecimiento en los servicios empresariales durante el próximo año debido a la economía.

Fondo de pequeña capitalización

DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Las preocupaciones sobre un crecimiento más lento y la deuda de la empresa golpearon el precio de las acciones, que cayó un 74% en el trimestre. La compañía recaudó \$400 millones mediante la emisión de notas de 2013 con un cupón del 15%, convertible a \$1,80 por acción para comprar más de la mitad de su deuda con vencimiento en los próximos dos años con importantes descuentos. El nivel 3 es un flujo de efectivo positivo con depreciación y amortización que superan los gastos de capital. Jim Crowe y Sunit Patel han continuado administrando hábilmente la estructura de capital de la empresa mientras hacían crecer el negocio.

Dillard's posee la mayoría de sus tiendas. Sus activos inmobiliarios se venden por una pequeña fracción de los precios por pie cuadrado de transacciones comparables durante el último año. Aunque la demanda de espacio comercial ha disminuido, las muchas ubicaciones superiores de la empresa ayudan a aislarla. El negocio operativo también enfrenta desafíos de recesión, y nuestra evaluación supone que Dillard's perderá dinero en 2009. La junta reconstituida está presionando a la gerencia para que reduzca costos, cierre las tiendas con bajo rendimiento y mejore la gobernabilidad. La gerencia ha respondido a la caída de precios de más del 70% retirando acciones a nivel corporativo y comprando más personalmente.

Debido a que el Washington Post comenzó el año como la mayor participación del Fondo, su caída del 50% lo convirtió en el mayor detractor del año. Los periódicos son un negocio cada vez más competitivo dada la proliferación del acceso a Internet y la televisión, y una recesión presenta desafíos adicionales. Esto explica parte de la caída de la acción.

Incluso después de asignarle al periódico un valor de cero, el caso de la inversión es convincente.

El negocio educativo de Kaplan, que ha crecido durante la recesión, y el negocio de cable son las partes más valiosas de la empresa. Si bien la disminución en la disponibilidad de préstamos estudiantiles privados ha afectado a muchas empresas educativas propietarias, estos préstamos afectan a menos del 10 % de la población estudiantil de Kaplan. La gerencia de Post ha recomprado acciones a lo largo del año, y las acciones se venden por aproximadamente el 40% de nuestra tasación conservadora.

Service Corp. International, la compañía de servicios funerarios, cayó más del 60% en 2008 debido a las ganancias decepcionantes relacionadas con sus inversiones fiduciarias que tuvieron un mal año y una disminución en las ventas de cementerios de prenecesidad. Si bien estos dos elementos perjudicaron los resultados de este año en particular, a largo plazo no se encuentran entre los impulsores más importantes del negocio. SCI se vende por menos de 5 veces el flujo de caja libre después de impuestos. La empresa está utilizando su cupón en efectivo para comprar acciones y aprovecharse de los competidores más débiles.

A lo largo del año buscamos oportunidades para mejorar la cartera, ya que abundaban las nuevas ideas y los nombres de mayor calidad que poseíamos tenían más descuento. En enero, vendimos First American por debajo del valor total, asegurando ganancias para reinvertir en negocios menos apalancados. Recibimos acciones adicionales de Willis cuando la empresa compró Hilb Rogal, un corredor de seguros más pequeño y menos eficiente. Vendemos

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Office Depot, mencionado anteriormente en nuestro Informe del tercer trimestre. A lo largo del segundo semestre liquidamos la posición del Fondo en IDT, lo que fue un error, y sumamos negocios de mayor calidad con mejores socios.

Si bien agregamos a varias participaciones existentes, también redistribuimos capital en dos nuevos nombres en el tercer trimestre, tw telecom y Saks. En octubre, poco después de comprar Saks, el colapso de la economía y el crédito al consumo rebajó nuestra valoración. Más específicamente, se hizo evidente que el comercio minorista de alta gama más una gran exposición a Manhattan sería un desafío. Con las numerosas oportunidades atractivas disponibles, cambiamos rápidamente a Saks por negocios con perspectivas de crecimiento de mayor valor.

La volatilidad de los precios permitió una actividad comercial productiva a medida que redujimos los nombres que se dispararon y se sumaron a muchos que tocaron mínimos. El drama de los precios ilustra: (1) la estabilidad de los valores en comparación con los precios de las acciones; (2) la agitación que rodea a las empresas con apalancamiento financiero; y (3) cuánto pueden afectar los retornos unos pocos días. Por ejemplo, nuestra evaluación de Nivel 3 fue relativamente estable. Si uno observara el precio de las acciones para determinar el valor, el latigazo sería un problema. La siguiente tabla muestra varios máximos y mínimos comerciales alcanzados durante el último año, incluso a medida que crecía el flujo de caja de la empresa.

Nivel 3 Volatilidad de precios: 31/12/07 a

<u>31/12/07</u>	<u>17/3/08</u>	<u>6/5/08</u>	<u>9/1/09</u>	<u>23/10/08</u>	<u>4/11/08</u>	<u>24/12/08</u>	<u>31/12/08</u>	<u>9/1/09</u>
\$3.04	\$1.68	\$4.48	\$0.60	\$1.46	\$0.57	\$0.70	\$1.65	

En DineEquity, nuestra valoración se movió poco durante el año, pero el precio cayó hasta un 85 % desde enero hasta el mínimo comercial del 27 de octubre. Al día siguiente, las acciones subieron más del 200 % durante el día y, en menos de un mes, volvió a bajar más del 60%. Tres semanas después, el 5 de diciembre, el precio de cotización había subido casi un 150 % desde el mínimo del 21 de noviembre. Para el año en general, la acción disminuyó 68%, descontando severamente el impacto que la recesión tendría en los resultados. Los valores reales de Level 3 y DineEquity, sin importar cómo se llega a esos valores, no cambiaron tanto.

En los treinta y tres años de Southeastern, nuestras carteras nunca se han comercializado tan barato, y las empresas individuales por debajo del 50% del valor no han permanecido allí por mucho tiempo. Confiamos en que los rendimientos durante los próximos años compensarán con creces las pérdidas de 2008, y que nuestros socios en el Small-Cap Fund serán recompensados por su paciencia y apoyo. Nuestra confianza se basa en numerosos factores:

- Con un P/V a mediados de los 30%, el Fondo es el más barato de su historia y muy por debajo del promedio a largo plazo en el alto-60%.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

- Si bien nuestras evaluaciones asumen que la economía en 2009 es peor que en 2008, más de la mitad de lo que poseemos no se ve afectado significativamente por un menor gasto de los consumidores, incluidas las aseguradoras comerciales y las empresas de transporte por Internet. Algunas empresas, como Kaplan del Washington Post y Wendy's/Arby's, suman clientes en una recesión.
- La mayoría de las empresas que poseemos, si no todas, deberían generar cupones de flujo de caja libre que deberían aumentar sus valores intrínsecos incluso en este entorno de recesión.
- La mayoría de nuestros socios corporativos poseen cantidades significativas de sus propias acciones y tienen los mismos incentivos para el reconocimiento de valor que tenemos nosotros.
- Cuando se dispone de crédito, varias de las empresas de la cartera se convierten en principales candidatos para adquisiciones.

Esperamos que compartas nuestro entusiasmo y confianza. Lo alentamos a que aproveche esta oportunidad única de agregar al Fondo de pequeña capitalización cuando se vende con un gran descuento y tiene el beneficio adicional de las pérdidas fiscales para compensar una gran cantidad de ganancias futuras.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund disminuyó un 11,9% en el tercer trimestre frente a un 1,1% caída en el Índice Russell 2000. Estos resultados llevaron los resultados del año hasta la fecha del Fondo de Pequeña Capitalización al (21,9)% y los del Índice al (10,4)%. Claramente, los resultados recientes han sido decepcionante y ha pesado sobre nuestro objetivo de retorno absoluto de inflación más 10%. Creemos, sin embargo, que al salir de este mercado bajista, el Fondo está bien posicionado para compensar las pérdidas recientes y publicar rendimientos absolutos en línea con nuestro Expectativas. Los resultados a largo plazo del Fondo se mantienen significativamente por encima del Índice, incluso considerando el diferencial del tercer trimestre.

	<u>Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2008</u>		
	<u>Desde el inicio</u>	<u>15 años</u>	<u>10 años</u>
Fondo de pequeña capitalización	587,5%	429,4%	145,0%
Índice Russell 2000	476,6	227,6	112,0
Inflación más 10%	1017,7	507,3	238,1

Consulte la posdata en la página 6 con respecto a la volatilidad reciente y la página 18 para obtener información adicional. información de rendimiento.

Durante los últimos tres meses, varias acciones de la cartera aumentaron, pero ninguna de manera tan espectacular como Fairfax, que ganó un 25 % y ahora es la participación más grande del Fondo. presidente ejecutivo La perspicacia inversora de Watsa siempre ha sido una parte importante de nuestro caso. Él contratos de CDS (swap de incumplimiento crediticio) comprados correctamente cuando los diferenciales de crédito eran ridículamente estrecho, y se ha beneficiado inmensamente a medida que los mercados crediticios se han derrumbado y tomado se extiende al extremo opuesto. El valor contable declarado de la empresa ha creció un 52 % durante el último año, y Fairfax ha sido el mayor contribuyente positivo a 2008 Rendimiento del fondo. Durante el trimestre intercambiamos la pequeña participación del Fondo en Odyssey Re, controlada por Fairfax, por acciones adicionales de Fairfax. Dado relativa debilidad del precio de las acciones de Fairfax en ese momento, pudimos no solo mejorar nuestro portafolio P/V sino también para mover nuestro interés económico al holding controlador Nivel de compañía.

Pioneer Natural Resources también ha contribuido positivamente a la rentabilidad del Fondo en lo que va del año. regreso a pesar de que tuvo el impacto más negativo en los últimos tres meses, disminuyendo un 33% con la caída de los precios de la energía. Nuestra valoración, que ya supuestos precios de la energía más bajos, se mantuvo intacto. A través de la presentación 13-D de Southeastern, animó a la compañía a asegurar precios del petróleo históricamente altos. Desafortunadamente, su la renuencia a vender de manera significativa la producción futura resultó costosa para Pioneer accionistas.

Vendimos Office Depot en julio, pero no lo suficientemente temprano como para evitar pérdidas en el trimestre. Nosotros compró la empresa a fines de 2007 con la visión correcta de que la economía se desaceleraría,

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

pero con una visión incorrecta de que los resultados de Office Depot se mantendrían como lo hicieron en la última recesión, particularmente porque pudieron aprovecharse de los independientes más pequeños y débiles. La desaceleración actual, sin embargo, ha afectado a la empresa mucho más severamente. Debido a su gran presencia en Florida, donde el declive inmobiliario ha sido más pronunciado, el impacto ha sido incluso mayor en Office Depot que en Staples, su principal competidor. Desafortunadamente, la gerencia asumió el mismo daño limitado que nosotros y no estaba preparada para capear la tormenta. Dado que las ventas y los márgenes más bajos nos obligaron a reevaluar nuestro caso, vendimos la posición con pérdidas y utilizamos las ganancias para comprar empresas con precios más atractivos y una mejor calidad comercial. Este error ha sido el mayor lastre para el desempeño de 2008.

Con pocas opciones de liquidez disponibles, el mercado ha penalizado a todas las empresas con niveles de deuda significativos. DineEquity cayó un 55% en el trimestre. IHOP (el nombre anterior de la empresa) compró los restaurantes Applebee's utilizando financiamiento de deuda con la idea de que la empresa adoptaría el exitoso modelo de franquicia de IHOP al vender las tiendas Applebee's a los franquiciados. Si bien el modelo sigue vigente y los franquiciados han expresado su entusiasmo por la oportunidad de hacer crecer sus tiendas, sus fuentes de financiamiento para realizar estas compras se han reducido. Hasta que los mercados crediticios se relajen, DineEquity cargará con parte de la deuda de su adquisición y no podrá convertirse tan rápidamente al negocio de tarifas de franquicia más rentable.

Texas Industries también tuvo un impacto negativo en el rendimiento del trimestre, lo que lo convirtió en uno de los mayores detractores del Fondo durante el año. En esta economía más débil, la construcción residencial ha disminuido junto con algunos edificios comerciales. Nuestra evaluación se redujo levemente para reflejar las ventas más lentas durante 2009, pero la empresa debería producir un cupón de efectivo sustancial incluso en una recesión. La empresa se vende por menos de la mitad de nuestra tasación conservadora. Otros impulsores significativos del rendimiento en lo que va del año tuvieron la mayor parte de su impacto en trimestres anteriores, ya sea Hilb Rogal y Hobbs and Potlatch en positivo, o Washington Post, Service Corp. e IDT en negativo.

A lo largo del trimestre, redujimos algunos nombres y agregamos otros a medida que encontramos oportunidades para mejorar la calidad y la infravaloración de la cartera. También compramos dos nuevas participaciones, Saks, que anteriormente era propiedad de Southeastern, y tw telecom, un proveedor de red troncal IP.

Si bien el desempeño reciente del Small-Cap Fund ha sido pésimo, seguimos entusiasmados como administradores y como el mayor grupo de accionistas del Fondo. Debido a que la mayoría de nuestros socios han sido inversores durante tanto tiempo, saben que ha habido períodos anteriores en los que el Small-Cap Fund ha tenido un desempeño significativamente inferior al de su índice de referencia. Nuestra cartera concentrada construida sin tener en cuenta las ponderaciones del sector del índice ha producido resultados superiores a largo plazo, aunque en forma desigual.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

incrementos Creemos que esta vez no será diferente, aunque no hace que los resultados actuales se sientan mejor. Cada empresa se ha visto afectada de manera diferente por el entorno económico y las restricciones crediticias, pero, en promedio, nuestras valoraciones son ligeramente inferiores para el año. Los valores fijos no cumplen con nuestro objetivo de un crecimiento de tasación anual superior al 10 %, pero mantenerse en el entorno actual implica que la mayoría de los negocios del Fondo están bien capitalizados con un flujo de caja sustancial y buenos operadores. Además, al menos la mitad de las empresas del Fondo han aprovechado estos precios reducidos para recomprar acciones, aumentando así el valor por acción y el porcentaje de propiedad del Fondo. El P/IVA al final del trimestre estuvo en el máximo de 40%, y en las primeras semanas de octubre ha caído por debajo del 40%, un mínimo histórico.

Algunos nos han preguntado si este período de inactividad permitirá que el Fondo vuelva a abrir. Gracias en gran parte a los excelentes socios que tenemos, el Small-Cap Fund ha tenido flujos netos prácticamente planos durante el último año. Si bien el rendimiento ha reducido el nivel absoluto de los activos, esperamos recuperar esos y más del rendimiento. Por lo tanto, continuaremos limitando el tamaño del Fondo a las relaciones de inversión existentes.

Fondo de pequeña capitalización

DISCUSIÓN DE GESTIÓN

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners subió un 0,3% en el segundo trimestre, ligeramente por debajo del aumento del 0,6% del índice Russell 2000. El Fondo ha bajado un 11,4% en lo que va del año, mientras que el Índice ha caído un 9,4%. Los rendimientos a largo plazo más impresionantes del Fondo se muestran a continuación.

	Rendimientos			
	<u>Comienzo</u>	<u>acumulados 15 años</u>	<u>10 años</u>	<u>5 años</u>
Fondo de pequeña capitalización	679,8 %	514,4 %	140,7 %	69,6 %
992.9 Índice Russell 2000	483.1	510,5	239,6	89,1
		260,3	71,2	63,2

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

En los últimos tres meses, Pioneer Natural Resources se apreció un 59% a medida que los precios de la energía alcanzaron niveles récord. Después de dos trimestres sólidos, Pioneer ha sido el mayor contribuyente al rendimiento en lo que va del año y, como resultado, la empresa es la mayor participación del Fondo. Curiosamente, debido a que Pioneer comenzó el año con un fuerte descuento y posteriormente informó de grandes adiciones potenciales a las reservas, las acciones aún se venden muy por debajo del valor intrínseco, incluso si el petróleo cae a la mitad de su precio reciente.

Durante el trimestre vendimos una posición, el corredor de seguros Hilb Rogal, cuando Willis anunció la compra de la compañía por un precio justo (teniendo en cuenta las acciones infravaloradas de Willis para financiar la mitad de la transacción). Como tenedores de Willis, la ligera dilución debería ser contrarrestado por importantes sinergias de costos, una presencia y una cultura de ventas más sólidas en América del Norte y un mayor apalancamiento con los suscriptores. Hilb fue uno de los mayores contribuyentes al rendimiento del segundo trimestre, y utilizamos parte de los ingresos de la venta para llenar la posición previamente infraponderada en Willis.

Level 3, entre las acciones con peor rendimiento hasta marzo, repuntó un 39 % en el segundo trimestre. La acción fue extremadamente volátil a pesar de que la empresa no reportó ninguna noticia significativa. Nuestra valoración creció.

Dos acciones, Dillard's y Del Monte, fueron las que más perjudicaron el rendimiento en el trimestre. Luego de una caída a principios de año, Dillard's también se encuentra entre los mayores detractores en 2008. La débil economía ha dañado las acciones minoristas y Dillard's no ha sido inmune. Nuestra evaluación se basa en el valor de los bienes inmuebles de la empresa, que se vende en el mercado de valores a menos de \$20 por pie cuadrado frente a una transacción comparable reciente de \$120 por pie cuadrado. Nos complace tener nuevos miembros de la junta involucrados que se concentran en asegurar el valor de los activos de la empresa para sus propietarios.

En Del Monte, los aumentos en los costos de materia prima y transporte han afectado las ganancias. La empresa espera que los costos continúen aumentando y ha presupuestado mayores gastos de marketing para implementar un aumento de precios e introducir nuevos productos. nuestra bajada

Fondo de pequeña capitalización

DISCUSIÓN DE GESTIÓN

La tasación refleja márgenes reducidos, pero el precio está muy por debajo de lo que valen las valiosas marcas de alimentos y productos para mascotas.

Además de Dillard's, los mayores detractores de los rendimientos del año hasta la fecha han sido Washington Post, IDT y Fair Isaac. Los mismos temores crediticios y de recesión que plagaron las acciones del Post en el primer trimestre continuaron durante el segundo. Menos del 10% de los estudiantes de educación superior de la empresa reciben préstamos privados, y solo una pequeña parte de los ingresos operativos de la empresa está ligada a la publicidad en periódicos. La acción se vende por aproximadamente la mitad de nuestra tasación. IDT ha sido un error; juzgamos mal el negocio principal y la gestión.

Agregamos a la posición del Fondo en Fair Isaac, y los líderes de la compañía han seguido reduciendo acciones y comprando acciones personalmente. Los terribles mercados crediticios han reducido el uso de la calificación FICO, ya que las instituciones financieras han reducido significativamente las solicitudes de tarjetas de crédito y otros tipos de financiamiento. Las otras líneas de productos de Fair Isaac también se han visto afectadas por la disminución de la actividad de sus clientes de instituciones financieras. La fuerza competitiva de la marca FICO permanece intacta, y en este entorno tan desafiante y deprimido, la empresa debería generar \$2,50/acción de flujo de caja libre frente a un precio de las acciones por debajo de \$21.

Debido a que las oportunidades de agregar a Fair Isaac, Willis, Markel y Service Corp. eran tan convincentes, las ganancias de las ventas y los adornos se destinaron a estos nombres existentes. La lista en cubierta, sin embargo, está creciendo en tamaño y atractivo. Estamos considerando cuidadosamente las compensaciones por una mayor calidad comercial y/o socios mejorados. El P/Vis del Fondo está a mitad de 50%, una ocurrencia rara y muy por debajo del promedio a largo plazo. No sabemos cuánto tiempo se mantendrán estos descuentos, pero creemos que el Fondo está muy bien posicionado para producir buenos rendimientos para nuestros socios a largo plazo.

Hace apenas un año, muchas empresas de pequeña capitalización cotizaban a precios cercanos a sus valores de mercado privado. Ahora, los precios del mercado de valores de muchas de estas empresas están muy por debajo de los niveles en los que negociarían en una transacción debido a la dificultad para todos los compradores de obtener financiamiento de deuda. Pero los valores de flujo de caja descontados a largo plazo de estas empresas están intactos y, en algún momento cuando los rendimientos de financiación, estas empresas serán las primeras en cambiar de manos a precios mucho más altos que los actuales.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund disminuyó un 11,6% en comparación con una caída del 9,9% en el Índice Russell 2000. Los resultados a más largo plazo del Fondo se muestran a continuación.

	Devoluciones acumuladas				
	15 años	10 años	5 años	1 año	1er trimestre
Fondo de pequeña capitalización	534,8 %	142,8 %	113,9 %	(15,4) %	(11,6) %
Inflación más 10%	499,6	233,4	84,2	14,0	3,3
Russell 2000		62,3	100,3	(13,0)	(9,9)

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

Vendimos First American y redujimos varios otros nombres que se habían desempeñado bien para concentrarse en la calidad más alta del Fondo y más abruptamente participaciones descontadas. Agregamos a Fair Isaac, Markel, Wendy's y Worthington. Si bien tenemos varios nombres calificados "en cubierta", ninguno fue más convincente que algunas de las empresas que ya poseemos.

IHOP obtuvo un rendimiento del 31 % en el trimestre, recuperándose parcialmente después de su pronunciada caída a finales de 2007. IHOP proporciona un buen ejemplo de cómo los precios de las acciones son mucho más volátiles que los valores intrínsecos y, por lo tanto, la ineficiencia del mercado a corto plazo.

Hace seis meses, IHOP se vendió por más de \$63 por acción, lo que representaba cerca del 80 % de nuestra evaluación. El precio cayó más de un 40% en el cuarto trimestre de 2007, y marcamos nuestra valoración a la baja alrededor de un 10%, lo que refleja el ritmo más lento al que empresa podría vender las tiendas de Applebee a los franquiciados y pagar deuda. En los últimos tres meses, las acciones de IHOP subieron un 31% a casi \$48 frente a un plusvalía del 1% del flujo de caja que genera el negocio. grandes columpios entre el precio y el valor brindan oportunidades para aprovechar al Sr. Mercado.

Fair Isaac, Service Corp., IDT, Level 3 y el Washington Post tuvieron la mayor impacto negativo en los resultados del Fondo en el trimestre. Fair Isaac, que produce el puntaje FICO ampliamente utilizado que ayuda a los prestamistas a determinar los perfiles de riesgo de prestatarios, se vio afectado por el temor que rodea a todas las empresas involucradas en el crédito actividad relacionada además de las preocupaciones específicas de la empresa. Mientras los prestamistas sacaron menos puntajes con la incautación de los mercados crediticios, creemos que los puntajes FICO se mantendrán su papel fundamental en la suscripción. La nueva dirección persigue un objetivo creíble estrategia para revigorizar el crecimiento y ha recomprado una cantidad significativa de acciones a precios reducidos utilizando el flujo de caja aún prodigioso de la empresa y su fuerte equilibrio sábana. Las acciones cayeron un tercio y añadimos a la posición del Fondo menos de la mitad del valor de tasación.

El valor de Service Corp. aumentó levemente en el trimestre, mientras que su precio se hundió un 28%. Aunque las tasas de mortalidad han disminuido, este proveedor de servicios funerarios ha logrado

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

integró la adquisición de Alderwoods el año pasado y ha utilizado su considerable flujo de caja libre para recomprar acciones con descuento. Los drenajes de efectivo del competitivo negocio de tarjetas telefónicas de larga distancia de IDT, así como las preocupaciones sobre dónde la empresa podría desplegar su importante efectivo, ayudaron a reducir el precio un 54%. IDT cotiza por menos de la suma de su efectivo y valores.

El valor de Level 3 creció en el trimestre a pesar de la caída del 30% de las acciones. El mercado pasó por alto el progreso de la compañía en la reducción de la cartera de nuevos clientes y la mejora de los tiempos de aprovisionamiento. Esta noticia positiva se vio ensombrecida por el anuncio de la partida del director de operaciones Kevin O'Hara. Confiamos en que Jim Crowe, el director ejecutivo, es la persona adecuada para dirigir la empresa y hacer crecer su valor, y nos complace que el director financiero Sunit Patel, quien anteriormente planeó dejar el cargo, haya decidido permanecer en su cargo.

Washington Post, la participación más grande del Fondo, cayó un 16% debido a los temores de una menor disponibilidad de préstamos para educación privada y el impacto de una recesión en el negocio de los medios. Muy poco del valor de la empresa está relacionado con los ingresos publicitarios de los medios. La división de educación de Kaplan comprende la mayor parte de nuestra tasación.

La mitad de Kaplan que está relacionada con los servicios de preparación de exámenes no depende de préstamos. De la pieza de educación superior, menos del 10% de los estudiantes de Kaplan son atendidos por préstamos privados. Washington Post se vende por aproximadamente la mitad de nuestra tasación.

Si bien el Fondo permanecerá cerrado para contener el tamaño de los activos, alentamos a nuestros compañeros accionistas a aumentar sus inversiones en el Fondo como lo hemos hecho nosotros. El P/V compuesto está en el 50% alto, su nivel más bajo en más de cinco años. Los valores están creciendo a medida que los precios de las acciones están cayendo, lo que nos brinda un margen aún mayor de seguridad y retorno al alza. La mayoría de nuestros socios administradores son propietarios y muchos están siguiendo iniciativas para aumentar el valor por acción. La actual manipulación de precios del mercado juxtapuesta a la calidad de lo que poseemos presenta una oportunidad única.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Después de una caída del 9,1 % en el cuarto trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund finalizó el año un 2,8%. El hecho de que el Fondo superara el 1,6% del Índice Russell 2000 el descenso es solo un ligero consuelo dado nuestro objetivo de retorno absoluto de inflación más 10%. Los resultados a largo plazo del Fondo han sido mucho más gratificantes, y creemos que las perspectivas de alcanzar nuestro objetivo absoluto en los próximos cinco años son altos.

	Devoluciones acumulativas			
	15 años	10 años	5 años	4to Trimestre de 1 año
Fondo de pequeña capitalización	666,8%	208,8%	130,0%	2,8% (9,1)%
Inflación más 10%	496,9	229.8	84.5	14,1 2.9
Índice Russell 2000	323,6	98.2	112.3	(1,6)% (4,6)%

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

En el cuarto trimestre vendimos Trend Micro cuando alcanzó la tasación y redujo varias participaciones que se habían sobreponderado debido a la fuerte volatilidad del mercado nos brindó amplia oportunidad de agregar a siete empresas infraponderadas y con grandes descuentos y comprar un nuevo nombre, First Americano. Como resultado de estos cambios en la cartera, así como de las caídas de precios, el P/V del Fondo cayó del bajo 70% al bajo 60% en solo tres meses.

Hasta mediados de enero de 2008, se ha reducido aún más a su nivel más bajo en cinco años.

No todos los precios sufrieron durante el año, y dieciséis empresas contribuyeron positivamente al desempeño de 2007. La mayor ganancia con diferencia provino de Discovery, que retrocedió levemente en el cuarto trimestre, pero logró un rendimiento del 56% en el último doce meses. Los márgenes mejoraron, el EBITDA creció rápidamente y la empresa finalmente se simplificó la estructura de tenencia. Recientemente, Advance/Newhouse anunció que traspasarán la última participación privada de Discovery Communications a Discovery Holding Company, convirtiéndola en una empresa totalmente pública. Debido a que el valor de la empresa creció un 20% en 2007, las acciones se mantienen debajo de nuestra evaluación.

Fairfax fue el principal contribuyente positivo del Fondo en el cuarto trimestre y también añadido significativamente al retorno de 2007. Los resultados técnicos no solo fueron sólidos, pero a las inversiones de la empresa les fue extraordinariamente bien, en particular las que ampliaciones anticipadas de los diferenciales de crédito. Prem Watsa ocupa un lugar destacado entre los mejores inversores que hemos conocido.

Service Corporation se sumó a los resultados de 2007 del Fondo. la integración de la Adquisición de Alderwoods y mejoras continuas en las operaciones creadas

Fondo de pequeña capitalización

DISCUSIÓN DE GESTIÓN

mayor flujo de caja libre. Tom Ryan recompró acciones con descuento con ese flujo de efectivo, aumentando así aún más el valor. El aumento del 25% de Olympus durante el año también ayudó a la rentabilidad. El negocio médico central dominante de la compañía continuó creciendo y generando valor, y el negocio de cámaras se desempeñó mejor de lo que esperábamos.

Las caídas en Office Depot, IHOP y Level 3 en el cuarto trimestre los convirtieron en los mayores detractores del rendimiento del año. El nivel 3 tuvo el mayor impacto. La compañía anunció que los pedidos tardaban más en aprovisionarse, lo que resultó en un crecimiento de los ingresos de un solo dígito en comparación con la mitad de la adolescencia estimada anteriormente. Redujimos nuestra evaluación para reflejar el retraso en el flujo de efectivo y para suponer que no habrá mejoras en el mayor tiempo de provisión. Las caídas de acciones combinadas en el tercer y cuarto trimestre hicieron de Level 3 el mayor detractor de 2007. Las acciones cotizan con un descuento importante en comparación con nuestra evaluación conservadora del valor intrínseco, aunque las perspectivas para el futuro de Level 3 son mucho más seguras que en años recientes.

Office Depot enfrentó una serie de obstáculos a corto plazo. La desaceleración de la economía estadounidense ha afectado las ventas minoristas en general, que representan el 40% del negocio de Office Depot. Las pequeñas empresas han retrasado las compras, particularmente las inversiones más grandes en muebles y tecnología que representan una parte más grande de la combinación de Office Depot que la de sus competidores. La compañía también es más dominante en Florida y California, dos mercados que han sido los más afectados. Aunque estos problemas son reales, los temores están sobreestimados. La compañía está produciendo \$2 de flujo de caja libre incluso en este entorno deprimido, y el historial del CEO Steve Odland en la reducción de costos y la expansión de las ventas por pie cuadrado le da a Office Depot un potencial de crecimiento significativo a largo plazo luego de este retroceso.

Durante los últimos tres meses, los mercados crediticios se secaron, lo que ralentizó el proceso de IHOP para vender las tiendas Applebee's a los franquiciados para pagar la deuda de la adquisición. Esto hizo que IHOP fuera uno de los peores del trimestre y del año. Durante los próximos cinco años, IHOP debería crecer y realizar mejoras de costos relacionadas con la combinación de las dos empresas. Durante el año, nuestra tasación creció y, al precio de hoy, la acción califica como una nueva compra. IDT, el otro detractor importante del año, se recuperó en el cuarto trimestre. La empresa vende por menos del valor de su efectivo, inversiones, NOL y espectro.

Además de las empresas discutidas anteriormente, Worthington estuvo entre las de peor desempeño en el trimestre, revirtiendo sus ganancias del año durante los últimos tres meses. Si bien la desaceleración económica y de la construcción afectó los negocios de procesamiento de acero y estructuras metálicas, la decepción principal provino de

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

la división de cilindros que revirtió del pico a niveles operativos más normales.

Las empresas conjuntas de la compañía combinadas con nuestras valoraciones conservadoras sobre las otras piezas hacen que Worthington sea extremadamente atractivo. Aprovechamos la caída del precio para aumentar nuestra participación.

Creemos que Longleaf Partners Small-Cap Fund está muy bien posicionado para la capitalización futura a largo plazo. La calidad colectiva de lo que poseemos y los socios que manejan esos negocios combinados con el P/V inferior al promedio constituyen un caso convincente para agregar al Fondo. Como propietarios y administradores de empresas de pequeña capitalización, nuestro mayor desafío es elegir la mejor entre una serie de buenas opciones con los recursos de efectivo limitados del Fondo. Este es un buen problema para tener.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund agregó un 2,0% en el tercer trimestre, lo que llevó al rendimiento del año hasta la fecha al 13,1%. El Fondo no solo está por delante de nuestra meta anual de inflación más 10%, pero estos resultados son significativamente más altos que los de Russell Pérdida del índice 2000 del 3,1% en los últimos tres meses y retorno del 3,2% en 2007.

Más importante aún, los rendimientos acumulados a continuación muestran que el Fondo ha mantuvo este rendimiento superior a largo plazo.

Rendimientos acumulados al 30 de septiembre de 2007

	15 años	10 años	5 años	1 año	año a- Fecha	3ro Trimestre
Fondo de pequeña capitalización	860,5 %	246,5 %	174,1 %	23,6 %	13,1 %	2,0 %
Inflación más 10%	227.9	495.3		83.2	12.8	10.8
Russell 2000 Índice	410.3	100.8	136.1	12.3	3.2	(3.1)

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

El contribuyente más importante en el trimestre (hasta un 25 %) y en todo el año (hasta un 79%) ha sido Discovery Holdings. David Zaslav ha mejorado los resultados a lo largo del año, aumentando constantemente los márgenes y aumentando el EBITDA en altos índices. También se ha avanzado en la simplificación de la gestión del holding estructura. Utilizamos esta fortaleza de precios para escalar la compañía de vuelta a un nivel normal posición de tamaño.

Fairfax, con un aumento de más del 27% en el trimestre, también se sumó al sólido rendimiento del año. Los La empresa se benefició de una temporada de huracanes favorable y de un bien posicionado cartera de inversión que anticipó muchos de los créditos negativos de este verano eventos. Las ganancias en Olympus, Texas Industries y Service Corp. publicadas anteriormente en el año y discutido en cartas trimestrales anteriores han hecho de estos entre los principales contribuyentes a los retornos de 2007.

El retroceso del 20% en el Nivel 3 en el trimestre hizo que esta acción fuera la más grande detractor del rendimiento tanto en lo que va del año como en los últimos tres meses.

La integración de la adquisición de Broadwing ha sido más engorrosa que anticipado, creando tiempos de aprovisionamiento más largos para los pedidos. Los ingresos de 2007 han retrasado, pero las ventas del próximo año deberían reflejar el atraso acumulado y el crecimiento demanda. Las perspectivas a más largo plazo para la empresa siguen siendo sólidas.

IDT siguió siendo uno de los principales detractores del rendimiento de 2007 después de que disminuyó un 20 % en el tercer cuarto. Aunque los desafíos al negocio de las tarjetas telefónicas han afectado rentabilidad, la empresa vende por mucho menos que el valor de sus activos improductivos, incluidos efectivo, valores, otras inversiones, NOL y espectro.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

En julio completamos la venta de Pepsi Americas. Después de duplicarse desde que lo compramos, la acción alcanzó nuestra tasación. La volatilidad del mercado nos permitió agregar una cantidad significativa a varias posiciones, incluidas Washington Post, Worthington y Fair Isaac. Además, compramos una posición completa en Office Depot y comenzamos a comprar Dillard's y Markel antes de que los precios se recuperaran.

La combinación de cambios en la cartera y el crecimiento del valor en la mayoría de las participaciones del Fondo ayudó a mover la relación precio-valor del alto 70 % al bajo 70 % incluso cuando los precios se apreciaban. Los niveles de efectivo se redujeron del 14% a menos del 5%.

La lista "en cubierta" de acciones que están cerca de cumplir con nuestros criterios sigue siendo sólida. Creemos que tendremos la oportunidad de fortalecer aún más los cimientos del Small Cap Fund y estamos contentos de tener algo de liquidez disponible.

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 3,2% en el segundo trimestre, trayendo rendimiento del año hasta la fecha al 10,8%. En lo que va de 2007, el Fondo está significativamente por delante de nuestra meta anual de inflación más 10% y el Índice Russell 2000.

Los resultados de los últimos doce meses han sido espectaculares, pero no es probable sostenible. Creemos que el rendimiento a largo plazo del Fondo, que ha superado nuestro objetivo de retorno absoluto, es más indicativo de lo que los accionistas podrían esperar durante los próximos cinco años. Los rendimientos acumulados muestran que superar un rendimiento real del 10% conduce a una capitalización significativa durante largos períodos.

Rentabilidad total acumulada al 30 de junio de 2007

	15 Año	10 Año	5 Año	1 Año	Fecha	Trimestre	Año hasta	2do
Fondo de pequeña capitalización	810,3 %	266,2 %	124,8 %	31,3 %	10,8 %	3,2 %		
Inflación más 10%	499,1	229,3	12,7				7.5	3.8
Índice Russell 2000	441,7	84,0	16,4				6.5	4.4
				91,5				

Consulte la página 16 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

La mayoría de los nombres en la cartera han subido este año, pero las ganancias en Discovery y Olympus contribuyó significativamente tanto en el segundo trimestre como en lo que va del año. Discovery aumentó un 20% en los últimos tres meses y se ha apreciado más del 40% en 2007. No se han producido novedades concretas en el trimestre, pero ha habido nueva dirección intensificó el enfoque de la empresa en sus principales puntos fuertes de programación. nuestra valoración ha crecido y la compañía todavía vende por debajo del valor razonable. Olympus ha logrado dio la vuelta a su negocio de cámaras y reportó un crecimiento mejor de lo esperado en su negocio principal de equipos médicos. Texas Industries también ha sido un fuerte contribuyente a los resultados del Small-Cap Fund de este año y gran parte de su aumento se produjo en el primer trimestre. El negocio se mantiene sólido y los múltiplos que se pagan en transacciones para empresas similares implican un valor de mercado privado más alto que el actual. precio.

Fairfax cayó un 15% en el segundo trimestre, probablemente como resultado de la industria general preocupaciones sobre el desempeño de las carteras de bonos a medida que suben las tasas de interés. Nuestro la tasación ha aumentado este año debido a los éxitos operativos y de inversión de Fairfax. IDT continuó el descenso que comenzó en el primer trimestre y es el único nombre que ha restado valor de forma significativa al rendimiento del Fondo en lo que va del año. Tiempo los precios en el negocio de las tarjetas telefónicas de larga distancia son ferozmente competitivos, la red la posición de efectivo y el equipo de administración inteligente y comprometido nos dan confianza en nuestro tasación, que está significativamente por encima del precio actual.

Hemos encontrado varias ideas interesantes de pequeña capitalización, pero solo una cumplió con nuestro precio criterios en el trimestre. Compramos el Washington Post, que Southeastern

Fondo de pequeña capitalización
DISCUSIÓN DE GESTIÓN

ha poseído anteriormente. Confiamos en que asociarnos nuevamente con Don Graham producirá otro resultado exitoso.

La relación precio-valor del Fondo se mantiene en el alto 70%. La posición de efectivo nos permitirá bajar el P/V a medida que encontremos oportunidades que cumplan con nuestros criterios cualitativos y cuantitativos.

Consulte la posdata en la página 5 sobre la volatilidad reciente.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo un trimestre sobresaliente. El 7,4% del Fondo el rendimiento superó significativamente la ganancia del 2,0% del índice Russell 2000, así como la meta de retorno absoluto anual de inflación más 10%. Aunque cada trimestre en el La historia de Small-Cap Fund no ha sido tan sólida como los primeros tres meses de 2007, el Fondo ha superado sistemáticamente tanto al índice de referencia como al bogey absoluto en períodos de más largo plazo.

<u>Devoluciones acumuladas</u>	<u>Inicio</u>	<u>15 años</u>	<u>10 años</u>	<u>5 años</u>	<u>3 años</u>	<u>1 año</u>
Fondo de pequeña capitalización	818,8%	719,6%	289,3%	108,0%	64,5%	24,4%
Inflación más 10%	82,7	194,6	225,5	44,7	12,8	
Russell 2000 Index	566,3	383,3	164,9	40,5	5,9	

Consulte la página 14 para obtener información adicional sobre el rendimiento.

La mayoría de las posiciones en cartera contribuyeron a los resultados del trimestre con una serie de las acciones suben más del 10%. Los dos mejores resultados fueron Discovery y Texas. Industrias. Discovery Holding Company compró el 25% de propiedad de Cox en Discovery Communications a cambio de efectivo y Travel Channel, dejando solo un titular privado restante de los canales propiedad de Discovery. el mejorado estructura mejoró la visión de Wall Street de la empresa. Más importante, Los índices de audiencia han sido sólidos en el primer trimestre. Acciones de Texas Industries aumentó debido en parte a resultados sólidos como una roca, pero también debido a adquisiciones en varias cementeras y agrega empresas que cotizan a múltiplos significativamente más altos que los reflejado en el precio de las acciones de Texas Industries.

IDT restó valor a la rentabilidad del Fondo, con una disminución del 13 %. Competencia de precios feroz entre las compañías de tarjetas telefónicas de larga distancia perjudicó los márgenes. La compañía anunció que utilizará una gran parte de su efectivo para pagar un especial único dividendo.

Durante el trimestre vendimos dos posiciones y comenzamos a comprar dos, aunque así Hasta ahora, los precios no nos han permitido acumular posiciones significativas. A pesar de nuestro oposición al precio de venta, Jacuzzi fue comprado por un grupo de capital privado. Nosotros vendió Vail Resorts cuando la acción se acercó a nuestra tasación.

El sólido desempeño movió la relación precio-valor (P/V) al alto 70%. Si bien tenemos varios nombres que están cerca de nuestro precio de compra, un par de las participaciones se acercan al 90% de la tasación. Los niveles de efectivo aumentaron levemente al 16% del portafolio. Nos gustan los negocios que posee el Fondo y creemos que la mayoría de sus valores se apreciarán a tasas de dos dígitos. Sin embargo, daríamos la bienvenida más volatilidad, particularmente entre las empresas de menor tamaño para que pudiéramos completar varias posiciones y encontrar algunas nuevas. También advertimos a las empresas de pequeña capitalización accionistas que es poco probable que los rendimientos de los próximos tres años sean tan altos como los tres anteriores, en función de los mayores precios de las empresas de este universo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 22,3% en 2006 tras una rentabilidad del 9,3% en el cuarto trimestre. Estos resultados superaron con creces nuestra meta absoluta de inflación más el 10 %, así como el rendimiento del 18,4 % del Índice Russell 2000 para el año y el rendimiento del 8,9 % del Índice durante los últimos tres meses. Durante la última década, el Fondo se ha compuesto al 14,5 %, muy por encima de nuestro objetivo absoluto y del Índice.

Con una capitalización tan significativa, uno supondría que el P/V del Fondo habría aumentado. Sorprendentemente, el P/V comenzó y terminó el año en la parte baja/media del 70%. Tres cosas explican esta estabilidad. Primero, vendimos una cantidad inusualmente grande de empresas durante el año a medida que se acercaban a nuestras valoraciones: Hollinger, Hasbro, Deltic Timber y Saks en la primera mitad, y Shaw, Molson Coors, USI Holdings y Level 3 Bonds en el cuarto trimestre. . En segundo lugar, adquirimos posiciones en 5 nuevos nombres: Del Monte Foods, Fair Isaac, IDT, Texas Industries y Wendy's y añadimos varias participaciones que se vendieron con importantes descuentos. En tercer lugar, los valores de la mayoría de las participaciones aumentaron, algunas a un ritmo significativo.

El crecimiento medio del valor de la cartera fue del 10 %. A pesar de la sólida rentabilidad, el P/V es tan atractivo ahora como a principios de 2006 y el Fondo tiene casi un 14 % de efectivo disponible para reducir el P/V cuando identifiquemos nuevas oportunidades.

El nivel 3 desempeñó el papel más importante en los resultados de 2006 del Fondo. Las acciones casi se duplicaron y los bonos también subieron. El uso de Internet ha crecido con una demanda cada vez mayor de video, voz y datos. La mayor utilización de la capacidad no solo ha frenado las caídas de precios, sino que las adquisiciones que ha realizado Level 3, incluidas Wiltel, Telcove y, más recientemente, Broadwing, han ayudado a consolidar el exceso de capacidad de la industria al tiempo que amplían el alcance directo de Level 3 a clientes en áreas metropolitanas. La acción se mantiene muy por debajo de nuestra evaluación del valor corporativo, y esa evaluación continúa creciendo a un ritmo acelerado.

Shaw Communications subió más del 35 % y alcanzó nuestra valoración. Mencionamos en el Informe del tercer trimestre nuestra inmensa gratitud a Jim Shaw por su perspicacia en la gestión que ahora ha recompensado a los accionistas por segunda vez en la historia del Fondo.

El sólido cuarto trimestre de Jacuzzi lo convirtió en uno de los mayores contribuyentes del Fondo en 2006. Apollo Management ha hecho una oferta para privatizar la empresa. Hemos presentado un 13D declarando nuestra intención de votar en contra de este acuerdo de \$12.50 por acción dada nuestra creencia de que el valor es significativamente más alto y la nueva administración puede generar ese valor. Texas Industries, comprada en el tercer trimestre, aumentó un 24 % en los últimos tres meses y también ayudó a los resultados de todo el año del Fondo. El otro contribuyente importante en el cuarto trimestre y durante el año fue Fairfax. los

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

La compañía mejoró su posición de capital al vender una parte de su subsidiaria Odyssey Re. Esta venta, junto con la buena suscripción de 2006 y la excelente inversión a largo plazo, revirtieron la caída de Fairfax.

Solo dos nombres tuvieron un impacto negativo significativo en el rendimiento de Small-Cap. Pioneer Natural Resources cayó más del 20%, principalmente impulsado por la caída de los precios del petróleo y el gas. Nuestra valoración no se basa en precios altos a corto plazo y, a pesar del retroceso de la energía, nuestra valoración de Pioneer aumentó en 2006. El crecimiento del valor combinado y la caída del precio hacen que la acción se encuentre entre las más baratas de la cartera. Pepsi Américas también perdió terreno durante el año debido a una ejecución relativamente deficiente.

La lista "en cubierta" de Small-Cap es limitada, pero hemos comenzado a agregar un nuevo nombre desde finales de año. La racha de acciones más pequeñas en los últimos años ha hecho que encontrar empresas que califiquen sea más difícil. Continuaremos siendo diligentes mientras buscamos los próximos componentes básicos del Fondo, y estamos contentos de tener liquidez disponible.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 8,4% en el tercer trimestre, lo que llevó el rendimiento del año hasta la fecha al 12,0%. Estos resultados superaron con creces la meta anual absoluta de inflación más el 10 %, así como el aumento del 0,4 % del índice Russell 2000 en el trimestre y una ganancia del 8,7 % para 2006.

La posición más grande del Fondo, el Nivel 3, se apreció más del 20% durante los últimos tres meses. Las tenencias combinadas de acciones y bonos han impulsado la mayoría de los resultados exitosos del Fondo este año. El flujo de efectivo operativo ha crecido a medida que se han ralentizado las caídas de precios. Las adquisiciones de la compañía han permitido que Level 3 amplíe sus ofertas, desde acceso mayorista de red troncal de fibra hasta conectividad directa de clientes en muchas áreas metropolitanas. Nuestra evaluación ha aumentado y creemos que dado el apalancamiento operativo del negocio, el ritmo de crecimiento del valor será sustancial. Como productor de bajo costo, Level 3 también está bien posicionado para realizar adquisiciones de valor agregado en una industria que necesita una mayor consolidación.

La mayoría de las posiciones del Fondo han ayudado a la rentabilidad. Además de Level 3, Shaw Communications ha jugado un papel importante este año. El aumento del 38% de la acción acercó el precio a nuestra valoración de la empresa. Recortamos la posición, que era la posición más grande al comienzo del trimestre, para ayudar a financiar más oportunidades infravaloradas. Posterior al final del trimestre, completamos la venta de Shaw. Jim Shaw ha sido un socio maravilloso para Southeastern y Longleaf dos veces en la historia de la empresa. Esperamos que continúe generando valor. Nuestra disciplina de inversión, sin embargo, dicta que salgamos de una posición cuando no quede ningún margen de seguridad entre el precio y el valor. Esperamos tener la oportunidad de asociarnos nuevamente con Jim Shaw algún día, y le estamos agradecidos.

La única participación que perjudicó significativamente el rendimiento en el trimestre y en lo que va del año fue Pioneer Natural Resources. Si bien el retroceso bursátil del 15% de este año reflejó caídas en los precios de la energía, los precios más bajos de la energía no han afectado nuestra evaluación de los activos de petróleo y gas de la compañía porque la evaluación no se basa en precios altos a corto plazo.

Al vender Shaw y algunos bonos de Nivel 3, añadimos una serie de participaciones existentes que se vendieron con grandes descuentos, particularmente a principios del trimestre. Además, comenzamos a comprar tres nuevos negocios. En años anteriores hemos sido dueños de Texas Industries, la compañía de cemento y agregados, y nos complace tener una posición completa en la compañía nuevamente. Price cooperó menos en nuestros intentos de construir posiciones en Del Monte y Fair Isaac.

Debido a que la fuerte apreciación de los precios en el trimestre superó el crecimiento del valor en la mayoría de las empresas del Fondo, la relación precio-valor (P/V) aumentó ligeramente desde el 60% alto hasta el 70% bajo, incluso con las transacciones que reemplazaron a los más altos

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

P/V holdings con los inferiores. A pesar del aumento del P/V, creemos que tenemos una base sólida para una capitalización exitosa a largo plazo dada la calidad de los negocios que poseemos y los excelentes equipos de gestión que los dirigen.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund se mantuvo mejor en el segundo trimestre que el índice de referencia, cayendo un 2,2 % frente a la caída del 5,0 % del índice Russell 2000. La rentabilidad del Fondo del año hasta la fecha del 3,3 % estuvo por debajo de nuestro objetivo anual absoluto de inflación más el 10 % y la rentabilidad del Índice del 8,2 %.

Dos empresas han impulsado la mayor parte de los resultados positivos de Small-Cap en 2006. Aunque las acciones de Level 3 cayeron un 14% en el segundo trimestre, tanto las acciones como los bonos han logrado ganancias significativas este año. La combinación de crecimiento de la línea superior, mayor flujo de efectivo operativo y varias adquisiciones sólidas ha generado una apreciación del valor. A pesar del gran repunte de la acción, el precio se mantiene a menos del 60% de nuestra valoración.

El precio de Shaw Communications también aumentó constantemente este año, y la acción tuvo el mejor desempeño durante el segundo trimestre. La compañía ha experimentado un rápido crecimiento en su oferta de telefonía de voz sobre IP junto con aumentos de precios y crecimiento de suscriptores en cable básico e Internet de alta velocidad. El valor de Shaw ha aumentado con el crecimiento orgánico sustancial de su negocio.

Olympus y Jacuzzi, que habían estado entre los que más contribuyeron al desempeño en el primer trimestre, devolvieron algunas de esas ganancias en los últimos tres meses. Las recientes caídas de precios no reflejaron un cambio en nuestra perspectiva a largo plazo para ninguna de las compañías, y ambas acciones se mantuvieron en territorio positivo en lo que va del año. Después de su drástico declive en el primer trimestre, Fairfax siguió siendo el mayor detractor del desempeño de 2006 a pesar de que el valor de la empresa se ha mantenido estable y las agencias calificadoras afirmaron las calificaciones de la empresa a principios del segundo trimestre.

Más importante que las oscilaciones de precios a corto plazo del Fondo fue la mejora continua de la cartera de Small-Cap. Durante el trimestre, las nuevas compras ayudaron a reducir los niveles de efectivo a la mitad, incluso cuando vendimos Hasbro y las participaciones mínimas del Fondo en Saks y Hollinger. En cada caso, intercambiamos negocios que vendían cerca de la tasación por empresas con un mayor margen de seguridad entre precio y valor, y con valores que están creciendo más rápidamente. La principal nueva participación en el Fondo fue Wendy's. Tomamos una posición corta de intercambio en Tim Hortons para asegurar el precio que recibiremos por esta cadena de restaurantes canadiense de alta calidad cuando Wendy's la saque en octubre. Esta posición es, por lo tanto, una cobertura, y no una postura bajista sobre Tim Hortons.

Como resultado de las nuevas compras y la suma de varias participaciones existentes extremadamente descontadas, el P/V se movió por debajo del 70 % por primera vez en tres años. La mesa de negociación está trabajando actualmente para agregar dos nombres adicionales que pondrían a trabajar el efectivo restante. El Fondo está invertido casi en su totalidad en un grupo central de participaciones con valores crecientes y equipos de gestión sólidos.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 5,6 % en el primer trimestre, superando el objetivo anual de inflación más el 10 %, pero por debajo del rendimiento del 13,9 % de Russell 2000.

Durante los últimos cinco años, el Fondo ha superado tanto nuestra meta absoluta como el índice, con una composición del 14,3 % anual frente al 12,6 % tanto para la inflación más el 10 % como para el Russell 2000.

El principal impulsor del rendimiento del primer trimestre fue el Nivel 3. A medida que la empresa informó un mayor flujo de caja operativo para 2005 y una mayor orientación para 2006, el precio de las acciones respondió. Los resultados financieros reflejaron nuestra creencia de larga data de que la creciente demanda y la consolidación de la industria finalmente estabilizarían los precios. Además, la empresa realizó una adquisición muy importante de Wiltel y anunció una adquisición más pequeña pero favorable de Progress Telecom. La acción subió más del 80% en el trimestre y los bonos convertibles también subieron significativamente. Nos sentimos cómodos con la posición sobreponderada del Fondo en el Nivel 3 porque la renta variable se vende con un gran descuento frente a una tasación creciente. La mejora de los fundamentos de la empresa no solo ha aumentado el valor de Level 3, sino que también ha proporcionado protección y cobertura adicionales a los bonos convertibles y no convertibles.

Varios otros valores ayudaron a la rentabilidad, con Shaw, Jacuzzi y Olympus a la cabeza. Shaw reportó sólidos resultados en todos los frentes y su valor siguió aumentando. En Jacuzzi, la división no residencial, Zurn, registró resultados sobresalientes y la compañía ha tomado medidas para cambiar su negocio de baños residenciales. Olympus mostró una mejora significativa en el negocio de las cámaras debido a los recortes de costos y una nueva cámara SLR exitosa. Si bien el creciente y rentable negocio de equipos médicos genera el 90 % de las ganancias, el mercado sigue centrado en las cámaras.

Pioneer Natural Resources y Fairfax Financial dañaron el desempeño en el trimestre.

Pioneer cayó un 13% debido a que los precios del petróleo y el gas retrocedieron y la compañía reportó malos resultados de exploración en 2005. Las acciones se venden muy por debajo de nuestra evaluación y por mucho menos que las compañías de petróleo y gas comparables debido a la larga vida de sus reservas. Fairfax retrasó su informe anual debido a una reformulación que los auditores exigieron en Odyssey Re, la compañía de reaseguros que Fairfax posee en un 80%. La reexpresión se relacionaba con el momento en que se reconocerían las ganancias en ciertos contratos de reaseguro finitos desde hace diez años. Odyssey presentó su 10-K y Fairfax publicó su informe anual, después del horario comercial del 31 de marzo.

Las agencias calificadoras han afirmado las calificaciones de Fairfax. Nada de esto afectó nuestra tasación, que es sustancialmente más alta que el precio.

Hemos completado la venta de Deltic Timber, que alcanzó nuestra tasación.

Oportunidades de inversión que cumplen con nuestros criterios cualitativos y se venden a un

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

fuerte descuento a la tasación siguen siendo difíciles de encontrar. El universo de pequeña capitalización ha tenido una gran racha en los últimos tres años, con un promedio de 29,5% anual medido por el Russell 2000, y el repunte largo ha sido algo amplio. El resultado ha sido niveles de efectivo más altos de lo que nos gustaría. Al final del trimestre, el Fondo de pequeña capitalización tenía el 12,5% de las reservas de efectivo.

Un par de empresas están "en cubierta", lo que significa que cumplen con nuestros criterios cualitativos pero no son lo suficientemente baratas. Tenemos la esperanza de que estas ideas u otras que encontremos nos permitan convertir el efectivo de bajo rendimiento en oportunidades de inversión. Además, varios nombres calificados nuevos ayudarían a acercar la relación precio-valor del Fondo a los promedios históricos desde su nivel actual de mediados del 70%.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

Longleaf Partners Small-Cap Fund terminó el año con una subida del 10,8 % tras una sólida ganancia del 4,4 % en el cuarto trimestre. Estos resultados superaron con creces la rentabilidad del Índice Russell 2000 del 4,6% en 2005 y del 1,1% en los últimos tres meses. Aunque el Fondo no alcanzó la inflación más del 10% para el año, la capitalización de dos dígitos se sumó al exitoso historial a largo plazo de Small-Cap.

La cartera avanzó significativamente durante 2005. Iniciamos el año con casi un 30% de caja. Gracias a encontrar una serie de nuevas inversiones por primera vez en varios años, el efectivo cayó por debajo del 8%. También obtuvimos un fuerte crecimiento del valor en las participaciones existentes a nuestro favor. La combinación de nuevas compras y crecimiento del valor ayudó a reducir la relación precio-valor (P/V) de la cartera desde los niveles máximos hasta los bajos 70%. Si bien todavía está por encima del promedio a largo plazo, la mejora de P/V es notable, especialmente dado el desempeño de dos dígitos.

Solo cuatro de los nueve nuevos nombres son posiciones completas porque los precios subieron más allá de nuestro descuento requerido antes de que pudiéramos comprar tantas acciones como deseábamos. Afortunadamente, dos pedidos completos fueron Pioneer Natural Resources y Olympus. Estas dos participaciones ayudaron a impulsar los resultados del Fondo con un aumento de cada acción de más del 30 % desde la compra. No solo se apreciaron las acciones de Pioneer, sino que nuestra valoración también creció con el aumento de los precios de la energía y la asignación de capital extremadamente productiva por parte de la gerencia. El negocio médico de alto crecimiento de Olympus comenzó a eclipsar su poco rentable negocio de cámaras. Olympus fue uno de los mejores en el cuarto trimestre, así como en el año.

Los resultados de Level 3 indicaron mejores precios para sus negocios de protocolo de Internet y transporte, y la empresa anunció la compra de WilTel en el cuarto trimestre. Esta consolidación de la industria debería generar ahorros sustanciales en los costos. Las buenas noticias ayudaron a impulsar las acciones y bonos de Level 3, particularmente en el cuarto trimestre. La posición combinada de Small-Cap tuvo un impacto significativamente positivo en los resultados de 2005.

Solo cuatro participaciones, Hollinger, Jacuzzi, Molson Coors y Fairfax, perdieron terreno durante el año y ninguna tuvo un impacto significativo en el desempeño del Fondo. La caída del cuarto trimestre de Fairfax estuvo acompañada de una consulta de toda la industria relacionada con el reaseguro finito, que Fairfax afirma que ha contabilizado adecuadamente.

Vendimos dos nombres en 2005: la participación rentable restante en Texas Industries en el primer trimestre y Neiman Marcus en el cuarto. Neiman, que los inversionistas privados compraron a \$100 por acción, sirve como un buen ejemplo de cómo la combinación de un gran negocio y una administración particularmente capaz puede incrementar los retornos de inversión. Compramos Neiman a mediados de los años 20 a fines de 1999 cuando la burbuja tecnológica eclipsó todas las acciones no tecnológicas. Dada la calidad de

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN

la marca Neiman y sus ventas superiores por pie cuadrado, creíamos que estábamos comprando un dólar de 60 centavos con buenas perspectivas de crecimiento del valor. Durante el período de seis años, a pesar de la caída de las puntocom y la recesión económica, nuestra valoración de Neiman se duplicó con creces. No solo se cerró la brecha inicial entre el precio y el valor, sino que, gracias al talento operativo de la gerencia, el crecimiento superior del valor ayudó a acelerar nuestro rendimiento total a más del 300 %. Neiman fue el mayor contribuyente al rendimiento en 2005.

Después de tres años de rendimientos anuales promedio del 22,3 %, la cartera de Small-Cap Fund es sorprendentemente atractiva, particularmente en comparación con hace un año. Si bien el P/V es más alto que el promedio a largo plazo, ha mejorado significativamente. Además, el Fondo ha reemplazado sus reservas de efectivo de bajo rendimiento con negocios de alta calidad que ofrecen muchas más oportunidades. Es improbable que el rendimiento de los próximos tres años supere a los últimos tres, pero creemos que el Fondo está bien posicionado para hacer frente a la inflación más un 10 % a largo plazo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund ha subido un 6,1% en 2005 tras su subida del 1,5% en el tercer trimestre. El índice Russell 2000 ha ganado un 3,4% en lo que va del año después de su rendimiento del 4,7% en los últimos tres meses. Si bien los resultados han superado al índice en lo que va del año, no hemos alcanzado nuestra meta anual absoluta de inflación más 10% en lo que va del año.

Parte de la baja rentabilidad del año se puede atribuir a las grandes reservas de efectivo del Fondo mantenidas durante la mayor parte de 2005. El Fondo comenzó el año con casi un 30% de efectivo. La buena noticia es que en el tercer trimestre el efectivo cayó a un solo dígito por primera vez en dos años. La mejor noticia es que hemos convertido el efectivo de bajo rendimiento en una serie de inversiones extremadamente descontadas con un potencial de rendimiento mucho mayor.

Comenzamos a identificar nuevas oportunidades que calificaron en el segundo trimestre. Durante el tercer trimestre agregamos a varios de ellos y compramos una nueva acción, Discovery. Somos propietarios de varias empresas relacionadas con el entretenimiento en los tres Longleaf Funds. Discovery tiene algunas de las características más atractivas entre los proveedores de contenido, ya que sus canales transmiten principalmente programación de alta calidad y bajo costo que se puede trasladar fácilmente a múltiples geografías. Hasta julio, Discovery era una empresa privada con el 50% de sus acciones propiedad de Liberty Media, una participación en Partners Fund. Liberty separó su parte en una oferta pública que nos dio la oportunidad de ser dueños de Discovery en el Small-Cap Fund.

Una de las compras en el segundo trimestre, Pioneer Natural Resources, tuvo un impacto rápido en los rendimientos, liderando las ganancias del segundo trimestre y convirtiéndose así en uno de los mayores contribuyentes del año. Las acciones subieron un 31% en los últimos tres meses ya que la empresa se benefició del aumento de los precios de la energía y una asignación de capital muy productiva. El otro impulsor de los resultados de 2005 ha sido Neiman Marcus, que fue adquirida por compradores privados a principios de octubre, lo que afectó tanto a la distribución de las ganancias de capital como al saldo de caja del Fondo. Continuaremos buscando inversiones calificadas adicionales para redistribuir los ingresos, pero como siempre, seremos disciplinados y pacientes.

Dos participaciones, Level 3 y Molson Coors, han lastrado la rentabilidad del año, aunque ambas se apreciaron durante el tercer trimestre. No se han producido cambios significativos en nuestra evaluación de Molson Coors desde la reducción del precio discutida en el Informe semestral. En el caso del Nivel 3, la caída del primer trimestre en las acciones, no en los bonos, explica casi todo el impacto negativo del año. Indicios de precios más firmes en los negocios de IP y Transporte de Level 3 han comenzado a mostrarse en las finanzas más recientes. Además, Jim Crowe y los competidores de la empresa han comenzado a ver mejores precios. Todavía no hemos ajustado nuestra evaluación, pero nos sentimos alentados por las señales positivas. En el tercer cuarto Jacuzzi tuvo el único gran

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

impacto negativo en el Fondo. El presidente de la compañía se fue debido a las decepcionantes ganancias impulsadas por los productos de la marca Jacuzzi. Los rumores de una posible compra habían hecho subir las acciones, pero la agitación retrasó cualquier "catalizador" que anticipara Wall Street, lo que hizo que el precio bajara un 25%. Los cambios a corto plazo en el sentimiento crean oportunidades. Nuestra valoración de la empresa creció porque el lado comercial del negocio, Zurn, tuvo buenos resultados. Aprovechamos la nueva disparidad entre precio y valor y aumentamos la participación de Small-Cap.

Las compras en la cartera, así como los valores crecientes, ayudaron a reducir la relación precio-valor al bajo 70%. Esta es una disminución significativa desde el comienzo del año y, junto con el saldo de efectivo mucho más bajo, hace que la perspectiva de capitalización futura sea más brillante.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund rindió un 2,3 % en el segundo trimestre y subió un 4,6 % durante la primera mitad de 2005. Por el contrario, el Russell 2000 añadió un 4,3 % en los últimos tres meses, pero permaneció en números rojos en lo que va del año, un 1,3% menos.

Neiman Marcus impulsó los resultados positivos del Fondo en lo que va del año cuando una firma de capital privado acordó comprar la compañía por \$100 por acción. La fecha de cierre aún no es firme, pero si ocurre antes del 31 de octubre, las ganancias realizadas ya significativas de Small-Cap (actualmente más del 10% del NAV) aumentarán en aproximadamente un tercio. Estas ganancias son todas a largo plazo y son el resultado de algunas inversiones extremadamente exitosas. No tendremos una estimación final de la distribución de ganancias hasta fines de octubre, y esperamos que el acuerdo de Neiman se cierre después del 31 de octubre. Para aquellos socios que están sujetos a impuestos, pensamos que esta información sería de interés.

El desempeño del Fondo estuvo por debajo de la inflación más 10% en la primera mitad. Aunque Level 3 tuvo un impacto positivo en los rendimientos del segundo trimestre, nuestra inversión, impulsada principalmente por la parte de capital, perjudicó los resultados de 2005. No se han producido noticias significativas desde el último trimestre y nuestra evaluación no ha cambiado sustancialmente.

Durante el segundo trimestre, varias participaciones ayudaron al rendimiento, encabezadas por PepsiAmericas, Fairfax y una nueva inversión, Pioneer Natural Resources. El crecimiento continuo de los ingresos y el flujo de efectivo operativo ayudaron a impulsar las acciones de PepsiAmericas. En Fairfax, la mejora operativa continua y la recapitalización en la que participó el Fondo dieron lugar a una decisión de calificación crítica que fortalecerá la competitividad del negocio principal de seguros de Fairfax. Pioneer Natural Resources ha sido una participación en el Fondo de Socios durante bastante tiempo y, a medida que su valor y precio crecieron a principios de 2004, redujimos la posición en ese Fondo. Durante el trimestre el precio bajó, brindando una ventana para agregar esta compañía al Fondo de Pequeña Capitalización. La acción se ha apreciado desde la compra a mediados de mayo, pero se vende muy por debajo de nuestra valoración.

La única caída significativa en el trimestre se produjo en Molson Coors cuando sorprendieron a los inversores con el anuncio de ganancias débiles en Carling en el Reino Unido. Nuestra tasación cayó en un porcentaje de un dígito, pero la acción cayó casi un 20 % en el trimestre, convirtiéndola en una de las tenencias más descontadas de la cartera.

La posición de efectivo del Fondo se redujo casi a la mitad en los últimos tres meses a menos del 18% como resultado de una serie de nuevas compras. Agregamos a varias participaciones existentes infravaloradas y también compramos nuevos nombres, incluidos Pioneer Natural Resources, Willis, Service Corp., Olympus y Hollinger. En la mayoría de los casos adquirimos solo posiciones parciales por varias razones. En lo que va del año, con la excepción de Service Corp y USI Holdings, cada una de las nuevas participaciones se

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

ahora o ha tenido un puesto en uno de los Longleaf Funds. Nuestra familiaridad con estos negocios y las personas que los dirigen nos hace confiar en nuestro conocimiento y comprensión de cada uno.

Con dinero en efectivo hasta los adolescentes y una lista "en cubierta" de nuevos nombres por primera vez en mucho tiempo, estamos satisfechos con el progreso del Fondo. La relación precio-valor se ha vuelto más atractiva a mediados de los 70%, ayudada por la compra de valores infravalorados y el crecimiento del valor de nuestras participaciones.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners subió un 2,2%, mientras que el índice Russell 2000 cayó un 5,3%. El rendimiento del Fondo en el trimestre fue inferior a nuestra meta anual de inÖación más 10%.

El aumento del 35% en las acciones de Neiman Marcus fue el principal factor que contribuyó al desempeño positivo de Small Cap. La compañía anunció que está explorando una posible venta y la expectativa es por un precio superior basado en los sólidos resultados de los últimos años. Tanto Shaw Communications como IHOP también ayudaron al retorno del Fondo. Shaw continuó desempeñándose sólidamente en todas las áreas, mientras que IHOP mantuvo su transición exitosa hacia un modelo de crecimiento menos intensivo en capital.

El nivel 3 perjudicó el desempeño del Fondo ya que las acciones cayeron un 39% y los bonos también cayeron, aunque no tanto. La compañía anunció una tasa de consumo de efectivo más alta para 2005 de lo que muchos esperaban, así como mayores gastos de capital relacionados con el crecimiento de nuevos negocios. Dada esta creciente demanda, junto con la posición de bajo costo de Level 3 entre sus competidores y la consolidación que se está produciendo desde hace mucho tiempo entre los proveedores de servicios de telecomunicaciones, creemos que las acciones de Level 3 siguen infravaloradas y sus perspectivas para los próximos tres a cinco años son atractivas.

Fairfax cayó un 10%, aunque nuestra valoración se mantuvo estable. La mayoría de las compañías de seguros sufrieron caídas en las acciones durante el trimestre. El ciclo de mercado más suave en relación con hace unos años significa precios más bajos; la reforma del asbesto parece menos probable; y un escándalo que rodea al actor más grande, AIG, ha dejado una mancha en toda la industria, particularmente para las aseguradoras que usan el reaseguro Ñnite. En el caso específico de Fairfax, los vendedores en corto y ciertos analistas del lado de la venta junto con los medios de comunicación en deuda con ellos continúan arrojando barro a la empresa.

El lado positivo de la debilidad de la industria de seguros es que nos brindó alguna oportunidad. Aumentamos nuestra posición en Odyssey Re durante el trimestre y compramos una pequeña cantidad del corredor de seguros USI Holdings. Las compras en el trimestre no compensaron las ventas. Redujimos varias participaciones que se acercaban a nuestra tasación y completamos la venta de Texas Industries. Estamos agradecidos con el presidente Bob Rogers, el director ejecutivo Mel Brekhus y el resto del equipo de TXI por hacer un gran trabajo operativo y por hacer los movimientos de asignación de capital que resultaron en una inversión tan exitosa para Longleaf.

Coors completó su fusión con Molson. La empresa sigue prosperando bajo el liderazgo de Leo Kiely y creemos que la nueva entidad sigue estando sustancialmente infravalorada. Se puede obtener una ventaja de los ahorros de costos en la combinación y menos riesgo debido a las principales posiciones de mercado en tres geografías (Canadá, Reino Unido y EE. UU.) en lugar de dos.

**Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE
ADMINISTRACIÓN** *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Aunque la relación precio-valor del Fondo cayó un poco en el trimestre a mediados del 70 %, el saldo de caja de Small-Cap aumentó al 32 %. Tenemos la esperanza de que podemos seguir descubriendo nuevas ideas y que podremos ejecutar con éxito nuestras órdenes de compra.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund entregó otro año de capitalización exitosa, con un aumento del 14,8 % después de un rendimiento del 11,3 % en el cuarto trimestre. Si bien los resultados estuvieron por debajo del 18,3% del Russell 2000 para 2004 y del 14,1% en el cuarto trimestre, el rendimiento superó nuestra meta absoluta de inflación más un 10%.

La rotación de activos superior al promedio del 31% indica una gran cantidad de actividad de la cartera. Comenzamos 2004 con diecinueve acciones y durante el transcurso del año vendimos nueve. Particularmente gratificante fue que las nueve fueron inversiones rentables, incluidas MONY y Hollinger, que tuvieron gestiones decepcionantes. En el cuarto trimestre liquidamos tres posiciones: Hilton, Forest City Enterprises y NCR. Cada una de estas experiencias de inversión representó la implementación exitosa de nuestra disciplina. Tenían negocios consolidados competitivos dirigidos por propietarios-operadores capaces. Los compramos con un gran descuento debido a desafíos a corto plazo y/o percepciones erróneas sobre sus perspectivas.

Debido a sus sólidas características cualitativas, estas empresas aumentaron sustancialmente su valor durante el tiempo que las mantuvimos. Nuestros resultados exitosos se derivaron *tanto* del precio con un gran descuento que pagamos como del crecimiento de valor de dos dígitos logrado durante nuestro período de propiedad.

No solo vendimos muchos nombres, agregamos seis nuevas participaciones durante el año. Creamos con éxito posiciones completas en Coors, Hasbro y Hilb, Rogal & Hobbs. Lamentablemente, los precios de las tres empresas que agregamos en el cuarto trimestre se movieron rápidamente por encima de nuestro límite de compra. Solo en un caso, Everest Re, obtuvimos una posición más que insignificante.

El desequilibrio entre compras y ventas del Fondo hizo que los niveles de caja pasaran del 15% de principios de año al 29%. Los bajos rendimientos del efectivo obstaculizaron un poco los resultados, pero el rendimiento de los valores del Fondo impulsó las cifras exitosas de Small-Cap. Cada uno de los principales contribuyentes al rendimiento del Fondo, incluidos Texas Industries, NCR, Neiman Marcus y Coors, aumentaron más del 35 % durante el año y generaron sólidos rendimientos en el cuarto trimestre. Los bonos del Nivel 3 también agregaron significado a las cifras de 2004. A principios de año, los bonos cotizaban cerca de la paridad y los redujimos. En el segundo trimestre cayeron a bastante descuento que añadimos a la posición. A finales de año, los bonos habían subido y el Fondo se benefició tanto de la mejora del precio como del gran cupón que recibimos a lo largo del año.

Desafortunadamente, el éxito de nuestros bonos de Nivel 3 no compensó por completo la caída de nuestra posición en acciones. Después de ser uno de los mayores contribuyentes positivos al rendimiento de 2003, Level 3 cayó un 40% en 2004 a pesar de un repunte del 30% en el cuarto trimestre. Creemos que la empresa es el proveedor de servicios de red troncal de fibra óptica de menor costo y mayor nivel de servicio, pero enfrentó dos desafíos específicos durante el año.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

El negocio de módem administrado que atiende a clientes de acceso telefónico sufrió un redimensionamiento de puertos por parte de AOL. Si bien el uso de banda ancha aumentó la demanda de capacidad de red troncal de fibra a tasas cercanas al 100%, la competencia de precios impulsada por el exceso de capacidad dejó los ingresos sin cambios. Estas dos dinámicas perjudicaron nuestra evaluación del negocio al empujar el crecimiento del flujo de caja hacia el futuro, pero el precio de las acciones cayó mucho más dramáticamente. Seguimos siendo grandes propietarios de Level 3 porque creemos que el crecimiento de la línea superior es una cuestión de cuándo, no de si. La fuerte demanda de banda ancha debería continuar ya que solo alrededor de una cuarta parte de los hogares de EE. UU. tienen actualmente este tipo de conexión. Los servicios adicionales, como voz sobre IP y video a pedido, aumentarán aún más la utilización de la capacidad. A medida que este crecimiento combinado absorba la capacidad, los precios deberían estabilizarse porque los competidores con redes más antiguas no pueden justificar los desembolsos de capital a los precios actuales. Creemos que el Nivel 3 tiene el poder de permanencia más largo mientras espera que cambien los precios porque:

- , Su estructura de costos es la más baja de la industria.
- , La estructura del apalancamiento de la compañía es formidable sin deuda bancaria, y sus primeros pagarés no vencen hasta 2008. Recientemente, la compañía recompró gran parte de su obligación para 2008 después de una colocación exitosa de pagarés de 2011.
- , La empresa ha estado agregando clientes y los ingresos incrementales tienen márgenes de contribución del 60%. El potencial de comprar otro competidor más débil como lo hicieron con Genuity ofrece una oportunidad de ingresos adicional.
- , El equipo de gestión dirigido por Walter Scott y Jim Crowe tiene un sólido historial operativo y de asignación de capital, han practicado una contabilidad conservadora y son propietarios sustanciales.

Lograr una inflación más el 10% será un desafío en 2005 si no podemos encontrar un puñado de nuevas inversiones calificadas. Nuestra alta posición de efectivo está obteniendo rendimientos mínimos, y varias participaciones se están acercando a su valor total. La relación precio-valor del Fondo está por debajo del máximo histórico del año pasado debido a las compras y ventas, así como al crecimiento del valor. El P/V, sin embargo, todavía está rondando los altos 70%.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 2,0% en el tercer trimestre frente a una caída del 2,9% en el índice Russell 2000. En lo que va del año, el Fondo ha subido un 3,2 % frente al 3,7 % del Russell 2000. Aunque el rendimiento del Fondo es positivo para el año, hasta ahora no hemos alcanzado nuestro objetivo anual de inflación más un 10 %.

Si bien es posible que el rendimiento reciente del Fondo no refleje el progreso, la cartera experimentó una serie de cambios positivos durante el trimestre. Vendimos Genlyte y recibimos ganancias de la adquisición de MONY por parte de AXA. Agregamos dos nuevos puestos: Hasbro, el fabricante de juguetes, y Hilb, Rogal & Hobbs, el corredor de seguros. Previamente habíamos tenido ambos y estábamos entusiasmados de que las preocupaciones del mercado a corto plazo nos permitieran comprarlos nuevamente con descuentos sustanciales en nuestras tasaciones.

Durante el trimestre, Texas Industries continuó la recuperación que comenzó en el segundo trimestre, impulsada por los fuertes precios del acero. La empresa subió un 25 % en los últimos tres meses y ha subido un 39 % en el año, lo que convierte a esta participación en la que más contribuye positivamente a la rentabilidad de Small-Cap en ambos períodos.

Las acciones de Level 3 cayeron un 26% en el trimestre y los bonos también retrocedieron. En nuestra opinión, ninguna otra noticia aparte de la breve incursión en curso precipitó el reciente declive. El fuerte crecimiento de la empresa en la demanda de su capacidad de red troncal de fibra sigue siendo contrarrestado por una fuerte competencia de precios. En nuestra opinión, la acción, que ha tenido el mayor impacto negativo en los resultados del Fondo este año, es la más infravalorada de la cartera.

La otra acción que perjudicó tanto el desempeño reciente como el del año hasta la fecha es Fairfax Financial Holdings. Este suscriptor de seguros ha hecho un gran progreso al cambiar sus divisiones problemáticas en los últimos años. Debido al apalancamiento en la sociedad de cartera, así como a una estructura compleja, Fairfax ha sido el objetivo de los vendedores en corto. Creemos que la empresa se vende con un gran descuento sobre su valor, que la mayoría de las afirmaciones negativas de los analistas son infundadas y que los fundamentos de la empresa seguirán mejorando.

La cartera ha hecho un progreso sustancial este año.

, Hemos vendido una serie de negocios a precio completo.

, Hemos comprado tres nuevos nombres de alta calidad con importantes descuentos para evaluación.

, Los valores han crecido en la mayoría de las explotaciones.

Encontrar un hogar para el 22% de efectivo en el Fondo debería reducir aún más la relación precio-valor, que hoy en día se encuentra en el bajo 70%.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo un sólido segundo trimestre. El Fondo subió un 3,6 %, superando el rendimiento del 0,5 % del índice Russell 2000 y alcanzando nuestro objetivo absoluto anualizado de inflación más un 10 %. Para la primera mitad de 2004, la pequeña capitalización subió un 5,2% y el índice Russell 2000 aumentó un 6,8%.

Coors, la única incorporación nueva a la cartera este año, fue el mayor contribuyente al rendimiento de la primera mitad del Fondo, con un aumento de más del 30 % desde que compramos las acciones a partir de mediados de enero. La mayor parte de la rentabilidad se generó en el primer trimestre gracias a los buenos resultados de las marcas británicas de la empresa, Carling y Grolsch.

NCR reportó sólidos resultados en su subsidiaria Teradata que proporciona almacenamiento de datos y en su negocio de cajeros automáticos más tradicional. Nuestra evaluación de la empresa ha crecido a un ritmo elevado con la combinación de iniciativas exitosas de reducción de costos y aumento de los ingresos. La acción subió un 13% en el segundo trimestre y subió un 28% en lo que va del año hasta junio.

En el segundo trimestre, Hilton y Texas Industries fueron los otros contribuyentes principales a los resultados, borrando el rendimiento negativo de cada uno en el primer trimestre y dando como resultado un impacto positivo en el Fondo de pequeña capitalización para la primera mitad. En Hilton, la ocupación y las tarifas de las habitaciones continuaron aumentando a medida que los viajes, en particular los viajes de negocios, volvieron a la vitalidad. Los mayores costos de transporte ayudaron al negocio de cemento de Texas Industries frente a las importaciones, pero el principal impulsor de los sólidos resultados de la empresa fue el aumento de precios para la subsidiaria de acero.

El desempeño de las acciones de Jacuzzi en los primeros seis meses fue una imagen especular de Hilton y Texas Industries. La empresa registró un primer trimestre sólido, pero cayó un 14% en el segundo. El efecto general de Jacuzzi en el rendimiento de la primera mitad de Small-Cap fue positivo. En los últimos tres meses, aunque los ingresos crecieron muy bien, la empresa asumió varios cargos únicos relacionados con los esfuerzos de reestructuración del nuevo director de operaciones, Don Devine. En el futuro, Jacuzzi debería beneficiarse de estos cambios a través de operaciones mejoradas. Nuestra evaluación no se vio afectada.

A principios de año, Level 3 redujo las expectativas en su negocio de módems gestionados debido a la disminución del tráfico de acceso telefónico de AOL. La competencia de precios continuó neutralizando el volumen de Protocolo de Internet (IP) en rápido crecimiento. En respuesta a los anuncios de Level 3 en el primer trimestre, redujimos nuestra evaluación para reflejar un flujo de efectivo más bajo en 2004, pero nuestra evaluación a largo plazo de la compañía y sus perspectivas se mantuvo optimista. Creemos que la expansión de la utilización de la capacidad tanto de los clientes de banda ancha como de los nuevos servicios, como voz sobre IP, generará mejores precios en los próximos años, y que Level 3 está fuertemente posicionado para ser un beneficiario de bajo costo. La caída de la acción durante la primera mitad hizo que Level 3 sea el fondo de pequeña capitalización que más lastre para el rendimiento. Si bien las acciones cayeron en ambos

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

trimestres, nuestras diversas tenencias de bonos ayudaron a compensar parte de la pérdida, y la posición combinada proporcionó un rendimiento positivo en el segundo trimestre.

Durante el segundo trimestre, la dirección de MONY, que utilizó decenas de millones de dólares de los accionistas para pagar a los abogados y apoderados, ganó su voto para ser adquirida por AXA por un estrecho margen, con alrededor del 53 % de los votos. Los fuertes gastos de la gerencia y un cambio en la fecha de registro triunfaron, a pesar de la oposición de los Servicios para Accionistas Institucionales y Glass Lewis y la protesta generalizada sobre el pago excesivo de la gerencia. Esta experiencia ofrece varias lecciones para nuestros accionistas: 1) Southeastern luchará contra las gerencias que consideramos que están destruyendo valor o actuando de manera poco ética (y Southeastern, no el Fondo, pagó por la lucha contra el MONY); 2) Un error de investigación en la evaluación de la gestión en la etapa inicial puede no resultar en una pérdida si compramos el valor infravalorado con suficiente margen de seguridad (ganamos dinero con la inversión de MONY).

La relación precio-valor de las acciones del Small-Cap Fund cayó desde un máximo casi histórico del 80% en enero al 70% a principios de julio.

Las ventas de varias participaciones a precio completo, principalmente en el primer trimestre, ayudaron a generar la caída al igual que el crecimiento del valor en muchas de las empresas que permanecieron en la cartera. El efectivo en el Fondo aumentó del 15% al 25% durante los seis meses.

Varios negocios con las características cualitativas que requerimos han disminuido recientemente a aproximadamente el 60% de su valor. Tenemos la esperanza de que los precios caigan por debajo de nuestros límites de compra para que podamos convertir algunas de nuestras reservas de efectivo en oportunidades de mayor rendimiento.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 1,5% durante el primer trimestre y finalizó el período de doce meses con una subida del 53,7%. El índice Russell 2000 también se capitalizó a un ritmo fenomenal, aumentando un 6,3 % en los últimos tres meses y un 63,8 % en el último año. Ese nivel de capitalización anual no se mantendrá a largo plazo.

Seguimos siendo los principales accionistas del Small-Cap Fund porque creemos que conservaremos el capital y obtendremos un rendimiento real de la inversión más un 10 % a lo largo del tiempo.

La cartera de Small-Cap tuvo una gran cantidad de actividad durante el trimestre. Vendimos Alleghany, Brascan, Hollinger y Timberwest porque los cuatro alcanzaron nuestra tasación. Redujimos varias posiciones a medida que los precios se acercaban más al valor. Encontramos una nueva inversión, Coors, que aumentó un 24 % por encima del costo, lo que la convirtió en el mayor contribuyente al rendimiento del Fondo. Las preocupaciones a corto plazo sobre Coors Light en medio de la moda baja en carbohidratos ignoraron la fuerza y las oportunidades de crecimiento de la marca Coors Light en los EE. UU. y Canadá y las marcas Carling y Grolsch en el Reino Unido. Además, el CEO Leo Kiely está implementando una alternativa baja en carbohidratos y mejorando significativamente la eficiencia operativa y el flujo de efectivo en la empresa.

A principios del trimestre, cuando los bonos del Nivel 3 se acercaron a la par y las acciones subieron, recortamos ambas posiciones. En marzo, cuando Level 3 redujo las expectativas de flujo de efectivo operativo para 2004, los precios cayeron, perjudicando el rendimiento del Fondo. El negocio de módems administrados disminuirá debido a que AOL está reduciendo su negocio de Nivel 3 luego de las revisiones en las expectativas de crecimiento de acceso telefónico de AOL. Además, la competencia de precios en el segmento de Protocolo de Internet se ha mantenido terrible durante más tiempo de lo previsto. Aunque la demanda de tráfico IP está creciendo, los ingresos son bajos. Por otro lado, los ingresos del transporte están aumentando a un ritmo saludable. Nuestra evaluación de Level 3 se mantiene muy por encima de su precio porque creemos que más allá de 2004 la empresa compensará con banda ancha lo que pierde en el servicio de acceso telefónico, se beneficiará a medida que los precios se vuelvan más racionales y seguirá experimentando aumentos masivos en la demanda con el crecimiento de nuevas aplicaciones como voz sobre IP y comunicaciones inalámbricas. Aprovechamos la caída del precio comprando más notas senior y convertibles a finales de marzo. Aunque las ventas anteriores y los precios más bajos redujeron la posición combinada de nivel 3 de Small-Cap del 12,5 % al 10,7 % durante el trimestre, la compañía sigue siendo la mayor participación del Fondo con los bonos ahora más ponderados que las acciones.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

La administración de MONY continuó alcanzando nuevos mínimos con su comportamiento durante el trimestre. Después de que la gerencia acordó vender a AXA por un múltiplo muy bajo del valor contable y un paquete de indemnización muy alto, los accionistas de todas las direcciones (incluido Longleaf) expresaron una gran oposición al acuerdo. Los servicios de accionistas institucionales y Glass Lewis, los dos principales servicios independientes de asesoramiento por poder, también se pronunciaron en contra del acuerdo, y un juez de Delaware exigió a MONY que modificara sus materiales de poder para indicar que los pagos por cambio de control a la gerencia eran "considerablemente más lucrativos que es normal". La respuesta de MONY a la oposición vocal de los accionistas fue gastar los activos corporativos en demandar a los accionistas (incluido Longleaf), y su respuesta al juez de Delaware fue reducir la indemnización por despido de la gerencia lo suficiente como para financiar un aumento de \$0.10 en el precio de compra de \$31. Un ajuste de diez centavos en el precio de compra no significa nada cuando nuestro valor para la empresa, si se gestiona adecuadamente, está por encima de los 40 dólares por acción. Con este fin, hemos recomendado que Robert M. Devlin, expresidente y director ejecutivo de American General, sea instalado como jefe de un nuevo equipo de gestión. Además, en su declaración de representación revisada, MONY reconoció que habría tenido dificultades para obtener un voto afirmativo de la mayoría de las acciones en circulación utilizando las fechas originales de registro y reunión. En una medida que fue impugnada (pero confirmada) en un tribunal de Delaware, MONY cambió el registro y las fechas de las reuniones, lo que permitió a los arbitrajistas con posiciones en un instrumento de deuda convertible emitido por AXA financiar el acuerdo, comprar acciones de MONY y votar en la fecha posterior reunión. A pesar de que la votación MONY se ha convertido en una batalla arbitral, Southeastern tiene la intención de seguir expresando su oposición al acuerdo. Visite el sitio web de la SEC en www.sec.gov bajo *filings* corporativos de MONY si está interesado en leer nuestras cartas y comunicados de prensa que se oponen al acuerdo.

La venta de valores totalmente valorados y la compra de inversiones con grandes descuentos ayudaron a reducir la relación precio-valor del Small-Cap Fund de un máximo histórico del 85 % al 79 %. Las reservas de efectivo pasaron del 15% a casi el 28%. Cerramos el trimestre no solo con un desempeño positivo, sino también con una cartera que contiene menos riesgo y, cuando encontramos un hogar para el efectivo, muchas más oportunidades de retorno.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Longleaf Partners Small-Cap Fund tuvo un año sobresaliente con un rendimiento del 43,9 %, casi el cuádruple de nuestro objetivo absoluto de inflación más un 10 %. El cuarto trimestre sumó 14.6%. Los inversores que se centran en los rendimientos relativos podrían sentirse decepcionados de que los resultados de Small-Cap estuvieran por debajo del 47,3% del Índice Russell 2000 para el año. Con nuestros activos personales nos enfocamos en proteger el capital y obtener resultados adecuados a largo plazo. Los retornos de más del cuarenta por ciento superan con creces la meta e instamos a nuestros socios a esperar resultados mucho más modestos en la mayoría de los años.

Con la excepción de Fleming, que vendimos a principios de año, todas las acciones de la cartera contribuyeron positivamente al rendimiento en 2003. Varias empresas, como Catellus y Ralcorp, alcanzaron nuestras valoraciones y las vendimos. También vendimos Rogers Communications para construir una posición en lo que creíamos que era una inversión de cable canadiense de mejor calidad, Shaw. Con el aumento de los precios, redujimos algunas posiciones para mantener los requisitos de diversificación y controlar las ponderaciones. Si bien agregamos a algunas posiciones existentes cuando sus precios calificaron, no compramos ninguna compañía nueva en el Fondo. US Industries cambió su nombre a Jacuzzi para reflejar mejor una de sus principales marcas, pero nuestra participación no cambió. Cambiamos nuestras notas convertibles al 9% en el Nivel 3 por acciones.

La combinación de acciones y bonos que mantenemos en el Nivel 3 hizo de esta nuestra mayor tenencia a lo largo del año. Esta inversión también fue la que más contribuyó al sólido rendimiento del Fondo. La empresa integró con éxito el negocio de Genuity que compró y reestructuró la deuda para lograr una estructura financiera más flexible. El equipo de gestión planea buscar un mayor crecimiento de los ingresos orgánicos, así como una mayor escala a través de adquisiciones que tengan sentido desde el punto de vista financiero. Las notas senior al 9,125% subieron un 42% y las redujimos significativamente. La acción sigue infravalorada en comparación con nuestra valoración.

Las acciones de Fairfax Financial aumentaron un 86% durante 2003, convirtiéndose en el segundo mayor contribuyente a los resultados del Small-Cap Fund. El rendimiento operativo y de inversión de Fairfax superó las expectativas del mercado, mientras que la empresa fortaleció su balance mediante la colocación de dos atractivas emisiones de bonos y la renegociación exitosa de sus líneas bancarias. Incluso después del tremendo aumento de precios, Fairfax sigue siendo uno de los negocios más infravalorados de la cartera.

A medida que mejoró la economía y se reanudó el consumo, los minoristas de artículos de lujo se beneficiaron. Estas fuerzas externas, junto con las capacidades operativas de la administración, ayudaron a que las acciones de Neiman Marcus aumentaran un 83% a raíz de las enormes ganancias en las ventas de las tiendas de compensación.

NCR no tuvo noticias significativas, pero continuó reportando buenos resultados, especialmente en su negocio de almacenamiento de datos, Teradata. La acción subió un 63%.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Los excelentes resultados en una industria difícil también ayudaron a Genlyte, el fabricante de iluminación comercial, a ganar un 87 %.

Varios negocios en la cartera han recibido atención pública recientemente. AXA ha hecho una oferta para comprar MONY por un precio que creemos está muy por debajo del valor corporativo. Estamos buscando varias vías para proteger nuestros intereses como accionistas.

Hollinger y su líder, Conrad Black, enfrentan problemas relacionados con supuestos pagos indebidos realizados por la empresa a Black y varios otros. Mientras que la información que ha salido ha creado confusión, el valor de los periódicos de la compañía está aumentando.

Como cabría esperar después de un año del 40%, la relación precio-valor de las tenencias del Small-Cap Fund ha aumentado desde los 50 a principios de año hasta mediados de los 80.

La ejecución de varias órdenes de venta eliminaría las posiciones con precio completo y ayudaría a reducir el P/V del grupo restante de acciones. También contamos con un 15% de efectivo que utilizaremos para comprar valores a precios inferiores cuando los encontremos, lo que reducirá aún más la relación precio-valor. Nuestro mayor desafío es encontrar nuevas inversiones que califiquen. Seguimos siendo pacientes y diligentes en nuestro esfuerzo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund registró una ganancia del 4,5% en el tercer trimestre y el índice Russell 2000 subió un 9,1%. El rendimiento del 25,6 % del año hasta la fecha del Fondo es el doble de nuestro objetivo anual de inflación más el 10 %, aunque es menor que el rendimiento de nueve meses del 28,6 % del Russell 2000. Como el mayor grupo de accionistas del Fondo, estamos eufóricos con los resultados recientes de Small-Cap y advertimos a nuestros socios que no esperen cifras absolutas tan altas cada año.

Con la excepción de tres participaciones, todas nuestras inversiones se sumaron a la sólida ganancia del trimestre. Varias empresas tuvieron un impacto positivo sustancial en el desempeño. NCR, Hilton y Genlyte subieron un 24%, 27% y 28%, respectivamente.

La apreciación sustancial provino más de un sentimiento mejorado que de cualquier noticia o cambio real en las empresas. Nuestras valoraciones se mantuvieron esencialmente iguales y, por lo tanto, estas tres participaciones se venden con un descuento menor.

Aunque Level 3 ha sido el mayor contribuyente por un amplio margen al rendimiento anual de Small Cap, las acciones cayeron un 19 % y los bonos que mantenemos cayeron un 6 % durante el trimestre. Nuestro valor de tasación de la empresa se mantuvo sin cambios y nuestros socios corporativos siguen siendo algunos de los más capaces que hemos visto. Los ingresos de Level 3 cayeron principalmente debido al esfuerzo de la gerencia por eliminar la parte improductiva del negocio de Genuity (Level 3 adquirió Genuity a principios de este año). Nuestra evaluación asumió esta corrida y nuestra expectativa para el crecimiento del flujo de efectivo de la compañía no se ve afectada. Level 3 también ha anunciado un plan para reemplazar su deuda bancaria con bonos para proporcionar una estructura financiera más flexible para ayudar a comprar ingresos adicionales de clientes para superar el costo fijo de Level 3. estructura.

Shaw cayó casi un 10%. Ninguna noticia acompañó este declive y nuestra valoración se mantuvo estable. Aplaudimos al CEO Jim Shaw, quien ha aprovechado esta disparidad de precio-valor al comprar personalmente una cantidad significativa de acciones sin derecho a voto.

MONY ha aparecido en las noticias junto con los comentarios que han hecho sus gerentes sobre el reciente acuerdo de compra de la compañía por parte de AXA por lo que nosotros y otros grandes accionistas creemos que es muy por debajo del valor. En esta era de escrutinio del gobierno corporativo, es difícil creer que la gerencia y la junta puedan aceptar una oferta de \$31 por acción sin buscar ningún tipo de subasta. \$31 está sustancialmente por debajo del valor contable GAAP de \$43 por acción que no da crédito por la red de distribución o el nombre de la marca. Además, el bloque cerrado del negocio de seguros se lleva dentro del libro GAAP en un número sustancialmente negativo, a pesar del hecho de que el bloque cerrado genera ganancias. Creemos que los accionistas tienen varias opciones para recibir un pago justo por su inversión. Estamos buscando alternativas.

Discusión de la Gerencia - SC - 3T 2003

**Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE
ADMINISTRACIÓN** *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Hemos reducido varias participaciones a medida que los precios subieron más cerca de las tasaciones. No hemos encontrado nuevas inversiones calificadas para redistribuir los ingresos y, por lo tanto, tanto nuestro efectivo como nuestra relación precio-valor han aumentado. Estamos enfocados en reducir la relación P/V desde su nivel de mediados de los 70 al buscar diligentemente dólares de 60 centavos o más para comprar.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund registró el mejor trimestre de su historia, ganando un 26,5%. El Russell 2000 tuvo un impresionante repunte del 23,4%. Para los seis meses finalizados el 30 de junio de 2003, el Fondo rindió un 20,2% frente al 17,9% del Russell 2000. Los resultados del Fondo en los últimos tres meses son aproximadamente el doble de nuestro objetivo de rentabilidad absoluta para todo el año. No esperamos seguir entregando cifras trimestrales de esta magnitud.

Si bien casi todas las posiciones del Fondo aumentaron durante el trimestre, Level 3 Communications, nuestra mayor inversión, siguió teniendo el mayor impacto en el rendimiento. En junio, convertimos nuestros bonos al 9 % en acciones y recibimos acciones adicionales para compensar los pagos de intereses a los que estábamos renunciando. La empresa fortaleció su posición financiera cuando acordamos convertir y tomar el valor presente neto de esos pagos de intereses futuros. Este balance más sólido provocó un aumento en las notas senior que tenemos y mejoró aún más la calidad del capital que ahora poseemos. Debido a que nuestras inversiones tanto en los bonos como en las notas convertibles del Nivel 3 han sido extremadamente exitosas, la compañía sigue siendo la participación más grande del Fondo.

Las acciones de Fairfax Financial subieron casi un 200 % en el trimestre, ya que la empresa abordó con éxito los problemas de liquidez. Fairfax renegoció sus líneas de crédito bancarias después de lanzar una emisión de bonos para su subsidiaria CFI. La empresa combinó sus filiales canadienses en una empresa recién formada, Northbridge, y vendió aproximadamente el 25 % en una oferta pública inicial. Los ingresos se utilizaron para fortalecer el holding. Fairfax también colocó una cobertura de reaseguro de desarrollo adverso en una parte de sus reservas relacionadas con su antigua división TIG. Además de mejorar la estructura financiera de la compañía, Prem Watsa registró enormes ganancias de sus inversiones en bonos a medida que las tasas de interés a largo plazo cayeron a nuevos mínimos. A pesar de su espectacular aumento, la acción se mantiene muy por debajo de nuestra evaluación del valor intrínseco de Fairfax y muy por debajo del valor contable.

La inversión del Fondo en Hollinger International ha recibido mucha atención de los medios recientemente. Estamos trabajando con la administración para mejorar la estructura de votación. Ha habido mucha especulación con respecto a este esfuerzo y seguimos trabajando de buena fe con Conrad Black para llegar a un acuerdo. Cualquiera que sea el resultado de nuestro esfuerzo, Hollinger tiene negocios operativos valiosos, y la junta ha respondido a las solicitudes de los accionistas de una mayor responsabilidad. En los últimos tres meses la acción subió 37%, pero se mantiene muy por debajo del valor razonable de los periódicos de la empresa.

No añadimos nuevas participaciones al Fondo en el trimestre. La relación precio-valor ha subido al 70%, ligeramente por encima de la norma histórica. No estamos encontrando muchas inversiones nuevas que califiquen, pero nos sentimos alentados por el crecimiento del valor en las empresas que poseemos y por los balances mejorados en algunas de nuestras participaciones más grandes.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 5,0% en el primer trimestre, ligeramente peor que la pérdida del Russell 2000 del 4,5%, pero mejor que la caída del 7,4% de Value-Line. La combinación de precios más bajos de algunas de nuestras acciones, valores en aumento y algunos cambios en la cartera ha creado una atractiva relación precio-valor del 59 %.

Aunque los precios están muy por debajo del valor intrínseco en todas nuestras participaciones, estamos satisfechos con el progreso en la mayoría de nuestros negocios y con la calidad de la cartera en general.

Vendimos Catellus durante el trimestre a medida que se acercaba a nuestra tasación. Las acciones inmobiliarias se han comportado relativamente bien durante el mercado bajista, pero los fundamentos de muchas propiedades han empeorado. Nelson Rising y su equipo en Catellus han realizado un trabajo encomiable, especialmente en una región que ha sido la más afectada por la caída de las puntocom. Los ingresos de Catellus nos permitieron poseer más de otros negocios con mayores descuentos y perspectivas de crecimiento de mayor valor.

También vendimos nuestra posición en Rogers para crear una posición completa en Shaw Communications. Ambas compañías son operadores de cable bien administrados en Canadá. Shaw, sin embargo, es más sencillo ya que Rogers tiene un fuerte componente de telecomunicaciones inalámbricas. Con el aumento de Rogers debido a su exposición inalámbrica, el precio de Shaw se volvió mucho más convincente.

Nuestra mayor posición, con diferencia, es nuestra participación en Level 3 a través de los bonos ordinarios y convertibles. Las buenas noticias en la empresa fueron las que más impactaron en el rendimiento de tres meses del Fondo. Level 3 compró Genuity a un precio que creemos que aumentará el valor de inmediato, agregando ingresos de alto margen sobre un sistema de comunicaciones de costo fijo excepcionalmente bajo. Los bonos subieron más del 21% y el precio de las acciones, que usamos para fijar el precio de la posición convertible, aumentó un 5,3%.

Debido a la importante apreciación tanto de los bonos como de los convertidos, los bonos ahora representan el 14% de la cartera y las notas convertibles el 8%. Algunos han preguntado por qué estamos dispuestos a comprometer tanto de nuestro propio capital (como los mayores accionistas del Fondo) a un solo negocio. Poseemos una posición grande porque Level 3 está calificado en cada uno de nuestros criterios de inversión: buen negocio, buena gente y buen precio, y por la seguridad que nos brinda como prestamistas. Si encontráramos otras oportunidades igual o más convincentes, o si ya no creyéramos que el Nivel 3 está tan calificado, reduciríamos o venderíamos la posición. Preferimos tener efectivo que arriesgar nuestro capital, pero cuando encontramos algo que es superior en tantos aspectos, no tememos tener una participación grande. Para proteger a los accionistas, nos abstenemos de discutir cuándo podríamos convertirnos en acciones o en qué punto recortaremos nuestra posición. Gestionaremos esta inversión como hacemos con todas las demás: la relación precio-valor y el deseo de protección del capital y una rentabilidad adecuada regirán el día.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Una de las desconexiones más notables que hemos visto en los mercados de capital ha sido la fijación de precios de las diversas partes de la estructura de capital de Level 3. En un momento del año pasado, la deuda bancaria del Nivel 3 se vendió a \$0,70 por dólar. Ese precio implicaba que los bancos no podían ser reembolsados en su totalidad, y que ni la deuda junior debajo de los bancos ni el capital común tenían ningún valor. El precio de la deuda bancaria de \$.70 en aproximadamente \$1.1 mil millones en préstamos sugirió \$788 millones en valor empresarial total para los activos de Level 3. Al mismo tiempo, las notas senior que poseíamos en el Fondo se vendieron a \$0,46 por dólar. Para realizar ese valor, los bancos primero tendrían que recibir sus \$ 1.1 mil millones completos. La deuda bancaria total más el 46% del valor nominal de las notas senior implicaba un valor empresarial total de \$2.800 millones. Por último, las acciones ordinarias se vendieron a alrededor de \$4 por acción. El valor asumido dólar por dólar para **toda** la deuda más una capitalización de mercado de acciones de \$ 1.8 mil millones equivalía a un valor total de la empresa de \$ 8 mil millones. Los suscriptores del mercado eficiente no pueden conciliar cómo los prestamistas podrían decir que el Nivel 3 valía menos de \$ 800 millones, mientras que los inversionistas de capital asignaron un valor de \$ 8 mil millones. Este absurdo diferencial de precios se ha reducido un poco a raíz de la compra de Genuity, que mejoró el valor. Los bonos todavía cotizan con un descuento sustancial a la par, y son especialmente atractivos considerando el enorme colchón sobre la par que implica el aumento del precio de las acciones. La acción también se descuenta de nuestra evaluación de su valor intrínseco. Por lo tanto, seguimos siendo cómodos propietarios de los conversos.

Tuvimos menos éxito con nuestra inversión en Fleming, que ganó el Capítulo 11 en el primer trimestre. Muchos de nuestros accionistas se han hecho la misma pregunta que nosotros nos planteamos en nuestro esfuerzo constante por mejorar: ¿qué salió mal? Nuestro principal error estuvo en nuestra evaluación de las personas que, a pesar del éxito anterior en Fleming y en otros lugares, permitieron que el negocio se quedara sin efectivo.

No pudieron ejecutar su estrategia minorista al operar mal las tiendas. Como los números revelaron malos resultados, la gerencia afirmó haber asegurado compradores para los activos minoristas. Esto aún no ha llegado a buen puerto. El fracaso del negocio minorista redujo significativamente nuestra valoración de la empresa durante el transcurso de 2002. Sin embargo, el precio estaba muy por debajo del valor restante del negocio mayorista, por lo que mantuvimos nuestra participación.

La gerencia asignó mal el capital al invertir en infraestructura para servir exclusivamente a Kmart sin asegurar los beneficios de ingresos y costos anticipados del acuerdo. Administraron mal las relaciones con los proveedores y, por lo tanto, el capital de trabajo al extender el tiempo de pago hasta el momento en que los proveedores insistieron en términos mucho más estrictos para proporcionar bienes. La empresa se quedó sin efectivo cuando los bancos retiraron su apoyo, justo cuando la gerencia lo necesitaba. A pesar de la mala gestión, Fleming sigue siendo uno de los dos alimentos independientes a nivel nacional.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

mayoristas en el país, y la quiebra Níling muestra más de \$12/acción en activos netos. Sabemos que no recuperaremos nuestro costo de aproximadamente \$14 por acción, ni es probable que los accionistas reciban los \$12 en activos netos. Estamos evaluando cómo avanzamos, evaluando la probabilidad de cierta recuperación de la inversión frente al 0,1% de los activos netos del Fondo involucrados.

El precio de otra participación, Fairfax Financial, cayó más del 36% en los primeros tres meses. Esta debilidad de las acciones no reflejó una disminución en nuestra evaluación de la empresa. Por el contrario, esta aseguradora de propiedad y accidentes comenzó a mostrar resultados técnicos mejorados dramáticamente, reportó ganancias de inversión significativas que aumentaron significativamente el valor en libros y recibió la confirmación de las calificaciones de sus subsidiarias de seguros en curso por parte de AM Best. Fairfax también anunció una oferta pública inicial de parte de sus valiosas subsidiarias de seguros canadienses, ofreciendo a esas subsidiarias una mayor flexibilidad y reduciendo el apalancamiento a nivel de la compañía tenedora de Fairfax.

La mayoría de las caídas en el precio de las acciones en el trimestre no estuvieron relacionadas con los fundamentos de las empresas que poseemos. Ejemplos de sólidos resultados comerciales y bajo desempeño del precio de las acciones incluyen NCR, donde el dominio de Teradata continúa creciendo, y Hollinger, donde los flujos de efectivo operativos están creciendo, el balance se ha refinanciado por completo y las guerras de precios de los periódicos de Londres están disminuyendo.

Confiamos en la oportunidad y fortaleza a largo plazo de la cartera actual.

Además, los inversionistas sujetos a impuestos tienen el beneficio de las pérdidas realizadas y la depreciación no realizada en el futuro.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Durante el repunte del mercado de valores del cuarto trimestre, teníamos la esperanza de que Small-Cap terminaría el año en territorio positivo. Sin embargo, la ganancia del 8,4% de los tres meses del Fondo no fue suficiente para superar caídas anteriores. Longleaf Partners Small-Cap Fund finalizó 2002 con una caída del 3,7%, muy por encima del (20,5)% de rendimiento del índice Russell 2000, pero muy por debajo de la inflación más el 10%.

La volatilidad del mercado nos permitió mejorar la cartera en 2002. Vendimos nuestras exitosas inversiones en Macerich and Thomas Industries cuando alcanzaron nuestras tasaciones. En la primera mitad del año redujimos Hilton y Ralcorp a medida que sus precios se acercaban más al valor razonable. Estas cuatro empresas estuvieron entre las que contribuyeron positivamente al desempeño del año.

Las ganancias de estas ventas ayudaron a financiar varios puestos nuevos entre julio y octubre. El Fondo de Pequeña Capitalización participó en la colocación privada de bonos convertibles de Nivel 3. Compramos Shaw Communications y luego de fin de año tenemos una posición completa en este negocio de cable canadiense que tiene las características competitivas y las oportunidades de sus pares estadounidenses: poder de fijación de precios, una infraestructura en gran parte completa y la oportunidad de expandir drásticamente los ingresos sobre su estructura de costos fijos. agregando nuevos suscriptores y brindando nuevos servicios como acceso a Internet, telefonía y video a pedido.

Agregamos NCR a la cartera en el cuarto trimestre. Si bien la empresa es mejor conocida por sus negocios de cajas registradoras y cajeros automáticos, la mayor parte de su valor y todo su crecimiento se encuentran en su negocio de almacenamiento de datos, más conocido como Teradata. El producto es una de las pocas soluciones de almacenamiento de datos, tiene numerosas ventajas competitivas y el margen de contribución de las nuevas ventas es sustancial. Lars Nyberg y su equipo están generando valor con éxito agregando nuevos clientes, mejorando las ventajas de Teradata y mejorando la organización de NCR. Debido a que muchos analistas no se dan cuenta de la importancia de Teradata para la empresa, y los que sí lo hacen temen un menor gasto en tecnología a corto plazo, tuvimos la oportunidad de comprar este negocio por debajo de la mitad de nuestra tasación.

El rendimiento de Small-Cap en 2002 se debió principalmente al impacto de dos participaciones. El Fondo ganó más de \$100 millones de las notas senior de Level 3 combinadas con la colocación privada convertible. Una parte de este rendimiento provino del atractivo rendimiento que recibimos. También nos beneficiamos de la suba tanto de los bonos como de las acciones. El Nivel 3 tiene la estructura de costos más baja de la industria y Oexibilidad financiera. La gerencia ha logrado ganar nuevos clientes y hacer crecer sus cuentas blue chip existentes. La empresa ha hecho una oferta por Genuity, un competidor en quiebra. El nivel 3 es nuestra mayor posición en el Fondo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Debido a que nuestra tasación ha crecido durante el último año, nuestra participación combinada aún brinda una oportunidad de bajo riesgo y gran rendimiento.

Aunque Fleming subió un 32% en el cuarto trimestre, las acciones cayeron un total de 64% en el transcurso del año. La mayor parte de la caída se produjo en el tercer trimestre, cuando las ventas en corto desenfundadas agravaron la presión sobre las acciones provocada por varias malas noticias: débiles resultados mayoristas, un precio inferior al esperado para sus activos minoristas e inestabilidad en Kmart, su principal cliente. Si bien el contrato de Fleming con Kmart no producirá el nivel de beneficios planeado originalmente, el valor del otro negocio de supermercados y tiendas de conveniencia de la compañía se mantiene estable.

A diferencia del rendimiento negativo del Fondo en 2002, los valores de nuestros negocios crecieron durante el año. El crecimiento del valor de las participaciones existentes, junto con el comercio de negocios a precio completo por inversiones infravaloradas, ayudó a reducir la relación precio-valor general del Small-Cap Fund al 60%. Como el mayor grupo de accionistas del Fondo, estamos entusiasmados de tener un P/V tan atractivo en combinación con negocios sólidos y las gerencias que los manejan.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Longleaf Partners Small-Cap Fund perdió un 16,3% en el tercer trimestre, y la mayor parte de esa pérdida se produjo en septiembre. El índice Russell 2000 de pequeña capitalización cayó un 21,4% durante el mismo período. A pesar de los resultados recientes, el *Wall Street Journal* incluyó a Small-Cap como uno de los 50 mejores entre 1057 fondos mutuos en los últimos diez años. La lista incluye fondos sectoriales y, si se eliminan, Small-Cap se encuentra entre los 30 fondos principales.

Durante los últimos tres meses fortalecimos la cartera y tenemos la base para construir la próxima década de desempeño. Vendimos Thomas Industries, que alcanzó nuestra tasación. Las ganancias de la venta, las reservas de efectivo del 10% que teníamos al 30 de junio y los ingresos netos durante el trimestre nos dieron el poder adquisitivo para incrementar sustancialmente nuestras posiciones en Ruddick and Rogers Communications. También participamos en la colocación privada de Nivel 3 discutida en el informe del 30 de junio.

Solo dos negocios, Level 3 y Macerich, contribuyeron positivamente a la rentabilidad del Fondo en el trimestre. Nuestros bonos de Nivel 3 se revalorizaron sustancialmente a medida que la mayor solidez financiera de la compañía mejoró su capacidad para sumar ingresos por encima de su estructura de costos fijos a través de adquisiciones de competidores en dificultades.

Aunque los precios de nuestros otros negocios disminuyeron en el trimestre, Fleming tuvo el impacto más significativo ya que cayó un 72%. Fleming es, con mucho, la compañía de siales más controvertida que tenemos, con la posición corta más grande que jamás hayamos experimentado como propietario. Ya sea que los cortos terminen siendo correctos o incorrectos, sus acciones tampoco tienen precedentes. Su influencia en la prensa, su activismo en la difusión de historias negativas y sus ataques personales a los ejecutivos de Fleming representan un nivel de agresividad bastante inusual en los mercados normales.

Fleming tiene problemas reales: débiles resultados mayoristas actuales, la venta de activos minoristas y una grave inestabilidad en su principal cliente, Kmart. Frente a estos problemas, seguimos manteniendo las acciones porque creemos que 1) los miembros de la alta dirección han sido acusados injustamente; 2) no hay eventos de liquidez o convenios actuales que llevarían a Fleming a la insolvencia, a pesar de los mejores esfuerzos de los cortos; y 3) el negocio mayorista permanece bien posicionado a largo plazo y está dramáticamente infravalorado.

Al igual que en el Fondo de Socios, los nuevos nombres en Small Cap vienen no solo con precios bajos sino también con una alta calidad de activos. En Rogers tenemos uno de los dos sistemas de cable dominantes en Canadá, y con Ruddick tenemos la marca de tiendas de comestibles de Carolina del Norte bien arraigada y bien considerada, Harris Teeter. Ambos están dirigidos por propietarios mayoritariamente adquiridos que han hecho un buen trabajo creando valor para los accionistas a lo largo de los años.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Nuestra posición de Nivel 3 tiene dos formas. La primera es lo que creemos que es una posición de bonos de riesgo increíblemente bajo que ofrece un atractivo potencial de rendimiento de las acciones. La segunda modalidad es la colocación privada realizada en julio junto al Fondo de Socios. Si bien también tiene características defensivas, consideramos que este compromiso es más una inversión de capital. A medida que hemos aprendido más sobre la compañía desde que compramos los bonos hace más de un año, nos sentimos más cómodos que nunca con los activos, su estatura de bajo costo incluso cuando las quiebras de los competidores eliminan los pasivos y el excepcional equipo de administración.

Los valores de nuestros negocios son sólidos y, sin embargo, los precios han bajado. Esta dicotomía nos deja con una convincente relación precio-valor a mediados de los años 50. La oportunidad de capitalización es la mejor que hemos visto en más de dos años, y hemos aumentado significativamente nuestra participación.

Nota: En este envío se incluye un suplemento del Folleto relativo a la política de inversión del Fondo de pequeña capitalización. La definición de "pequeña capitalización" está evolucionando. Hoy en día, al menos tres índices principales rastrean rangos de tamaño de pequeña capitalización. Para evitar que el universo de pequeña capitalización de Longleaf esté sujeto a la reconstitución de un índice único, y para conservar nuestra capacidad de invertir en empresas ampliamente aceptadas como de pequeña capitalización, utilizaremos el S&P Small-Cap 600 y el Wilshire Small-Cap 1750 además del Russell 2000 para definir el universo de pequeña capitalización. Creemos que esta definición actualizada de pequeña capitalización mejora nuestra oportunidad y flexibilidad. No ha habido otros cambios en la política de inversión del Fondo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Durante el trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund perdió un 4,5 % frente a la caída del Russell 2000 del 8,4 % y la caída del 14,2 % de Value Line. Aunque no estamos satisfechos con los resultados del trimestre, el Fondo está cerca de alcanzar nuestro objetivo de rentabilidad absoluta de inversión más 10 % con una rentabilidad del 6,1 % en lo que va del año.

Las acciones de varios negocios que poseemos tuvieron un buen desempeño durante el trimestre. Tanto TimberWest como Deltic Timber registraron números sólidos, ayudados por precios más altos de la madera. Ralcorp subió 15% en el trimestre luego de reportar sólidas ganancias. Genlyte continuó generando una enorme cantidad de flujo de efectivo gratuito valioso frente a un entorno desafiante.

Tres inversiones impulsaron la mayor parte de las pérdidas del Fondo durante el trimestre. Fleming, la mayor participación de Small-Cap, cayó un 19% en los últimos tres meses debido a los temores persistentes sobre la dependencia de la empresa en Kmart. En realidad, los ingresos de Fleming de Kmart crecerán este año, la relación representa menos de una cuarta parte de las ventas de Fleming y es un porcentaje aún menor de las ganancias. El balance de Fleming es sólido y no tiene deudas hasta 2007. Los negocios que no son de Kmart están creciendo, especialmente en canales no tradicionales como tiendas de conveniencia y "supertiendas".

Nuestra tasación es más del doble del precio actual, y Mark Hansen continúa generando valor de manera constante.

Texas Industries cayó un 23% en el trimestre, principalmente debido a la preocupación por la construcción no residencial y las oscilaciones a corto plazo de los precios del acero estructural. El considerable flujo de efectivo de la compañía se está utilizando para pagar la deuda, y las acciones se venden por cerca de la mitad de nuestra tasación conservadora.

Nuestra inversión anterior en bonos de Nivel 3 también disminuyó a medida que continuaba la sacudida de la industria de las telecomunicaciones y las historias negativas sobre WorldCom y Qwest ocupaban un lugar central. Agregamos a esta posición. Después del final del trimestre, los bonos subieron más del 58% con el anuncio de la compañía de una colocación privada de notas convertibles por \$500 millones.

Longleaf Partners Small-Cap Fund compró \$70 millones de esta colocación privada junto con Longleaf Partners Fund, Berkshire Hathaway y Legg Mason. Aunque por lo general no poseemos bonos corporativos ni realizamos colocaciones privadas, esta fue una oportunidad convincente que las políticas flexibles del Fondo nos permitieron aprovechar y que no queríamos desaprovechar. Los pagarés a diez años colocan a Longleaf por delante del capital ordinario, pagan un cupón en efectivo del 9 % y son convertibles en cualquier momento a capital ordinario a \$3,41 por acción, un precio que está por debajo del nivel actual de las acciones y muy por debajo del precio de la empresa. valor intrínseco creciente.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Level 3 posee la mejor red de telecomunicaciones líder de la industria.

Es importante destacar que la mayoría de sus competidores luchan con enormes niveles de deuda y otros requisitos significativos de gastos de capital. Muchos están ahora en bancarota.

Los clientes están universalmente preocupados por la confiabilidad, la integridad financiera y la capacidad de satisfacer necesidades futuras de sus proveedores de servicios. La infraestructura de red superior de Level 3, sus capacidades de servicio y sus recursos de capital elevan a la empresa para convertirse en el claro ganador de la industria. Como dijimos en el comunicado de prensa que anuncia la colocación, "invertimos en Level 3 para aprovechar las oportunidades de consolidación en el campo de las telecomunicaciones. Creemos que estas oportunidades son sustanciales. Level 3 tiene una posición única y competitiva, y su equipo de gestión, dirigido por Jim Crowe, es el más capaz".

También compramos una posición en Rogers Communications, el mayor operador de cable canadiense. Las acciones de Rogers han sufrido con la venta de empresas de cable. Hemos usado suposiciones bajas en nuestra evaluación de la base de suscriptores de la compañía y de sus otros negocios de medios e inalámbricos. Utilizando este enfoque conservador, la empresa vende a la mitad de su valor intrínseco.

Longleaf Partners Small-Cap Fund está bien posicionado. Estamos casi completamente invertidos y estamos encontrando nuevas oportunidades. A medida que vendamos varias acciones a precio completo y compremos muchos más negocios con descuento, la relación precio-valor se volverá aún más atractiva que su nivel actual de mediados de los años sesenta.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund ganó un 11,2 % durante el trimestre, superando con creces nuestro objetivo de rentabilidad anual absoluta de inflación más un 10 %, y superando al índice Russell 2000, que aumentó un 4,0 %. Durante los últimos cinco y diez años, Small Cap ha compuesto sus activos y los nuestros a una tasa real de más del 10 % mientras superaba cómodamente al índice Russell 2000. El Fondo también ha preservado el capital al evitar rendimientos negativos en todos los años durante la última década, un logro que pocos fondos, y especialmente los fondos de pequeña capitalización, pueden reclamar.

Los resultados del trimestre más reciente fueron impulsados por rendimientos positivos en casi todas nuestras participaciones. Fleming y Hilton, en particular, contribuyeron al rendimiento del Fondo. Los inversores se dieron cuenta de que la declaración de quiebra de K-Mart no reduciría sustancialmente los ingresos de Fleming de su relación con K-Mart o el otro 75% del negocio de Fleming. Aumentamos nuestra posición a principios de año cuando el precio estaba en la adolescencia. Estas adiciones, combinadas con el repunte del 21% de las acciones en el primer trimestre, convirtieron a Fleming en la posición más grande en el fondo de pequeña capitalización al 31 de marzo.

Hilton continuó su recuperación desde su punto más bajo después de los ataques terroristas en septiembre pasado. La acción subió un 31% durante el primer trimestre y ha ganado un 59% desde que añadimos nuestra posición el otoño pasado. Los viajes se han recuperado en los últimos seis meses y las perspectivas de crecimiento de la ocupación y la oferta son favorables. Aunque el precio ha aumentado drásticamente en los últimos seis meses, Hilton se vende por menos del 80 % de nuestra tasación conservadora.

Las tenencias de la cartera no han cambiado en 2002. Redujimos varias posiciones que se acercaron más al valor intrínseco, y agregamos compañías existentes cuando sus acciones cotizaban por debajo del 60% de nuestra tasación. La posición de efectivo del Fondo del 8 % nos permitirá aprovechar las nuevas oportunidades de inversión cuando las identifiquemos, aunque en este momento son algo esquivas.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners agregó un 6,1 % en el cuarto trimestre y completó el año con un aumento del 5,5 %. Aunque el Fondo produjo rendimientos positivos y superó al Russell 2000 en 2001, nos decepciona que no hayamos alcanzado nuestro objetivo absoluto de inflación más 10%. Si bien varias de nuestras acciones se revalorizaron durante el año, las caídas de valor en varias participaciones obstaculizaron nuestro progreso de capitalización.

Fleming fue el mayor contribuyente al rendimiento de Small-Cap por un amplio margen. La acción subió un 57% en el año a pesar de una caída del 37% en el cuarto trimestre. Mark Hansen y su equipo han fortalecido a este distribuidor de alimentos. Como proveedor exclusivo de alimentos de Kmart Super Centers, Fleming obtuvo mayores economías de escala y ayudó a los Super Centers a reducir costos. Las preocupaciones recientes sobre la quiebra de Kmart Níling han afectado las acciones de Fleming. Fleming, sin embargo, está involucrado principalmente con los Super Centers de Kmart, que están creciendo y produciendo un flujo de efectivo gratuito. Cualquiera que sea el resultado de la reorganización en Kmart, Fleming debería poder conservar su posición de proporcionar la distribución más económica de productos comestibles tanto a los Super Centers como a muchos otros formatos minoristas variados. Además, el negocio que no es Kmart de Fleming está creciendo con fuerza. Fleming se vende por aproximadamente la mitad de su valor y es una de las acciones más rebajadas de la cartera.

Varias acciones en la cartera ganaron más del 20% durante el año, reflejando las mejoras comerciales y el descuento que tenían estas acciones a principios de 2001. Texas Industries expandió sus negocios de cemento y acero, y los precios del acero mejoraron drásticamente. Ralcorp fortaleció su dominio en la industria de alimentos de marca privada a través de varias adquisiciones. IHOP aumentó las ubicaciones de sus restaurantes y está considerando mejoras en su estructura de capital. Estamos alentando a la gerencia a salir del negocio de préstamos, dejando completamente intacto el exitoso modelo operativo de IHOP, y hemos modificado nuestra propiedad SEC Níling en IHOP para permitirnos ser más activos en nuestras conversaciones con la gerencia.

Varios negocios en la cartera se deterioraron durante 2001. En el segundo trimestre, USG se declaró en bancarrota para ayudar a protegerse de las crecientes demandas por asbesto. La dilución anticipada de accionistas redujo nuestra tasación en más del 50%. Además, el aumento de la oferta de tableros de yeso y la menor demanda han mantenido los precios en niveles bajos. El precio de USG, que cayó un 75 % durante el año, se mantiene por debajo de nuestra evaluación de valor después de ajustar todas las malas noticias. La gerencia está trabajando arduamente para proteger a los accionistas, y la empresa conserva una posición de liderazgo en los negocios de distribución de materiales para la construcción, paneles de yeso y techos, lo que se beneficiará cuando mejore la economía.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

US Industries no pudo refinanciar su hoja de balance de manera oportuna, y la profundización de la recesión perjudicó a todos sus segmentos. La acción cayó un 68% y nuestra valoración también cayó sustancialmente. El menor flujo de efectivo obligó a la empresa a reestructurar parte de su deuda y vender activos a precios bajos. La gerencia ha avanzado en la venta de todas las subsidiarias secundarias para reducir los pasivos de USI. Creemos que, incluida su deuda neta prospectiva, el valor del negocio de baños y plomería de US Industries con las marcas Zurn y Jacuzzi es múltiplo superior al precio actual de las acciones.

Fairfax Financial Holdings disminuyó un 28% durante 2001 luego de una caída del 19% en el cuarto trimestre. Como muchas aseguradoras, la compañía aumentó las reservas para pérdidas relacionadas con negocios improductivos suscritos en 1999 y 2000 y para reclamos del 11 de septiembre. Para cubrir las reservas, Fairfax emitió acciones adicionales, lo que diluyó a los propietarios existentes y generó temores en el mercado sobre la solidez financiera de la empresa. Si bien nuestro valor sufrió, las acciones cayeron mucho más dramáticamente y la empresa se vende por menos de la mitad de nuestra tasación. Prem Watsa ha agregado valor a lo largo de los años con sus habilidades de inversión, y el año pasado hizo pública con éxito una parte de Odyssey Re, la subsidiaria de reaseguros. Fairfax tiene un gran saldo de efectivo en la compañía tenedora, la industria está disfrutando de aumentos de precios y, con la excepción de una división, las compañías operativas están suscribiendo nuevos negocios a niveles rentables.

La cartera de Small-Cap cambió bastante drásticamente durante el año, como lo indica su índice de rotación del 40%. Vendimos tres posiciones importantes que se aproximaron a nuestras valoraciones: Gulf Canada y Wisconsin Central en la primera mitad y Hilb Rogal en el cuarto trimestre. También liquidamos seis posiciones más pequeñas durante los primeros tres trimestres. Gastamos parte del efectivo resultante de estas ventas en el cuarto trimestre a medida que añadimos una serie de nuestras participaciones más infravaloradas, incluidas IHOP, Hilton, Macerich, TimberWest y Deltic Timber. También tomamos una nueva posición en bonos corporativos de Level 3 Communications, que se analiza en el informe del tercer trimestre.

Entramos en 2002 con el portafolio más concentrado en nuestras mejores ideas. Creemos que los fundamentos para una buena rentabilidad están establecidos.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

La caída de septiembre de Longleaf Partners Small-Cap Fund representó esencialmente la totalidad de su rendimiento de -9.3% para el trimestre. El rendimiento trimestral del -20,8% del índice Russell 2000 es un pequeño consuelo. El trimestre borró las ganancias del año y dejó el rendimiento del Fondo en lo que va del año en -0,6% frente al -15,4% del Russell 2000. Los resultados a largo plazo del Small-Cap Fund, que aparecen en la siguiente tabla, están más en línea con nuestra meta de inflación más 10%.

Después del 11 de septiembre, Wyndham, que había aumentado durante todo el año, se desplomó. Un período prolongado de menor ocupación y REVPAR (ingresos por habitación disponible) junto con el apalancamiento de la empresa hizo que redujéramos significativamente el valor de nuestras acciones ordinarias. Comenzamos a vender nuestra posición y luego del final del trimestre ya no poseemos las acciones.

Nuestra tenencia con mejor rendimiento durante el año por un amplio margen ha sido Fleming. Durante el trimestre, a medida que el precio aumentaba más cerca de la tasación, redujimos nuestra posición. Posteriormente, la acción cayó debido a la toma de ganancias, y la caída del 17 % en nuestra posición más grande restó valor al rendimiento del tercer trimestre del Fondo.

Los temores de una recesión más prolongada y profunda afectaron los precios de muchas empresas relacionadas con los medios, incluida Hollinger, propietaria de varios periódicos, incluidos el London Telegraph y el Chicago Sun Times. Los ingresos por publicidad serán menores hasta que la economía se recupere, pero la empresa aún genera un flujo de efectivo gratuito valioso, y Conrad Black tiene un historial sobresaliente en la creación de valor. La disminución del 23% de la acción en el trimestre deja el precio a menos de la mitad de nuestra tasación.

Varias de nuestras participaciones registraron rendimientos positivos en el trimestre. PepsiAmericas, el embotellador de Pepsi del Medio Oeste, subió un 12%, beneficiándose de las marcas fuertes y los buenos resultados de Pepsi. Hilb Rogal & Hamilton, el corredor de seguros, apreció más allá de nuestra evaluación con expectativas de aumentos de primas, y comenzamos a vender nuestra posición. Hemos completado la venta desde el cierre del trimestre.

Hilb Rogal proporcionó a los accionistas de pequeña capitalización un rendimiento fenomenal durante el transcurso de nuestra inversión, y todos estamos inmensamente agradecidos con Andy Rogal y su equipo por su excelente desempeño.

También vendimos nuestra pequeña participación en Bay View ya que el precio subió a nuestra tasación significativamente reducida. Compramos dos nuevas posiciones en el Small-Cap Fund y las agregamos a varias que ya poseíamos. Compramos bonos de Level 3 Communications con un rendimiento al vencimiento de más del 30%. La red de Level Three es superior y la compañía es rara porque su generación de efectivo es dramáticamente más alta que las ganancias reportadas. Nuestros destacados socios administrativos, el presidente Walter Scott y el director ejecutivo James Crowe, tienen una gran reserva de efectivo para terminar la red y pagar nuestros bonos. Preferimos los rendimientos ajustados al riesgo de los

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

el rendimiento al vencimiento de los bonos sobre el capital, ya que el capital tiene cierto riesgo de financiación dilutiva en unos pocos años.

También adquirimos una posición en Forest City Enterprises, una compañía de bienes raíces diversificada que desarrolla y administra propiedades únicas en los EE. UU. La familia Ratner tiene un tremendo historial de valor creciente para los accionistas a un ritmo acelerado. Forest City ha sido una de las inversiones a largo plazo con mejor rendimiento en el universo inmobiliario, y Small-Cap tuvo la oportunidad de poseer las acciones a través de una oferta secundaria reciente.

Si bien el Small-Cap Fund puso a trabajar parte de su liquidez durante el trimestre, el 19% de los activos todavía están en efectivo. Aunque tenemos varias posiciones nuevas que estamos considerando, la reciente caída del mercado parece haber tenido un mayor impacto en las empresas más grandes de nuestro universo. Agregaremos nuevas empresas a la cartera cuando encontremos la combinación de negocios de calidad, administración capaz y descuento sustancial que necesitamos. Mientras tanto, las empresas que poseemos venden a un promedio del 57% de nuestros avalúos, presentando una oportunidad atractiva.

Nuestros inversionistas sujetos a impuestos deben saber que las reservas de efectivo más altas de lo normal fueron el resultado de las ventas de inversiones exitosas durante todo el año. Si bien se han compensado algunas ganancias, las ganancias realizadas actuales de los Fondos son aproximadamente el 8% del NAV y son todas a largo plazo. Cualquier pérdida o ganancia adicional realizada hasta el 31 de octubre de 2001 afectará la distribución de la ganancia de capital, que deberá tener lugar durante la segunda semana de noviembre.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Para el año que finalizó el 30 de junio, Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 21,8% después de agregar un 9,2% durante el segundo trimestre. A pesar de la ganancia del 14,4% del Russell 2000 en el trimestre, este índice de pequeña capitalización está en el último año con un rendimiento del 0,7%. Estamos satisfechos con los resultados recientes de Longleaf Small-Cap, pero advertimos a nuestros socios que moderen sus expectativas futuras: es poco probable que los rendimientos anualizados del 20% se mantengan durante los próximos años.

Durante el segundo trimestre, la composición del Small-Cap Fund cambió debido a una combinación de ventas de cartera y rendimientos de acciones individuales. Las participaciones del Fondo se redujeron de 25 a 22. Vendimos nuestra segunda mayor participación, Gulf Canada. La oferta de Conoco por la empresa confirmó nuestra valoración. Obtuvimos un rendimiento del 70 % durante los dos años y medio que tuvimos la empresa. Aunque Tyco compró Scott Technologies por menos de nuestro valor, ganamos un 35 % de nuestra inversión. También vendimos Pediatrix ya que su precio alcanzó nuestra tasación debido a la renovada fe en la integridad de facturación de los médicos y mejores controles que mejoraron el Ojo de caja.

Fleming sigue siendo nuestra mayor participación, aunque redujimos la posición ya que las acciones subieron un 40 % durante el trimestre. La empresa se ha triplicado este año. Mark Hansen y su equipo siguen demostrando el valor que puede aportar una gestión disciplinada, motivada y comprometida a un negocio que, de otro modo, sería un desafío.

Thomas Industries también contribuyó al exitoso trimestre del Small-Cap Fund.

A este fabricante de bombas y compresores le sigue yendo relativamente bien en un entorno de fabricación difícil.

Las tres compañías de seguros del Fondo aumentaron durante el trimestre. Tanto MONY como Fairfax se beneficiaron de la caída de las tasas de interés, mientras que Fairfax se benefició de la OPI de la subsidiaria Odyssey Re. Fairfax y Hilb, Rogal y Hamilton continuaron experimentando precios más sólidos en sus negocios de suscripción y corretaje de seguros.

Dos de las participaciones de Longleaf Partners Small-Cap Fund perdieron terreno sustancial en el trimestre. En nuestro informe de marzo discutimos el valor de USG "incluso en el peor de los escenarios para la división de tableros de yeso". Ese escenario se materializó en junio cuando la empresa se adelantó al Capítulo 11 y las acciones cayeron más del 70%. Los pasivos relacionados con el asbesto de otras empresas que se han declarado en bancarrota recientemente abruma cada vez más a USG. Anteriormente, la compañía había pagado su parte de los reclamos, pero los abogados en varios estados habían comenzado a presentar demandas contra USG bajo responsabilidad conjunta y solidaria. Bill Foote vio el Capítulo 11 como la única forma de salvar el valor para los accionistas antes de que la empresa tuviera que debilitar su balance para cubrir más facturas legales y reclamos injustificados. La bancarrota diluirá significativamente a los tenedores de acciones y nuestro

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

la tasación ha caído en consecuencia. El valor de USG, sin embargo, sigue siendo múltiplos de su precio porque el Capítulo 11 (1) consolida todos los reclamos de tribunales estatales individuales algo orientados a los demandantes en un tribunal federal único y más justo; (2) libera a USG de cualquier responsabilidad que no sea por su propio producto, que es una parte mínima de las reclamaciones por exposición al asbesto; y (3) permite a la empresa cuantificar su responsabilidad total y luego concentrarse en continuar ganando dinero con sus exitosos negocios de distribución de paneles de yeso, techos y piezas de construcción.

Las acciones de US Industries cayeron un 30% durante el trimestre debido a que el Ójulo de efectivo de la compañía fue menor de lo esperado y surgieron dudas sobre la capacidad de USI para refinanciar su deuda más adelante este año. Los negocios de productos para la construcción y ferretería están sufriendo en un momento en que la empresa se enfrenta a esta gran refinanciación. No sabemos cómo se resolverá el intento de refinanciamiento, pero los valores de los activos solo en las divisiones Jacuzzi y Zurn son sustancialmente mayores que los pasivos totales de la empresa.

Nuestras ventas de cartera se sumaron a la liquidez de Small-Cap. Debido a que estamos teniendo dificultades para encontrar empresas que califiquen, la posición de efectivo del Fondo es del 24,6%. Estas reservas nos permitirán pasar a la ofensiva cuando encontremos nuevas oportunidades de inversión. Las nuevas inversiones calificadas también ayudarán a reducir la relación precio-valor del Fondo, que se ha acercado a su promedio histórico a raíz del aumento de los precios y algunos valores estancados o más bajos.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund registró una ligera ganancia durante el primer trimestre, un 0,4% más. Durante los últimos doce meses, el Small-Cap Fund cumplió con los requisitos de una inversión segura del capital y un rendimiento adecuado con un rendimiento anual del 19,1%. El mercado de pequeña capitalización, por el contrario, medido por el Russell 2000 fue (6,5)% en los primeros tres meses de 2001 y (15,3)% durante el último año.

Fleming añadió una cantidad sustancial al rendimiento del Fondo en el primer trimestre. La acción subió un 116% y finalizó marzo como la participación más grande del Fondo.

K-Mart seleccionó a Fleming para que fuera su único distribuidor de comestibles, aumentando así el valor de la empresa y sirviendo como catalizador para que los inversionistas reconozcan los resultados superiores que Mark Hansen y su equipo están brindando. El flujo de efectivo libre generado por Fleming vale sustancialmente más que el precio actual de las acciones.

Varias participaciones restaron valor al rendimiento del Fondo en el trimestre. MONY Group cayó un 33% impulsado por el pesimismo del mercado de valores que anticipa una disminución en los productos de MONY, como las rentas vitalicias, así como un empeoramiento de los resultados de inversión. A pesar de esta volatilidad en el estado de resultados, el valor del balance general y la marca de MONY continúan apuntalando una tasación muy por encima del precio actual de las acciones. Usamos el precio más bajo como una oportunidad para aumentar nuestra participación.

USG cayó un 32% durante el trimestre a medida que aumentaron los temores sobre los litigios por asbesto, así como el exceso de capacidad y la reducción de la demanda. Creemos que la compañía tiene reservas adecuadas de responsabilidad por asbesto y, como productor de paneles de yeso de bajo costo, USG es uno de los pocos competidores capaces de ganar dinero a pesar de los precios más bajos. Nuestra tasación está muy por encima del precio actual y asumimos una perspectiva pesimista tanto para la demanda de paneles de yeso como para la responsabilidad por litigios. También creemos que los negocios de distribución y techos de USG brindan un valor corporativo significativo incluso en el peor de los escenarios para la división de tableros de yeso.

US Industries cayó un 27% cuando la empresa anunció ganancias decepcionantes debido a los desafíos operativos en el negocio de herramientas y la incapacidad de la empresa para vender su negocio de iluminación a un precio razonable. La gerencia se enfoca en administrar estos dos negocios de manera más eficiente y continuar fortaleciendo el dominio de US Industries en baños y plomería con las marcas Jacuzzi y Zurn.

Durante el trimestre vendimos tres de nuestras participaciones. Canadian National Rail está comprando Wisconsin Central y VICORP Restaurants se está vendiendo a un grupo de compra total de la gerencia. Además, liquidamos nuestra pequeña posición en The Carbide/Graphite Group.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Utilizamos los ingresos de estas ventas para agregar a algunas de nuestras empresas más infravaloradas y para comprar dos nuevas posiciones, Brascan Corporation y Texas Industries. Brascan es una sociedad de cartera con participación mayoritaria en varias empresas: BrookNeld, propietaria de espacios de oficinas de clase A en mercados norteamericanos con oferta limitada; Great Lakes Power, un productor de energía hidroeléctrica independiente; Trilon, un banco comercial canadiense y una firma de corretaje de bienes raíces; y Noranda, un gran productor de zinc, níquel y aluminio. El equipo de administración de Brascan posee una cantidad sustancial de las acciones y ha aprovechado el bajo precio para comprar acciones de manera agresiva. Texas Industries tiene un negocio de cemento, agregados y concreto muy valioso con resultados enmascarados por su división de vigas de acero más cíclica. Bob Rogers, nuestro socio administrativo, tiene importantes incentivos vinculados al reconocimiento del valor.

A medida que continúa la volatilidad del mercado, seguimos bien posicionados en el fondo de pequeña capitalización. Nuestras participaciones actuales se venden por un promedio del 57 % de nuestras tasaciones y estamos armados con una posición de efectivo del 10 % para comprar más de nuestras participaciones existentes o para aprovechar nuevas oportunidades.

Discusión de la Gerencia - SC - 4T 2000

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund aumentó un 5,9 % en el cuarto trimestre y registró un rendimiento sólido del 12,8 % en el año. El Fondo superó al Índice Russell 2000, que cayó un 6,9% en el trimestre y disminuyó un 3,0% en 2000. El rendimiento positivo del Fondo de pequeña capitalización se produjo en medio de una caída sustancial del mercado de muchas acciones sobrevaloradas. Desde el pico del 10 de marzo del NASDAQ, Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 25,3% mientras que el Russell 2000 cayó un 19,4% y el NASDAQ perdió un 51,0%.

Tuvimos un desempeño sólido porque la mayoría de nuestras posiciones se revalorizaron; varios tuvieron un impacto sustancial en nuestros resultados. Gulf Canada, la participación más grande del Fondo a lo largo del año, aumentó un 50% en 2000 y fue la que más contribuyó al rendimiento. A pesar de su apreciación, esta compañía canadiense de petróleo y gas se mantiene muy por debajo de nuestra valoración. El Grupo MONY finalizó el año como la quinta posición más grande del Fondo. Durante el 2000 la empresa incrementó el Öjujo de caja libre y en el segundo semestre los inversionistas renovaron su interés en empresas de servicios financieros. Las acciones subieron un 69% en 2000. Pediatrix Medical se recuperó espectacularmente desde un mínimo de \$6,41 para terminar el año en \$24,06. Las acciones subieron en el cuarto trimestre debido a que varias investigaciones estatales sobre prácticas de facturación terminaron favorablemente para esta firma de administración de médicos especializada en neonatología. Pioneer Group subió un 198% desde su mínimo de febrero antes de que vendiésemos las acciones en mayo cuando Unicredito Italiano acordó comprar la firma de gestión de inversiones Ñrm. Hilb, Rogal & Hamilton, una empresa de corretaje de seguros que se especializa en empresas comerciales pequeñas y medianas, se apreció durante todo el año debido a que las tasas de daños a la propiedad/accidentes aumentaron después de una década de debilidad. La acción ganó un 41% el año pasado. Catellus, la compañía de bienes raíces de California, se benefició tanto del progreso del desarrollo como de la creciente demanda en sus mercados de San Francisco y San Diego. La acción aumentó 37% durante el año.

En el segundo trimestre comenzamos a agregar Fairfax Holdings a la cartera a un costo promedio de \$118. Esta compañía de seguros con sede en Canadá se está beneficiando de las tendencias de precios de la industria, así como de las hábiles políticas de inversión del CEO Prem Watsa. La acción finalizó el año en \$152, aumentando rápidamente los resultados del Fondo. Fairfax es la tercera participación más grande en el fondo de pequeña capitalización y se mantiene significativamente por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco.

Si bien la mayoría de nuestras participaciones registraron ganancias en 2000, cuatro de nuestras acciones empañaron significativamente los resultados. La decepción más grande fue Safety-Kleen, que vendimos en el segundo trimestre después de que la compañía revelara irregularidades contables y su empresa de contabilidad retirara sus opiniones sobre las Ñnancieras auditadas. Hasta la fecha, hay muy poca información disponible sobre lo que salió mal en la empresa. Claramente, sin embargo, los negocios combinados de Safety-Kleen y

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Laidlaw valía una cifra mucho más baja de lo que indicaban los datos financieros previos a la fusión de cualquiera de las empresas.

A pesar de la administración responsable de la administración, el precio de US Industries sufrió en 2000. Las acciones cayeron un 43% durante el año en medio de temores de una menor demanda de materiales de construcción y debilidad de la moneda extranjera. Con la desinversión de su empresa de iluminación, la dirección ha centrado la empresa en sus negocios principales de jacuzzi y productos de plomería comerciales. US Industries vende por el 40% de nuestra tasación y confiamos en la calidad tanto del negocio como de nuestros socios administrativos. Bay View sufrió el fracaso de su adquisición de FMAC cuando el mercado secundario de hipotecas se agotó. La acción disminuyó un 56% durante el año. Aunque el valor de la empresa se ha deteriorado, el precio de las acciones está muy por debajo de nuestra tasación ajustada. La gerencia está comprometida a lograr que se reconozca ese valor. Wyndham logró un gran progreso operativo en sus hoteles y fortaleció su balance durante el año, pero las acciones disminuyeron. Wyndham se vende a un precio increíblemente bajo de aproximadamente una cuarta parte de nuestra tasación, mientras que la gerencia continúa produciendo resultados positivos.

Longleaf Partners Small-Cap Fund finalizó el año con cinco participaciones menos que a principios de 2000. Además de Pioneer Group, vendimos Cousins Properties, Midas, Agribands y nuestras acciones restantes de Romac cuando estas acciones se acercaron a nuestras valoraciones. Las cinco empresas proporcionaron a los accionistas del Fondo sólidas rentabilidades durante los períodos en que las mantuvimos, y estamos agradecidos por el trabajo de nuestros socios administradores en cada una de ellas. La adquisición con Cousins fue especialmente gratificante durante muchos años, y tenemos a ese equipo directivo en la más alta consideración.

También liquidamos varias inversiones que tuvieron menos éxito. Vendimos nuestra participación en Carmike Cinemas en el primer semestre cuando el valor de la empresa disminuyó debido a que el exceso de construcción comenzó a afectar negativamente a los cines de Carmike. Aunque AMETEK y Perrigo no habían alcanzado la tasación, vendimos estas acciones para comprar oportunidades más atractivas.

Nuestras ventas ayudaron a financiar cuatro nuevas participaciones, incluida Fairfax. Agregamos a Hollinger al Fondo en el segundo trimestre cuando las acciones se abarataron increíblemente debido a que los temores de una publicidad más baja y costos más altos del papel prensa afectaron los precios de muchos editores de periódicos. La acción representa menos del 50 % de nuestra tasación, y Conrad Black está vendiendo papeles individuales y usando las ganancias para comprar sus acciones muy infravaloradas. Estamos encantados de ser socios del Sr. Black y de ver crecer nuestro valor bajo su liderazgo. Estamos encantados de volver a poseer Ralcorp Holdings (se separó de Ralston, una participación anterior de Partners Fund). Ralcorp es líder en

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

productos horneados para el mercado de marcas privadas y está presidido por Bill Stiritz, un socio corporativo estelar. Anticipamos que el Sr. Stiritz tendrá tanto éxito para nosotros en Ralcorp como lo fue en Ralston y Agribbrands. Agregamos USG en el tercer trimestre cuando las disminuciones anticipadas en los inicios de viviendas, las preocupaciones sobre el exceso de capacidad y los temores de responsabilidad por el asbesto hicieron que las acciones estuvieran muy por debajo de su valor. USG tiene una participación dominante y de bajo costo en la industria de tableros de yeso, que tiene una competencia limitada y racional. Nuestra evaluación conservadora asume que la demanda y los precios son lentos. La empresa tiene una exposición limitada a las reclamaciones de asbesto: USG no fabricó asbesto, pero lo usó en algunos de sus compuestos para juntas. La empresa ya ha cuantificado gran parte de su responsabilidad. Nos complace asociarnos con Bill Foote, director ejecu-

Entramos en 2001 con entusiasmo como propietarios del Small-Cap Fund. El efectivo en la cartera es algo temporal, ya que la mesa de negociación se suma a varias participaciones existentes y compra una nueva empresa. La relación precio-valor del Fondo es del 60%, que está por debajo del promedio histórico e implica un gran potencial alcista.

Discusión de la Gerencia - SC - 3T 2000

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund completó un segundo trimestre consecutivo de sólido desempeño absoluto y relativo. El Fondo subió un 4,9 % en los últimos tres meses, mientras que el Russell 2000 avanzó un 1,1 % y Value-Line se apreció un 2,9 %. En lo que va del año, el fondo de pequeña capitalización ha subido un 6,5 % frente al 4,2 % del Russell 2000 y el 0,2 % del Value Line.

Varias participaciones contribuyeron a nuestro exitoso trimestre. Golfo de Canadá, nuestra posición más grande, continuó su ritmo ascendente, avanzando un 12 % en el trimestre para un rendimiento total del 59 % este año. La solidez de los precios del petróleo y el gas, combinada con una eficiente estructura de costos, ha aumentado drásticamente el Ójuo de efectivo disponible en Gulf. La acción se vende por aproximadamente el 60% de nuestra tasación conservadora, incluso después de haber cosechado grandes ganancias.

La solidez continua de los precios en el negocio de seguros de propiedad/accidentes comerciales aumentó la rentabilidad de Hilb, Rogal & Hamilton. La acción subió un 20% durante el trimestre. MONY Group generó un flujo de efectivo libre sustancial y, junto con el renovado interés del mercado en los servicios financieros, las acciones subieron un 18 % en los últimos tres meses.

Genlyte subió un 21% en los últimos tres meses. La compañía comenzó a cosechar los beneficios de los aumentos de precios del 4% al 5% a principios de este año y logró un progreso sustancial al asimilar su negocio de iluminación con la división de iluminación de Thomas Industries en Genlyte-Thomas LLC.

Algunas de nuestras acciones disminuyeron en el trimestre. En Wisconsin Central, los precios del combustible dañaron los márgenes y el crecimiento en las tres ubicaciones (Norteamérica, Reino Unido y Nueva Zelanda) se desaceleró. La nueva administración en cada riel está trabajando para cambiar los resultados.

La empresa sigue siendo atractiva para los ferrocarriles más grandes, a los que la Junta de Transporte de Superficie les prohíbe realizar fusiones hasta junio de 2001. Hemos llevado a cabo un 13-D para permitirnos tener conversaciones abiertas con la gerencia y otros grandes accionistas para trazar un resultado óptimo. La empresa se mantiene al 50% de tasación.

Las industrias de EE. UU. también cayeron durante el trimestre en medio de los temores de una menor demanda y la debilidad de la moneda extranjera. Los operadores propietarios altamente competentes están ejecutando USI. Compiten siendo el productor de bajo costo, recortando los costos más rápidamente que los precios. La compañía ahora se enfoca en sus negocios principales de plomería y hardware y distribuirá su compañía de iluminación a los accionistas.

Wyndham no disfrutó de la apreciación de precios que experimentaron muchas empresas de alojamiento en el tercer trimestre. Aunque el Ójuo de efectivo de las operaciones aumentó, las cifras reportadas se retrasaron debido a la venta de activos. La dirección está reforzando la marca y el balance. La empresa sigue siendo uno de los negocios más infravalorados que poseemos en Southeastern.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Durante el trimestre vendimos nuestra participación restante en Perrigo. Usamos los ingresos y las entradas de efectivo para agregar dos nuevas participaciones, Ralcorp y USG.

La cartera del Small-Cap Fund está bien posicionada con negocios competitivos consolidados y una serie de excelentes socios corporativos. En total, el Fondo se vende por el 55% de nuestra tasación. Estamos totalmente comprometidos y tenemos varias ideas nuevas listas para obtener nuevos fondos. Nuestra confianza emana de nuestras posesiones. Para aquellos con acceso a este fondo cerrado, Longleaf Partners Small-Cap Fund es una compra.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 6,8% en el segundo trimestre frente a una caída del 3,8% en el índice Russell 2000 y una caída del 4,9% en el índice Value-Line. Una combinación de resultados operativos positivos y acciones de gestión empresarial ayudaron a producir la sólida rentabilidad del Fondo.

La posición más grande de Small-Cap, Gulf Canada, brindó un impulso considerable al rendimiento, ya que las acciones subieron un 30 % durante el trimestre. Los precios más altos del petróleo y el gas han aumentado el Ojujo de caja de la empresa, y la dirección ha logrado reducir por completo la deuda de Gulf. Ha habido numerosas adquisiciones de compañías de petróleo y gas de América del Norte este año a precios que refuerzan nuestra creencia de que nuestra evaluación del Golfo es conservadora.

Pioneer Group también contribuyó al desempeño de Small-Cap. Comenzamos a discutir alternativas con la gerencia para lograr que el valor corporativo sea reconocido en el mínimo de \$12.88 de Pioneer este año. La junta puso la empresa en venta. En mayo, Unicredito Italiano acordó comprar Pioneer y liquidamos nuestra posición en más de \$41, muy por encima de nuestra tasación.

Varias otras participaciones se sumaron a los resultados positivos del Fondo. Hilb Rogal & Hamilton subió un 27% ya que sus agencias se beneficiaron de aumentos sustanciales en las tasas de seguros de propiedad/accidentes. Las acciones de Wyndham se revalorizaron un 34 %, ya que la empresa demostró que su recuperación está en marcha. Pediatrix, una posición relativamente pequeña, se disparó un 60% en el trimestre cuando una auditoría del estado de Florida concluyó sin multas ni cargos por sobrefacturación. La gerencia de Bay View contrató a una empresa de banca de inversión para ayudar a explorar todas las opciones estratégicas y las acciones subieron un 31% en el trimestre. US Industries anunció la venta de su negocio de iluminación inmediatamente después de la venta de su división DiversiÑed. La gerencia está comprando agresivamente acciones con un gran descuento en nuestra tasación. Timberwest disfrutó de un trimestre al alza ya que la compañía reportó un flujo de efectivo operativo más alto debido al aumento del volumen y la mezcla mejorada. La compañía también completó una importante recompra de acciones. Catellus avanzó: aprobó todas las aprobaciones de Fremont, vendió gran parte de su negocio de desarrollo residencial y capitalizó el aumento de la demanda y los alquileres en los mercados de San Francisco y San Diego.

Fleming anunció la venta de su negocio minorista a excepción de las tiendas Food 4 Less. La empresa ha tenido éxito con grandes clientes de distribución como Target y Kmart, y Fleming está cosechando los beneficios de Internet al

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

proporcionando distribución a una serie de tiendas de comestibles en línea. A pesar de este progreso, la acción disminuyó.

Durante el trimestre, a medida que surgía más información, llegamos a la conclusión de que Safety Kleen había sufrido daños permanentes, aunque aún no han surgido los detalles finales. La implicación fiscal de vender la posición es que su pérdida a corto plazo compensa la ganancia sustancial a corto plazo generada por nuestra venta anterior de Romac.

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners se vende por debajo del 55 % de nuestra tasación. Las empresas con precios tan bajos atraen a los cazadores de gangas, y varios de nuestros socios administrativos están considerando liquidaciones parciales o totales. Para aquellos inversores que tienen acceso al fondo cerrado de pequeña capitalización, la cartera tiene una combinación única de potencial alcista y atractivo fiscal. Hace muy poco añadimos a nuestras participaciones personales en el Fondo.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

En el primer trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund cayó un 5,0%, mientras que el Russell 2000, impulsado principalmente por acciones tecnológicas, subió un impresionante 7,1%. La mayor parte de nuestra caída fue causada por cuatro de nuestras participaciones.

Nuestro mayor problema individual en el trimestre fue Safety-Kleen. Los directores externos anunciaron que estaban investigando las irregularidades contables y suspendieron a los principales funcionarios de la empresa. Es una situación bizarra que parece lejos de resolverse.

Safety-Kleen es la combinación del antiguo negocio Safety-Kleen (del que antes eramos propietarios) que distribuye y recolecta solventes de limpieza para pequeños usuarios industriales, y Laidlaw Environmental, que se ocupa de sustancias peligrosas para grandes usuarios. Literalmente, aún no sabemos cómo comentar o incluso evaluar completamente esta situación, ya que la compañía no ha detallado los números ni ha explicado el problema ni se ha despedido a ninguno de los oficiales suspendidos. Continuamos monitoreando esto de cerca y tan pronto como tengamos información sobre la cual basar una decisión, tomaremos una.

Las acciones de Bay View Capital han estado débiles a raíz de la adquisición de FMAC.

El tiempo dirá si FMAC se desempeñará a la altura de las expectativas o si nuestro valor se ha diluido permanentemente. Incluso suponiendo esto último, el valor intrínseco de la BVC es significativamente superior al precio de la acción. BVC vende por menos del valor en libros, lo que no refleja ningún crédito para la franquicia de depósito de San Francisco de la compañía.

La nueva administración de Wyndham continúa mejorando la cadena y reportando buenos resultados principales. La acción sufre de la debilidad general del grupo de alojamiento.

WYN, sin embargo, está racionalizando de manera efectiva su negocio y centrándose en sus propiedades de Wyndham. Un grupo de propietarios y una junta nuevos y sofisticados contrataron un nuevo equipo de gestión con posiciones de propiedad muy grandes, alineando así todos nuestros intereses. Este nuevo directorio y equipo despertaron originalmente nuestro interés en Wyndham, y las acciones se venden muy por debajo de las ofertas ofrecidas por la empresa durante el proceso de reestructuración.

US Industries cayó debido a los temores generales de Wall Street sobre las inversiones en productos de construcción. Nuestra evaluación incorpora dónde estamos en el ciclo de construcción.

La compra sustancial de información privilegiada y las recompras corporativas agresivas confirman nuestra evaluación de la subvaluación extrema de las acciones.

Nuestro optimismo a largo plazo para el Small-Cap Fund se basa en los componentes básicos específicos de esta cartera. Ya sea asociándonos con el equipo de Mark Hansen, que ya ha hecho grandes avances en Fleming, con menos de 4 veces el EBITDA, o con el equipo de Smiths en Neiman-Marcus con poco más de la mitad de los ingresos, nuestras oportunidades son mejores de lo que han sido en años. . Al igual que en el Fondo de Socios, nunca hemos visto este tipo de infravaloración generalizada de los negocios de Ñne. Nuestro

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

La relación precio-valor compuesta está por debajo del 50 % por primera vez en la historia, en comparación con un promedio a largo plazo de alrededor de 60 años. Simplemente volver al promedio no solo proporcionaría un rendimiento que compensaría con creces el año pasado, sino que también nos colocaría en una plataforma desde la cual históricamente hemos generado altos rendimientos absolutos a largo plazo.

No en vano, los bajos precios y las pequeñas capitalizaciones de nuestras participaciones han comenzado a atraer un gran interés tanto de dentro como de fuera.

Muchos de nuestros socios han aprovechado estos descuentos al recomprar agresivamente sus acciones. Varios gerentes han vendido activos o están explorando la liquidación total para que les paguen a los accionistas. El interés por fusiones y adquisiciones ha aumentado.

Hemos sido contactados por terceros para discutir la compra de nuestras participaciones como parte de los esfuerzos para comprar varias compañías. Para permitirnos hablar libremente con todas las partes interesadas, convertimos nuestros Niños 13G con la SEC en Catellus, Gulf Canada, Pioneer Group, VICORP y Wisconsin Central a 13D. La actividad reciente nos da confianza en que los valores se realizarán y nuestra espera en muchos casos no será larga.

Además del entusiasmo por nuestras participaciones actuales, nuestra lista de compra de ideas nuevas y futuras es extensa. Los socios que invierten efectivo adicional nos permitirán comprar negocios más atractivos y mejorar nuestros rendimientos futuros.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

El fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners finalizó 1999 con un aumento del 4,1% después de un último trimestre (-0,4%). Mientras que la acción promedio medida por Value Line disminuyó un 1,4 % durante el año, el índice Russell 2000 terminó el año con un alza del 21,3 % luego de un sorprendente repunte del 18,4 % en el cuarto trimestre cuando las acciones relacionadas con tecnología e Internet se dispararon. (Consulte la tabla de la página 35 para conocer las contribuciones específicas al desempeño del Fondo en 1999).

Cada una de nuestras tres posiciones más importantes hasta 1999 se apreció sustancialmente y se vendió. Shaw Communications, el operador de cable canadiense, alcanzó nuestra evaluación en el primer trimestre. Durante los dieciocho meses que tuvimos la empresa, las acciones casi se triplicaron. Orion Capital, Promus Hotels y Pinkerton's fueron adquiridos y se sumaron significativamente al desempeño del Fondo.

Varias participaciones más pequeñas también se apreciaron durante el año. Los resultados de Agribands mejoraron a medida que su negocio de piensos en el extranjero se recuperó con la recuperación de la economía asiática. Hilb, Rogal y Hamilton continuaron aumentando el flujo de efectivo libre tanto orgánicamente como a través de adquisiciones inteligentes. Gulf Canada, actualmente la participación más grande del Fondo, subió durante el año debido a la recuperación de los precios del petróleo y el gas. Sin embargo, esta compañía de exploración y producción no se apreció tanto como los precios del petróleo. Con un balance fortalecido y activos energéticos únicos, Gulf Canada sigue teniendo un gran descuento en su valor. Timberwest, la empresa maderera canadiense, tenía flujos de efectivo sólidos y debería beneficiarse aún más de la mejora de la economía japonesa.

Compramos once nuevas participaciones durante el año. Tres, Romac International, First Health Group y Neiman Marcus Group, se sumaron rápidamente a los resultados del Small-Cap Fund. Romac, el mayor contribuyente individual al desempeño, es una empresa de colocación laboral con un negocio tradicional que cubre puestos de tiempo completo y parcial, y una nueva empresa de colocación en Internet, kforce.com. La acción cayó porque el mercado temía que el final del trabajo Y2K perjudicara los ingresos, y esta caída nos permitió adquirir una posición. En un comentario fascinante sobre el mercado de valores de hoy, Romac casi se duplicó en un período de dos semanas luego del anuncio de que la compañía cambiaría su nombre a kforce.com, inc. First Health superó nuestra evaluación, lo que nos permitió vender nuestra participación. Compramos Neiman Marcus, el minorista de alta gama, en el cuarto trimestre, y terminó el año como nuestra cuarta participación más grande.

Aunque las acciones subieron poco después de nuestra compra, el mercado no ha reconocido completamente el valor de las marcas superiores de Neiman y la base de clientes en rápido crecimiento.

Los buenos rendimientos de muchas de nuestras empresas se vieron atenuados por las caídas de precios en algunas de nuestras posiciones. Pediatrix Medical, una práctica médica nacional administra

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

ment empresa que se especializa en la gestión de unidades de cuidados intensivos para bebés y niños, está siendo atacada por vendedores en corto sobre sus tarifas de facturación a los gobiernos estatales. En Carmike Cinemas, subestimamos el aumento de la nueva oferta de salas de cine rurales y cómo eso afectaría los ingresos de Carmike. nosotros Industrias, actualmente nuestra tercera participación más grande, disminuyó durante el año a nuestro costo. La gerencia aprovechó la debilidad de los precios vendiendo activos y utilizando las ganancias para recomprar acciones. Bay View reportó mayores ganancias en efectivo en 1999, pero el mercado no estaba satisfecho. Carbide/Graphite operó por debajo de su capacidad en espera de una mejor demanda y precios para sus líneas de negocio de coque de aguja y electrodos de grafito. Midas reportó ventas comparables débiles, pero el nuevo equipo de administración hizo un gran progreso en la mejora de las relaciones con los franquiciados, la creación de valor a través de operaciones mejoradas y la compra de existencias. Wisconsin Central, actualmente la segunda participación más grande del Fondo, tardó más en recuperar el ferrocarril del Reino Unido que compró al gobierno a un precio muy bajo. El ferrocarril nacional continúa como líder de la industria y las perspectivas para cada una de sus operaciones ferroviarias siguen siendo atractivas.

En 1999 encontramos numerosas oportunidades de inversión y utilizamos los ingresos de las ventas para reposicionar la cartera. También vendimos nuestras participaciones japonesas a medida que surgían oportunidades nacionales calificadas igualmente atractivas. Cuando miramos hacia abajo en la lista de participaciones, vemos una enorme ventaja. Somos dueños de negocios de alta calidad con buenos socios de gestión, y nuestras participaciones en la propiedad están muy rebajadas. En conjunto, la relación precio-valor compuesta del Fondo se aproxima al 50%. Las empresas que producen un Ojuo de caja libre sustancial y tienen gerencias capaces con los incentivos correctos invariablemente alcanzan el valor total cuando el mercado cambia de opinión (Shaw), los fundamentos comerciales mejoran (Agribands y Timberwest), los adquirentes corporativos ven una oportunidad (Orion, Promus, Pinkerton's), la gerencia reestructura la compañía (Romac), o la gerencia se mueve agresivamente para recomprar acciones (la mayoría de nuestras participaciones).

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Longleaf Partners Small-Cap Fund subió un 4,5% en 1999 después de una caída del 5,6% durante el tercer trimestre. Small-Cap sigue superando al índice Russell 2000.

Si bien estamos decepcionados con los resultados a corto plazo, somos muy optimistas acerca de las oportunidades a largo plazo del Fondo.

Durante el trimestre, las caídas de precios en varias participaciones representaron gran parte de las pérdidas del Fondo. Wisconsin Central, el operador ferroviario en el medio oeste de EE. UU., el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda, renunció a ganancias anteriores debido a que Wall Street adoptó una visión bajista de las acciones de transporte en general y de los rieles en particular. Nuestra evaluación de WCLX se ha mantenido estable. Los gerentes de Wisconsin Central poseen una cantidad significativa de la empresa, han sido operadores ferroviarios exitosos y tienen un historial de maximizar el valor para los accionistas. Aprovechamos la debilidad reciente aumentando nuestra participación.

Catellus ha hecho un excelente progreso en su desarrollo de Mission Bay en San Francisco, y las otras propiedades de la compañía han reportado resultados positivos.

Nelson Rising y su equipo son algunos de los desarrolladores de bienes raíces más capaces que hemos visto. Estos atributos no tienen peso con los inversionistas que han salido de todos los negocios relacionados con bienes raíces.

Bay View, una empresa de ahorros líder en el área de San Francisco, tiene una administración excelente, perspectivas de futuro convincentes y vende con un gran descuento en relación con su valor. La compra por parte de Bay View de Franchise Mortgage Acceptance Company fortalecerá tanto el balance general como la capacidad de originación de préstamos. La mezcla de depósitos de la compañía es más sólida que hace un año. Ante estos fundamentales atractivos, el mercado ha vendido Bay View por temor a subidas de tipos de interés.

Tres compañías en el Small-Cap Fund tuvieron un impacto positivo significativo en nuestro desempeño este trimestre. Royal & Son Alliance Insurance Group PLC anunció la compra de Orion Capital a un precio cercano a nuestra tasación. Promus Hotel Corporation, la posición más grande del Fondo, está siendo comprada por Hilton. Esta transacción en efectivo y acciones, dada la subvaluación extrema de Hilton en el mercado, equivale a nuestro valor para Promus. Agribands también aumentó sustancialmente ya que sus operaciones de alimentos para animales mejoraron la rentabilidad.

La cartera varió levemente durante el trimestre. Vendimos dos participaciones. Vail Resorts, menos del 0,5% de la cartera, fue liquidado después de que subiera su precio. No pudimos agregar a TrizecHahn, que era una posición de menos del 2% debido a los límites de propiedad canadienses. TrizecHahn se convirtió en una empresa de gran capitalización después de que Horsham comprara Trizec hace varios años. Vendimos nuestra participación y utilizamos las ganancias para comprar empresas más pequeñas igualmente atractivas que podrían ocupar posiciones completas.

**Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE
ADMINISTRACIÓN** *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Los ingresos de estas dos ventas más los de Orion Capital nos permitieron aumentar varias de nuestras participaciones más infravaloradas y adquirir participaciones en tres nuevos negocios. El Fondo tiene menos del 10% de los activos en efectivo y la mesa de operaciones tiene órdenes vigentes para ello. Las perspectivas para el Small-Cap Fund son prometedoras con la cartera compuesta valorada en aproximadamente la mitad de nuestra tasación. Por primera vez en años, debemos seleccionar entre numerosas opciones para decidir dónde concentrar nuestros recursos.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Durante el segundo trimestre, Longleaf Partners Small-Cap Fund continuó con su exitoso historial de capitalización. El Fondo subió un 13,8 % en el trimestre y Small Cap registró una rentabilidad del 10,6 % en lo que va del año frente a la rentabilidad del 9,3 % del Índice Russell 2000 en 1999.

La mayoría de los negocios en la cartera se revalorizaron durante el trimestre a medida que se amplió el desempeño general del mercado. Ocho de nuestras diez participaciones principales proporcionaron más del 60 % de la rentabilidad del trimestre, encabezadas por las ganancias en Gulf Canada y Wisconsin Central. Gulf Canada hizo grandes avances en el fortalecimiento de su hoja de balance y en la reducción significativa de costos. Además, el aumento de los precios del petróleo movió el sentimiento del mercado. A pesar de la apreciación de Gulf Canada, la compañía todavía se vende por un precio significativamente menor que su valor basado en sus reservas y valores. Wisconsin Central está aumentando su participación en EW&S (el único sistema ferroviario de carga del Reino Unido) a un precio muy atractivo y continúa realizando mejoras en sus operaciones. El tráfico de WCLX en sus mercados estadounidenses también creció. El equipo directivo posee más del 15 % de esta empresa y seguirá utilizando su experiencia en la creación de valor a través de los activos ferroviarios.

Nuestra participación más grande, Promus Hotels, cayó durante el trimestre cuando la compañía anunció un crecimiento más lento de lo esperado. Aunque la expansión de la marca Doubletree no será tan rápida como se esperaba, el Ojo de efectivo libre generado por sus otras marcas está creciendo a mediados de la década y la empresa está vendiendo significativamente por debajo del valor de su negocio principal de franquicias. Además, la gerencia ha recomprado agresivamente acciones. También aprovechamos la disminución temporal de las existencias aumentando nuestra participación.

Nuestra otra posición importante que disminuyó durante el trimestre fue Midas. Aunque las ventas en la misma tienda fueron débiles, la nueva administración hizo un gran progreso en la mejora de las relaciones con los franquiciados.

Continuamos nuestro esfuerzo por concentrarnos en nuestros veinte mejores negocios nacionales. El Fondo ha reducido sus participaciones a 30 acciones. Vendimos cuatro empresas que representaban el 3% de los activos, incluidos los tres últimos valores japoneses en el Fondo. Nuestra única exposición extranjera restante consiste en negocios con sede en Canadá en petróleo, bienes raíces y madera.

Durante el trimestre aumentamos nuestra participación en varios de nuestros negocios más infravalorados y agregamos dos nuevas empresas. Desde el final del trimestre, hemos comenzado a comprar una nueva participación adicional. La mesa de negociación tiene órdenes pendientes que utilizarán el efectivo restante del Fondo.

**Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE
ADMINISTRACIÓN** *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

El pequeño repunte de las acciones del segundo trimestre y el desempeño de las empresas que poseemos fueron gratificantes. Aún mejor, esta apreciación no atenuó las perspectivas futuras del Fondo. Seguimos encontrando una gran cantidad de negocios que califican, el Fondo está completamente invertido y la relación precio-valor se mantiene por debajo de los niveles históricos.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Bufor*

Aquellos que realizan un seguimiento de los rendimientos relativos deberían seguir satisfechos con los resultados del Small Cap Fund. Durante el primer trimestre de 1999, el Fondo volvió a superar al índice Russell 2000. Small-Cap bajó un 2,8%, mientras que el Russell cayó un 5,4%.

Los rendimientos relativos a largo plazo del Fondo son igualmente impresionantes.

Sin embargo, como propietarios significativos de empresas de pequeña capitalización, consideramos que el rendimiento real absoluto, después de impuestos, es la única medida apropiada de capitalización. Nuestros socios a largo plazo han disfrutado de resultados exitosos, pero el último trimestre restó valor a este récord. De nuestras posiciones más grandes, Promus y Midas aumentaron e impactaron positivamente al Fondo. Las caídas de precios en Orion Capital, Perrigo, AMETEK y US Industries fueron predominantemente responsables del rendimiento negativo del primer trimestre de Small-Cap. Los precios más bajos de las acciones no afectaron nuestras valoraciones. Cada empresa que declinó, en consecuencia, se ha vuelto más atractiva y debería contribuir materialmente a los resultados futuros del Fondo.

La composición de Small-Cap cambió durante el primer trimestre a medida que continuamos concentrando los activos en nuestras mejores ideas nacionales. Las tenencias del Fondo se redujeron de 35 a 32 empresas, y las empresas extranjeras representan el 13% de los activos frente al 27% a fines de año. El cambio más drástico en la cartera fue la venta de nuestra mayor participación, Shaw Communications, que representaba el 11,7 % de los activos a finales de año. Comenzamos a comprar Shaw, el principal operador de sistemas de cable de Canadá, a \$10/acción en el cuarto trimestre de 1997, cuando las empresas de cable generalmente no gozaban del favor de las empresas. Shaw está extremadamente bien operada, domina sus mercados y tiene los márgenes más altos de la industria, un testimonio de la disciplina, las habilidades operativas y la visión del equipo de gestión creado. El negocio de Shaw también está creciendo rápidamente debido al acceso a Internet, la telefonía y los nuevos niveles de programación. Vendimos nuestra posición a nuestra tasación de aproximadamente \$30/acción. Shaw fue el mayor contribuyente individual al rendimiento del primer trimestre del Fondo.

También vendimos nuestra participación en Pinkerton's, que aumentó rápidamente cuando fue comprada por Securitas AB, una empresa de seguridad sueca. Securitas pagó \$29/acción frente a nuestra tasación de \$30 y un costo promedio de \$16,58/acción. Además, liquidamos nuestras participaciones en Chiyoda, Dai-Tokyo y Fuji, tres compañías japonesas de seguros de no vida que compramos a finales de 1997 cuando las pequeñas empresas nacionales infravaloradas eran esquivas. Al cierre del ejercicio estas tres sociedades representaban el 1,6% del patrimonio del Fondo. Vendimos estos negocios japoneses de Small-Cap porque teníamos oportunidades estadounidenses igualmente infravaloradas en las que podíamos adquirir una posición significativa para la cartera. La introducción de Longleaf Partners International Fund el otoño pasado proporciona un vehículo para las empresas extranjeras que queremos poseer.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Utilizamos los ingresos de las ventas anteriores para agregar a una serie de nuestros negocios más infravalorados. Wisconsin Central aparece recientemente en nuestro top ten de tenencias. Esta compañía ferroviaria opera en el medio oeste de los EE. UU. y posee rieles monopólicos en el Reino Unido, Nueva Zelanda y Australia. El equipo de administración de WCLX es el mayor accionista de la compañía y tiene un historial comprobado de compra y operación exitosa de activos ferroviarios privatizados. El mayor activo ferroviario fuera de los EE. UU. es la línea EW&S con sede en el Reino Unido, que domina el transporte de mercancías en ese país. Llevar este negocio a estándares aceptables de servicio y rentabilidad ha llevado más tiempo de lo anticipado por el mercado, de ahí el gran descuento al valor de tasación. Debido a que acumulamos nuestra posición a medida que el precio caía, nuestra compra de Wisconsin Central perjudicó el rendimiento del primer trimestre del Fondo.

Tenemos numerosas oportunidades de inversión en el Fondo de pequeña capitalización, y la mesa de negociación tiene órdenes pendientes por el efectivo restante del Fondo. No estamos interesados en aumentar el tamaño del Fondo; permanece cerrado a nuevos inversores. Nuestros socios existentes deben saber, sin embargo, que la muy baja relación precio-valor de Small-Cap implica un rendimiento convincente.

Discusión de la Gerencia - SC - 4T 1998

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

Longleaf Partners Small-Cap Fund completó otro año exitoso con un rendimiento del 12,7% en 1998 frente a una caída del índice Russell 2000 del 2,5%. Small Cap ganó un 14,5% durante el cuarto trimestre. La rentabilidad del Fondo ha superado sistemáticamente al índice, pero lo que es más importante, nuestros socios inversores han compuesto su capital a tipos elevados. La rentabilidad media anual de los últimos cinco años fue del 18,5% y de los últimos tres años del 23,9%. Si bien somos optimistas acerca de la oportunidad del Fondo, somos escépticos de que el 20% de rendimiento sea el norma.

El éxito en varias de nuestras grandes participaciones impulsó los resultados del año. Shaw Communications, el operador de cable canadiense, agregó \$84 millones a la rentabilidad del Fondo. MediaOne Group, una empresa de cable con sede en EE. UU. proporcionó otros 40 millones de dólares. La industria del cable se benefició de los flujos de efectivo crecientes y del reconocimiento de que su capacidad de banda ancha experimentará una demanda creciente por parte de los usuarios de telefonía e Internet.

Nuestra nueva participación, Midas, también sumó significativamente a nuestros resultados. Compramos Midas en enero después de que se escindiera de Whitman (una antigua participación de Partners Fund). En un período corto, el equipo de administración pagó la deuda de manera efectiva, mejoró las relaciones con los franquiciados y redujo los costos.

Después de que US Industries usó acciones para comprar Zurn, el fabricante comercial de productos de plomería que poseíamos, vendimos USI en \$20 según nuestra tasación. Cuando el USI posteriormente cayó por debajo de \$15 por temor a una recesión en el mercado, tomamos una nueva posición.

No todas las posiciones del Fondo tuvieron éxito en 1998, y varias afectaron negativamente nuestra rentabilidad. Gendis, la sociedad de cartera con sede en Canadá cuyos activos están relacionados en gran medida con la industria del petróleo y el gas, ha sido la que más ha sufrido. La caída en los precios del petróleo ha afectado los activos de Gendis, incluida su participación en Pioneer Natural Resources (que es propiedad de Partners Fund), el gasoducto Alliance y la compañía petrolera Tundra. Además, Wall Street ha expresado su preocupación por la deuda de Gendis en relación con el flujo de caja. Como sociedad de cartera, Gendis es rica en activos y pobre en flujo de caja. El valor de los activos netos de Gendis, incluso a los precios deprimidos de hoy en día en petróleo y gas, es dramáticamente mayor que el precio de sus acciones. Confiamos en la capacidad del equipo de gestión para aumentar el valor y conseguir que se reconozca.

Bay View también disminuyó considerablemente en 1998. Esta empresa de ahorro y préstamo con sede en San Francisco tiene uno de los equipos de administración más impresionantes de la industria. Se han enfrentado al desafío de reemplazar sus hipotecas prepagadas con activos de mayores ingresos. Este problema a corto plazo presenta una oportunidad a largo plazo para que Bay View reemplace las hipotecas de menor rendimiento con préstamos más rentables.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins, Staley Cates y John Buford*

El Fondo también tiene una pérdida temporal en nuestra nueva posición en The Carbide/Graphite Group, que suministra electrodos de grafito a la industria nacional del acero por arco eléctrico para fundición de chatarra. El reciente dumping de acero en los EE. UU. por parte de fabricantes extranjeros desesperados por reducir los inventarios ante la falta de demanda asiática ha perjudicado a los clientes de Carbide/Graphite. Una vez que los fabricantes extranjeros agoten sus inventarios, la empresa debería ver un aumento en las ventas.

Gulf Canada Resources es una nueva participación importante que también ha sido volátil desde que comenzamos a comprar las acciones. Gulf Canada es el negocio canadiense de exploración y producción de petróleo y gas que permaneció después de que Gulf Oil vendiera el negocio minorista de estaciones de servicio a British Petroleum hace varios años. El valor de la reserva neta de petróleo y gas, el arrendamiento y la superficie mineral de la empresa es mucho mayor que el precio de las acciones, incluso en el entorno actual de precios de energía deprimidos.

La cartera de Small-Cap se ve significativamente diferente de lo que era hace un año. La rotación fue superior a nuestro promedio histórico. Vendimos varios negocios que se escindieron de participaciones existentes. Además, vendimos Dart, Showboat, Zurn y White River cuando se compraron. Vendimos Vanguard Cellular y Corecomm cuando se acercaron a nuestras valoraciones. También liquidamos algunas posiciones muy pequeñas que no pudimos aumentar y compramos negocios más atractivos en los que podíamos poseer una participación significativa. Nuestro nivel de concentración es ahora más alto que hace un año: las cinco principales participaciones representan el 36% de los activos (eran el 27% al 31/12/97). Debido a que varias empresas atractivas de pequeña capitalización quedaron infravaloradas, reemplazamos las dos empresas de gran capitalización (MediaOne y FDX) que habíamos comprado en 1997 cuando las oportunidades de pequeña capitalización eran esquivas.

Utilizamos estos ingresos, así como nuestras reservas de efectivo, para comprar varias participaciones nuevas a precios atractivos, especialmente en el tercer trimestre. Además de las nuevas posiciones mencionadas anteriormente, agregamos Promus Hotels al Fondo. A medida que la industria hotelera sufrió terriblemente en Wall Street, aquellos con marcas de primer nivel y/o propiedades superiores continuaron aumentando sus ganancias y su flujo de caja. Promus ofrece la fuerza de varias marcas dominantes que generan valiosas tarifas de administración y franquicia. La empresa ha sido un recomprador oportunista de acciones.

Como propietarios significativos del Fondo de pequeña capitalización, comenzamos 1999 con una de las carteras con precios más atractivos del Fondo desde que comenzamos a rastrear la relación precio-valor. Nuestros negocios son sólidos y nuestros socios administrativos son excelentes.

Discusión de la Gerencia - SC - 3T 1998

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins y Staley Cates*

La composición de Longleaf Partners Small-Cap Fund cambió drásticamente en los últimos tres meses. Utilizamos los \$340 millones que teníamos en efectivo al 30 de junio más los ingresos de las ventas de otras cinco empresas para comprar siete nuevos negocios y agregarlos a una serie de participaciones existentes. Las reservas de efectivo se encuentran ahora en su nivel más bajo desde que cerramos el Fondo el verano pasado, y nuestra liquidez restante se asigna a varias empresas que nuestra mesa de negociación está comprando.

Longleaf Partners Small-Cap Fund está clasificado como uno de los fondos de pequeña capitalización de mayor rendimiento en los últimos uno, tres y cinco años por publicaciones como *Wall Street Journal*, *Kiplinger's*, *Mutual Funds Magazine* e *Investment News*. Los resultados a largo plazo del Fondo han sido gratificantes. En el tercer trimestre, sin embargo, Small-Cap cayó un 13,4% mientras que el Russell 2000 perdió un 20,2%. Aunque nuestros rendimientos relativos a corto y largo plazo son sobresalientes, el rendimiento relativo no aumenta el capital.

Varias empresas ayudaron al rendimiento del Fondo durante el tercer trimestre. Tanto Midas, nuestra segunda mayor participación, como Media One, que vendimos, se apreciaron durante el trimestre. También nos beneficiamos de nuestra nueva posición en el Golfo de Canadá.

La mayoría de las demás participaciones permanecieron sin cambios o a la baja durante los últimos tres meses. Las empresas cuyas caídas afectaron más al Fondo, como BayView, la recién adquirida The Carbide/Graphite Group y Shaw Communications, tienen posiciones competitivas sólidas, flujos de efectivo libres sólidos, excelentes socios corporativos al frente y están vendiendo por debajo del 40 % de los valores corporativos. Esta manipulación temporal de precios nos brinda la oportunidad única de comprar más de estas empresas y otras similares.

Como propietarios importantes, estamos muy entusiasmados con las perspectivas a largo plazo del Fondo basadas en el precio actual de la cartera y sus implicaciones para los rendimientos futuros.

Small-Cap tiene una relación precio-valor más baja de todos los tiempos del 48%.

Muchos de ustedes han preguntado acerca de los planes para abrir Small-Cap. Si bien nuestras oportunidades de inversión finalmente superan nuestro efectivo, el Fondo permanecerá cerrado. La concentración permite que las empresas tengan un impacto significativo en el desempeño y asegura que tengamos una comprensión profunda de los negocios que poseemos. Si ponderamos por igual veinte empresas en un fondo de 1.100 millones de dólares, cada participación debe valer 55 millones de dólares. Los problemas de liquidez nos hacen reacios a poseer mucho más del 20% de cualquier empresa. Las matemáticas implican que una empresa debe tener al menos una capitalización de mercado de \$ 300 millones para estar en nuestro universo. Si bien podemos poseer empresas en el rango de Russell 2000 (actualmente de \$5,9 millones a \$2,4 mil millones), queremos seguir siendo flexibles para invertir en más del extremo superior de ese espectro. Limitar el crecimiento de los activos beneficiará a todos los socios existentes.

Discusión de la Gerencia - SC - 2T 1998

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins y Staley Cates*

Durante el último trimestre ya lo largo de 1998, Longleaf Partners Small-Cap Fund ha obtenido un sólido rendimiento absoluto y relativo. El Fondo creció un 1,2 % durante el segundo trimestre frente a una caída del 4,7 % en el Russell 2000. En lo que va del año, el Fondo de pequeña capitalización ha subido un 13,7 % en comparación con el 4,9 % del Russell 2000. El rendimiento del Fondo es más impresionante dados nuestros altos niveles de efectivo. A finales de junio, Small-Cap tenía el 27% de su cartera en reservas de efectivo.

Nuestras inversiones en cable han impulsado gran parte del rendimiento del año. Shaw Communications y MediaOne han impactado dramáticamente al Fondo desde que adquirimos estas participaciones hace menos de un año. Cada uno permanece por debajo de nuestra evaluación, y nuestra confianza en sus Ojos de efectivo y administración continúa creciendo.

Si bien hemos encontrado algunas acciones nacionales calificadas en 1998, la mayor oportunidad para comprar empresas de pequeña capitalización significativamente infravaloradas ha sido fuera de los EE. UU. Actualmente poseemos cuatro empresas con sede en Canadá que representan el 18% de los activos de Small-Cap. Otro 9% de la cartera está en catorce posiciones japonesas. Nuestro proceso ascendente para encontrar las mejores empresas que vendan con los mayores descuentos nos ha llevado a nuestras participaciones extranjeras. Cubrimos la moneda de las empresas cuyos ingresos o activos están vinculados a un solo país.

Small-Cap se limita al 30% de las compras extranjeras; debajo de eso, continuaremos siendo dueños de las mejores inversiones que podamos encontrar por nuestro dinero y el suyo, donde sea que estén ubicadas.

Vendimos varias empresas que alcanzaron su valor total durante el trimestre, incluidas Dart Group, Corecomm, Grey Advertising y Chicago Title (separada de Alleghany). No hemos podido adquirir participaciones significativas en nuestras nuevas participaciones y, en consecuencia, el efectivo en el Fondo aumentó del 20% en marzo al 27%.

Si bien el esfuerzo por encontrar nuevas oportunidades de inversión ha sido arduo, el intento de comprar cantidades significativas de nuestros calificadores lo ha sido aún más.

Southeastern sigue comprometido con nuestra creencia en carteras concentradas: el 43 % de la cartera se encuentra entre nuestras diez posiciones principales. Sin embargo, no estamos rígidamente casados con ninguna construcción de cartera formal. Siempre que cada inversión marginal esté ampliamente calificada, preferimos ser propietarios que prestamistas. Si nos adhiriéramos a una regla dogmática que requería invertir el 4-5% de nuestros activos en una empresa o ninguno en absoluto, nos perderíamos una serie de inversiones destacadas en empresas que hemos encontrado.

Tomaremos incluso las apuestas pequeñas que nos repartan si estamos convencidos de que el negocio, la gente y el precio se acumulan.

En una nota más optimista, hemos identificado tres empresas estadounidenses de pequeña capitalización que cumplen con nuestros criterios desde el final del trimestre. Esperamos que los precios se mantengan estables para que podamos adquirir participaciones significativas.

Discusión de la Gerencia - SC - 1T 1998

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN DE ADMINISTRACIÓN *por Mason Hawkins y Staley Cates*

Small-Cap completó tres meses exitosos y llenos de acontecimientos con una serie de empresas que contribuyeron al rendimiento del 12,4% del primer trimestre. Cuatro de nuestras participaciones estaban o están en proceso de ser adquiridas: Showboat, Union Corp., White River y Zurn. Además, Vanguard Cellular vendió una parte de su base de suscriptores por un precio superior. Alleghany anunció la escisión de su negocio Chicago Title Insurance. Corecomm, US West Media Group y Midas también fueron grandes contribuyentes.

Nuestro nivel de efectivo se ha elevado al 20% y las oportunidades de inversión en los EE. UU. continúan eludiéndonos. Sin embargo, estamos encontrando negocios con precios atractivos en otros lugares. Somos propietarios de cuatro empresas canadienses, que representan el 18% de nuestros activos. Shaw Communications, nuestra participación más grande, contribuyó con una cantidad sustancial al desempeño del primer trimestre ya que las compañías de televisión por cable recuperaron el interés de los inversionistas. Gendis y Timberwest, otras dos empresas canadienses, siguen estando entre las empresas más infravaloradas de la cartera.

Hemos adquirido participaciones relativamente pequeñas en una serie de empresas japonesas, cada una de las cuales se vende con descuentos más pronunciados que los que han visto las acciones de EE. valores empresariales subyacentes. Incluso si estas empresas nunca producen otro yen de ingresos o ganancias (que lo harán), e incluso con los problemas estructurales ampliamente informados en la economía japonesa, estas empresas podrían liquidarse o venderse por mucho más de lo que hemos pagado.

Colectivamente, nuestras participaciones en Japón representan el 5% de los activos y nuestra exposición a divisas está cubierta.

En una nota final, algunos de ustedes han preguntado cuándo o si reabrirá el Fondo de Pequeña Capitalización. Se cerró porque nuestros niveles de efectivo excedieron nuestras ideas de inversión. Esa situación sigue siendo la misma hoy, y el Fondo ha superado los \$1.100 millones en activos. Incluso si la volatilidad o una corrección del mercado presentan oportunidades de compra nuevamente, lo más probable es que el Fondo permanezca cerrado a nuevos inversores para mantener nuestro enfoque de pequeña capitalización y nuestra estrategia de concentración.

Fondo de pequeña capitalización - DISCUSIÓN Y ANÁLISIS DE LA ADMINISTRACIÓN
por Mason Hawkins y Staley cate

1997 fue un año excepcional para Longleaf Partners Small-Cap Fund. El Informe Anual de 1996 indicó que "hemos tenido pocas dificultades para encontrar inversiones calificadas para el Fondo de Pequeña Capitalización". Como resultado, el Fondo permanece completamente invertido. . ." Solicitamos a los accionistas y posibles accionistas que enviaran dinero para permitirnos aprovechar las numerosas oportunidades de poseer compañías de pequeña capitalización de alta calidad dirigidas por administraciones maravillosas y que venden con descuentos significativos.

Apreciamos mucho a los muchos de ustedes que respondieron a nuestra solicitud. Los flujos de entrada de efectivo recibidos durante la primera mitad de 1997 nos ayudaron a comprar una serie de nuevos negocios fantásticos para la cartera, incluidas las siete participaciones más grandes actuales.

Desafortunadamente, la ineficiencia de precios del mercado fue de corta duración. Para el verano estábamos luchando por encontrar nuevas ideas de inversión y nuestros niveles de efectivo estaban aumentando. Además, vendimos varias empresas que alcanzaron su valor total. Para evitar diluir las inversiones de los accionistas existentes, cerramos Small-Cap a nuevos inversores el 1 de agosto. La liquidez del Fondo durante la segunda mitad y su espectacular aumento de tamaño no comprometieron el rendimiento. Small-Cap produjo un rendimiento del 29,0% en 1997, superando significativamente la ganancia del 22,4% del Russell 2000.

De las catorce empresas vendidas durante el año, Healthsource fue la más importante. Aportó \$7,8 millones de la ganancia total de \$148 millones del Fondo durante el año cuando CIGNA acordó comprar el negocio en enero. Las otras trece empresas vendidas eran posiciones relativamente pequeñas en la cartera porque eran escisiones de otras participaciones o porque sus precios subieron antes de que pudiéramos comprar una participación significativa. Sus ventas combinadas sumaron \$13 millones al Fondo.

Nuestras tenencias desde hace mucho tiempo se combinaron muy bien, contribuyendo \$99 millones al desempeño de 1997. Catellus y Bay View se beneficiaron de la rápida recuperación económica en el mercado inmobiliario de California. Combinados, aportaron casi \$23 millones a la devolución del Fondo. Nuestros socios corporativos en las tres participaciones relacionadas con seguros del Fondo continuaron tomando decisiones sabias de asignación de capital y operativas que beneficiaron a los accionistas. Hilb, Rogal and Hamilton, Orion Capital y Alleghany juntos contribuyeron con más de \$30 millones para el desempeño. White River aportó casi 9 millones de dólares a la cartera y Harvard Management anunció su plan para comprar la empresa en diciembre.

Varios de los negocios que compramos durante 1997 ya han contribuido sustancialmente a nuestros resultados. En conjunto, estos nuevos negocios agregaron más de \$20 millones a la cartera. En particular, Showboat agregó más de \$ 15 millones al desempeño de 1997. Las acciones subieron cuando Harrah's anunció la adquisición de

Discusión de la Gerencia - SC - 4T 1997

la compañía. US West Media Group se depreció incorrectamente durante el tercer trimestre debido a que las compañías de cable cayeron en desgracia en general, ya Wall Street no le gustó particularmente esta acción objetivo que está controlada por una compañía telefónica regional. El anuncio de US West de que escindiría la compañía de cable combinado con la estatura recuperada de la industria permitió a US West Media Group proporcionar más de \$14 millones para la ganancia del Fondo. TimberWest disminuyó el rendimiento de la cartera en \$16 millones debido a que su precio disminuyó con la caída de los mercados asiáticos. La menor demanda japonesa provocará una disminución de los ingresos a corto plazo. Sin embargo, la madera seguirá creciendo (literalmente) en valor.

Cabe señalar que desde finales de año varias participaciones han sido liquidadas o pronto lo serán. Se están adquiriendo Showboat, Union Corp. y White River. Estas ventas han devuelto el nivel de caja del Fondo a aproximadamente el 21%. Continuaremos buscando negocios que califiquen para ser propietarios, pero no comprometeremos nuestros criterios.

El cuadro de la página siguiente proporciona una contabilidad más detallada de las contribuciones al desempeño en 1997.

Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners
DISCUSIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN DE LLSC
para el final del año 31 de diciembre de 1996

Longleaf Partners Small-Cap Fund (LLSC) produjo un rendimiento total del 30,6% en 1996. El Fondo permaneció completamente invertido. Como varias participaciones alcanzaron su valor total y se vendieron, encontramos una serie de oportunidades de inversión a precios atractivos en las que redistribuir el efectivo.

Durante el año se vendieron ocho empresas, lo que contribuyó al rendimiento del Fondo. Helene Curtis aportó el 11,9 % de las ganancias del Fondo, ya que la empresa se vendió a Unilever a principios de año.

Varias de nuestras posiciones de larga data contribuyeron sustancialmente al desempeño de 1996. El mercado comenzó a darse cuenta del valor de White River cuando la empresa hizo público su negocio operativo, CCC Information Services, y las participaciones de White River se volvieron más fáciles de evaluar. White River contribuyó con más de \$5,6 millones al desempeño de Small-Cap. American Safety Razor proporcionó el 11,1 % de la rentabilidad del Fondo, ya que se recompensó la mejora de los beneficios. Cousins Properties se apreció al trasladar su base de activos a más propiedades generadoras de ingresos que generaron un mayor FFO (fondos de operaciones), una medida que interesa mucho a Wall Street. Como resultado, la compañía agregó más de \$3 millones al desempeño de Small-Cap. Rhodes disminuyó el rendimiento de la cartera en \$1,4 millones cuando un accionista del 30% forzó la venta de la empresa a Heilig-Meyers en un momento en que las ganancias de Rhodes estaban deprimidas temporalmente. La transacción se cerró en enero de 1997.

Durante el año, el Fondo agregó doce nuevas empresas a la cartera y varias contribuyeron a los rendimientos de LLSC. Nuestra posición en Trizec se benefició enormemente cuando Horsham anunció que estaba comprando la mitad restante de Trizec que aún no poseía. La nueva compañía, TrizecHahn, se convirtió en una de las compañías de bienes raíces más grandes y mejor capitalizadas del mundo, lo que fue aplaudido por Wall Street y agregó \$6.2 millones de ganancias al desempeño de Small-Cap.

El cuadro de la página siguiente proporciona una contabilidad más detallada de las contribuciones al desempeño en 1996.

Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners

DISCUSIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN SOBRE EL RENDIMIENTO DEL FONDO

La siguiente tabla delinea las contribuciones específicas en dólares de las tenencias individuales al 30.64% total regreso de 1996.

	<u>Contribución en 1996</u>	<u>Porcentaje del total Contribución</u>
Ganancias Realizadas:		
Helene Curtis Industries, Inc. \$ 5594.782 mil Craig Corporación		11,9 %
939 218 Todos los demás, neto	86914919	2.0
		<u>0.2</u>
		<u>14.1</u>
Aumento de la plusvalía no realizada:		
De valores mantenidos al 31 de diciembre de 1995:		
Primos White River Corporación American Safety Razor Company Properties Incorporated	5.679.948	12.1
Estados Asset Management Corporation Franklin Electric Co., Inc. Pinkerton, Inc. Dua & Phelps Credit Rating Co. La Unión Corporación	5.206.875	11.1
Grey Advertising Inc. Vicorp	3.031.875	6.4
Restaurantes, TODOS los otros,	2.536.420	5.4
	2.382.355	5.1
	2.093.325	4.4
	1.953.900	4.1
	1.312.500	2.8
	1.114.060	2.4
	1.015.000	2.2
	(1.416.633)	(3.0)
Neto	<u>337.640</u>	<u>0.7</u>
	<u>25.547</u>	<u>53.7</u>
De nuevas participaciones en 1996:		
TrizecHahn Corporación Bay View Capital Corporation	6.247.743	13.3
Zurn Industries, Inc. Orion Capital Corporation AMETEK, Inc.	2.606.462	5.5
Healthsource, Inc.	2.131.482	4.5
Vanguard sistemas celulares, Inc. - Clase A El Grupo Pioneer,	1.996.022	4.2
Inc. Todos los demás, neto	1.755.802	3.7
	1.021.702	2.2
	(957.025)	(2.0)
	(1.075.626)	(2.3)
	1.158.341	2.5
	<u>14.884.903</u>	<u>31.6</u>
Ganancia neta realizada y no realizada sobre inversiones	46.747.087	99.4
Renta neta de inversiones	<u>305.763</u>	<u>0.6</u>
Incremento neto en los activos netos resultantes de las operaciones	<u>\$47,052,850</u>	<u>100,0 %</u>

Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners
DISCUSIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN SOBRE EL RENDIMIENTO DEL FONDO
para el final diciembre 1995 31, año

Longleaf Partners Small-Cap Fund (LLSC) produjo un rendimiento total del 18,6% para los accionistas en 1995 sin exposición a acciones tecnológicas que son difíciles de valorar para nosotros. Southeastern cree que las tenencias actuales de la cartera son buenos negocios financieramente sólidos, bien administrados y están posicionados para un crecimiento sustancial durante los próximos cinco años.

En 1995, el Fondo liquidó dos empresas de servicios financieros cuando sus precios se acercaron a nuestros avalúos con el renovado interés del mercado en este sector. Legg Mason, la casa de bolsa regional Nrm proporcionó casi el 10% de las ganancias del año. La compañía de fondos mutuos, Pioneer Group, contribuyó con un 6,8% adicional a la rentabilidad de 1995.

La venta de Arden Group, un operador de supermercados de California, generó \$1.2 millones en ganancias para LLSC. La acción subió en reconocimiento a la mejora de la rentabilidad de la empresa.

El Fondo también se benefició de las ganancias no realizadas con impuestos diferidos de las empresas que permanecen en la cartera. Meredith Corp., con su negocio de publicaciones y estaciones de televisión, contribuyó con más de \$3,8 millones al desempeño de 1995 a medida que crecían los ingresos por publicidad y la circulación. La participación de mucho tiempo en Alleghany continuó aumentando el valor de LLSC, proporcionando \$1.6 millones en 1995. La compañía se benefició sustancialmente cuando su gran participación en el ferrocarril Santa Fe Pacífico se fusionó con Burlington Northern. La participación más grande del Fondo, White River Corporation, subió de precio debido a que los inversionistas se enfocaron en los servicios de liquidación de reclamos de automóviles de la compañía y en la participación rentable en Northwest Airlines. Esto proporcionó \$1.5 millones a LLSC. Union Corp. agregó \$1.4 millones al valor de la cartera a medida que crecieron las ganancias de los servicios de administración de cobro de deudas y cuentas por cobrar de la compañía.

De las nuevas participaciones de LLSC, Thomas Industries, que fabrica productos de iluminación, compresores y bombas de vacío, contribuyó con el 5,1% de las ganancias del año con la aceleración de sus ingresos y ganancias. Otra nueva participación, American Safety Razor, disminuyó durante el año, reduciendo las ganancias en \$1,9 millones. Aunque la empresa no cumplió con las elevadas expectativas de Wall Street, Southeastern cree que este fabricante de máquinas de afeitar y otros instrumentos con cuchillas, así como jabones en barra, tiene un valor intrínseco mucho más alto que su precio de fin de año.

El siguiente cuadro proporciona una contabilidad detallada de la contribución de cada empresa al desempeño en 1995.

Fondo de pequeña capitalización de Longleaf Partners

DISCUSIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN SOBRE EL RENDIMIENTO DEL FONDO

La siguiente tabla delinea las contribuciones específicas en dólares de cada tenencia individual al 18.61% total regreso de 1995.

	<u>Contribución en 1995</u>	<u>Porcentaje del total Contribución</u>
Ganancias realizadas		
(pérdidas): Legg Mason, Inc. \$ 2.100417 millones El Pioneer Group,		9.9 %
Inc. 1449546 Arden Group, Inc. Ó Clase A Corporation	2,206,300	6.8
Nacional de Educación 772.981 Meredith Corporation	554,169	5.7
Dua & Phelps Corporation 547.329 Phoenix Dua & Phelps Corporation		3.6
Convertible Preferido A (477,340)		2.6
		2.6
		(2.2)
Todos los demás, neto 501,991 6,670,352		2.3
		<u>31.3</u>
Aumento de la plusvalía no realizada (depreciación):		
De valores mantenidos al 31 de diciembre de 1994:		
Primos Meredith Corporation Alleghany Corporation	3,853,278	18.1
White River Corporation La	1,614,430	7.6
Unión Corporation Dua & Phelps Credit Rating	1,512,275	7.1
Co. Chartwell Reinsurance Company Grey	1,425,000	6.7
Advertising Inc. Plenum Publishing Corporation	1,092,579	5.1
Propiedades Incorporated Delchamps,	1,033,801	4.9
Inc. Ralcorp Holdings, Inc.	1,029,980	4.8
Phoenix Dua Phelps Corporation	1,017,500	4.8
	1,008,144	4.7
	615,000	2.9
	565,762	2.7
	563,928	2.6
	(2,320,341)	(10.9)
	<u>1,923,482</u>	<u>9.6</u>
		<u>61.7</u>
De nuevas participaciones en 1995:		
Thomas Industries Inc. Markel Corporation	1,077,450	5.1
Franklin Electric Co., Inc.	615,797	2.9
Rodas, Inc. American Safety Razor Company	430,374	2.0
Todos los demás, neta	(694,709)	(3.3)
	(1,909,604)	(9.0)
	<u>953,782</u>	<u>4.5</u>
	<u>473,090</u>	<u>2.2</u>
Ganancia neta realizada y no realizada sobre inversiones	20,283,390	95.2
Ingresos netos de inversión	1,025,608	4.8
Incremento neto en los activos netos resultantes de las operaciones \$21,308,998		<u>100.0 %</u>

27 de enero de 2022

Estimados socios y amigos,

En el cuarto trimestre de 2021, Maran Partners Fund rindió +3,3 %, neto de todas las comisiones y gastos; en todo el año 2021, el fondo rindió +53,2 % neto¹. Durante los últimos cinco años, la sociedad se ha compuesto a una tasa de +22,3%, neto.

Tuvimos un año excelente en 2021. Más importante aún, nuestros resultados durante períodos de tiempo más largos han sido sólidos así como. Las posiciones centrales contribuyeron a los resultados del año pasado, al igual que las transacciones en situaciones especiales impulsadas por eventos, que tienden a estar menos correlacionadas con el mercado.

Nuestra cartera está compuesta por negocios que generalmente están bien administrados, bien capitalizados, efectivo generativo, creciente y económico. Poseemos algunas marcas muy fuertes con poder de fijación de precios. Muchas de nuestras participaciones están devolviendo capital a través de la recompra de acciones a valoraciones atractivas, y ninguna de nuestras participaciones requiere acceso a los mercados de capital. Estamos asociados con muchos propietarios-operadores con una participación significativa en el juego.

Nuestros rendimientos no se generaron siguiendo a la multitud en acciones tecnológicas de alta valoración. ni estaban generado por asumir un riesgo excesivo, en mi opinión. No usamos apalancamiento ni opciones, y aunque creo en una cantidad razonable de concentración, el tamaño de la posición nunca excedió los adolescentes bajos al costo.

Por supuesto, como les advierto en casi todas las cartas, nuestro enfoque concentrado significa que debemos esperar volatilidad en el camino. Hemos experimentado cuatro caídas de más del 10 % durante la vida de la asociación, incluida nuestra peor caída de pico a valle del 18,2 % en el primer trimestre de 2020 cuando llegó el Covid-19. La volatilidad es parte integral de un programa de inversión a largo plazo. En el transcurso de una vida útil de inversión de varias décadas, deberíamos esperar numerosas caídas adicionales de dos dígitos. Además, es probable que nuestra peor disminución futura de pico a valle sea superior al 20%. Aceptamos estas desviaciones a la baja como parte de lo que espero sea un camino de capitalización a largo plazo a tasas atractivas.

El 1 de enero, una persona que es administradora de fondos invirtió en Maran Partners Fund como LP. En la tarde del 3 (el primer día de negociación del año), me envió un correo electrónico preguntándome cómo nos había ido ese día. El correo electrónico obviamente era una broma, ya que él es un inversionista reflexivo a largo plazo que encaja bien en nuestra sociedad. Señaló lo absurdo de enfocarse en períodos de tiempo cortos cuando se miden los resultados de las inversiones, y también, en cierto modo, señaló la importancia de seleccionar los socios adecuados para una sociedad como la nuestra.

He resaltado la importancia de asociarse con los socios limitados correctos desde la fundación de nuestra asociación y sigo creyendo que es tan importante como siempre. Creo que estáis todos en buena compañía. La gran mayoría de los socios limitados se han comprometido a cinco años con la sociedad, y he recibido muchos comentarios del tipo "es para la próxima generación" o "es para los nietos". Tener socios alineados en esta empresa facilita mi trabajo. La capacidad de ser reflexivo y sensato durante los períodos de volatilidad es una verdadera ventaja estructural.

¹ Rendimientos netos presentados en función de la clase de acciones con la tarifa más alta. Los rendimientos de los fondos de socios individuales pueden variar según la clase de acciones y el momento de la inversión, entre otros factores. Consulte sus estados de cuenta individuales para obtener más detalles.

2022 ha comenzado con una liquidación significativa del mercado. El índice Russell 2000 de acciones de menor capitalización ha bajado dos dígitos, y muchas acciones de "crecimiento", "tecnología" e "innovación" han bajado mucho más. Si bien nuestro fondo no ha sido inmune a la caída general del mercado este mes, no tenemos motivos para entrar en pánico.

Me gusta lo que poseemos y, lo que es más importante, sé lo que poseemos. Además, comenzamos el año con una acumulación de efectivo de aproximadamente el 20% que me ha permitido ser oportunista en lugar de estar a la defensiva.

Escribí en la carta de mi fundador que preferiría vivir en un mundo con un 80 % de oscilaciones anuales de pico a valle que con oscilaciones del 20 %. Sí, las marcas serían dolorosas, pero la oportunidad de aprovechar tal volatilidad sería increíble. En algunas de nuestras posiciones, hemos llegado al punto en el que estoy apoyando aún más el dolor a corto plazo porque crearía incluso mejores posibilidades de creación de riqueza a largo plazo.

En este contexto, ¿qué estoy haciendo ahora?

~~Me atengo a mis principios.~~

Estos incluyen un enfoque en el valor; margen de seguridad; riesgo-recompensa asimétrica; suscripción conservadora; diligencia debida exhaustiva; el concepto de inversión como propiedad de una parte de un negocio (las acciones no son solo números que se mueven en una pantalla en función del sentimiento); y alineación de intereses.

~~Me mantengo enfocado en los catalizadores.~~

Sigo creyendo que nuestro enfoque de valor con un catalizador (o basado en eventos o situación especial) será una estrategia atractiva en la mayoría de las condiciones del mercado. Quiero seguir siendo agnóstico en cuanto a la dirección del mercado en general a corto y mediano plazo.

Ejemplos de catalizadores: sorpresas positivas, incluido el crecimiento de los ingresos, el flujo de efectivo o las ganancias por encima de las expectativas; creación de valor mediante devolución de capital/recompra de acciones o fusiones y adquisiciones inteligentes; activismo que conduce a un cambio en la estrategia, el liderazgo o la filosofía de asignación de capital; acciones corporativas tales como escisiones, ofertas de derechos, licitaciones o situaciones posteriores a la quiebra; ventas de activos o transacciones que desbloquean valor.

~~Sigo concentrándome en mis ideas de mayor convicción.~~

Tengo mucha confianza en varias posiciones que han disminuido significativamente más de lo que creo que justifican sus fundamentos. Cada uno tiene numerosos catalizadores que creo que se harán evidentes tan pronto como este trimestre. Si bien muchos fondos están vendiendo acciones debido a reembolsos, miedo o porque se dan cuenta de que no conocen las compañías de su cartera tan bien como deberían, tenemos la oportunidad de agregar a nuestras tenencias de empresas que conocemos bien a TIR prospectivas muy atractivas.

Además, mi lista "en cubierta" de oportunidades potenciales atractivas se ha ampliado a medida que el mercado ha disminuido. Varios de estos son tipos de situaciones especiales más impulsadas por eventos, que históricamente han estado entre las mejores fuentes de rendimiento ajustadas al riesgo de la asociación.

Actualización de la cartera

A finales de 2021, nuestras cinco primeras posiciones eran, en orden alfabético, Cadre Holdings (CDRE), Clarus Corp (CLAR), Correios de Portugal, SA (Euronext Lisboa: CTT), Countryside Partnerships (LSE: CSP) y

Corporación de ciclo puro (PCYO). Otras posiciones divulgadas fuera de los cinco primeros incluyen American Outdoor Brands (AOUT), Crossroads Systems (CRSS), Scott's Liquid Gold (SLGD), Turning Point Brands (TPB) y Whole Earth Brands (FREE).

TOP 5 POSICIONES LARGOS (ORDEN ALFABÉTICO)	TAPA DEL MERCADO
Cuadro Holdings (CDRE)	\$ 700 mm
Clarus Corp (CLAR)	\$ 700 mm
Correios de Portugal SA (CTT.PT)	600mm€
Asociaciones de campo (CSP.LN)	1500 millones de libras esterlinas
Corporación de ciclo puro (PCYO)	\$ 300 mm

Aproximadamente el 90 % de nuestra exposición larga está en empresas con capitalizaciones de mercado inferiores a \$ 1 mil millones. nuestro actual El punto óptimo son las empresas con capitalizaciones de mercado de \$ 200 millones a \$ 700 millones. Me encanta encontrar empresas con capitalizaciones de mercado de varios cientos de millones que creo que pueden crecer hasta convertirse en empresas multimillonarias con el tiempo.

En mi reciente carta del tercer trimestre de 2021 a los socios, mencioné que había estado trabajando en una nueva posición que esperaba se convertiría en una de las cinco posiciones principales de la cartera. De hecho, establecimos esta posición durante el cuarto trimestre. La empresa es Cadre Holdings (CDRE).

Y el verano pasado, en mi carta del segundo trimestre de 2021 a los socios, revelé que estaba comenzando a construir una posición en una "situación rica en catalizadores que involucraba a una empresa que se deshacía de un negocio mediocre para enfocarse exclusivamente en un negocio excelente y al mismo tiempo devolvía capital a través de una participación considerable". recompras." Continuamos construyendo esta posición en el cuarto trimestre y se ubicó entre nuestros cinco primeros cerca de fin de año. Esta empresa es Countryside Partnerships (LSE: CSP).

Cuadro Holdings (CDRE)

Consulte el apéndice para obtener una breve reseña de Cadre.

Asociaciones de campo (CSP.LN)

Countryside se encuentra en medio de un cambio estratégico y de recuperación impulsado por activistas. El negocio tiene dos partes: una constructora de viviendas y lo que la compañía llama su "negocio de sociedades". El negocio de las asociaciones reconstruye proyectos de vivienda propiedad de las autoridades locales de vivienda, eliminando la necesidad de que CSP compre terrenos por su cuenta. Este negocio tiene mejores perspectivas de crecimiento, mejor visibilidad, menor intensidad de capital y mayores retornos sobre el capital empleado que el negocio tradicional de construcción de viviendas. Es merecedor de una valoración mucho más alta en el mercado.

Countryside está en proceso de salir y monetizar su negocio tradicional de construcción de viviendas de bajo rendimiento para centrarse exclusivamente en el negocio de sociedades de bajo capital y alto rendimiento. La compañía ha estado experimentando una cantidad significativa de cambios:



- Designación de un nuevo presidente de la junta (anteriormente director ejecutivo de Ferguson plc);
- nuevo modelo de negocio (monetizar la construcción de viviendas para centrarse exclusivamente en las asociaciones);
- eliminación de dividendos (lo que lleva a la venta forzada por parte de los fondos de ingresos);
- anuncio de recompra masiva de acciones (un tercio de la capitalización de mercado actual);
- accionista activista designado para la junta (del propietario del 10% o más, Browning West); y
- CEO despedido (con un reemplazo a ser nombrado por la nueva junta).

Todo este cambio, así como un trimestre débil (el negocio es volátil y los resultados del cuarto trimestre de 2021 fueron malos), ha provocado una caída significativa en el precio de la acción.

A precios recientes, la capitalización de mercado de la empresa es de aproximadamente 1.500 millones de libras esterlinas. La compañía tiene en vista más de 400 millones de libras esterlinas de ventas de activos de su segmento de construcción de viviendas heredadas y una autorización de recompra de acciones por ese monto total. Por lo tanto, el valor empresarial efectivo es de 1.100 millones de libras esterlinas. Contra este valor empresarial, la compañía redujo recientemente su guía de ganancias netas a £225 millones en 2024. Por lo tanto, la compañía cotiza a menos de cinco veces su guía de ganancias para 2024.

Tres inversionistas activistas juntos poseen más del 20% de la compañía y han estado comprando agresivamente más acciones a precios recientes. Es de destacar que Browning West aumentó recientemente su posición a poco menos del 12,5 % de las acciones en circulación, y tanto Inclusive Capital de Jeff Ubben como David Capital de Adam Patinkin cruzaron recientemente el umbral del 5 %.

Entonces, tiene tres grandes tenedores que controlan casi el 25% de las acciones (con un valor de poco menos de £ 400 millones a precios recientes), todos los cuales se han ido sumando. La empresa tiene una autorización de recompra de acciones de 400 millones de libras esterlinas (otro 25 % de las acciones a precios recientes) y creo que muchos de los fondos de ingresos heredados que tienen las acciones han completado sus salidas.

Las ganancias por acción de 2024 deberían estar al norte de £ 0,50. Si la acción cotizara a 20x EPS, reflejando su alto rendimiento del capital y perspectiva de crecimiento, sería un triple. De todos modos, creo que esto es muy conservadoramente un "doble de tres años", y si las acciones continúan languideciendo, la recompra será aún más valiosa.

Conclusión

Llamé a nuestro fondo Maran *Partners* Fund por una razón; Realmente lo veo como una asociación y estoy agradecido por cada uno de ustedes que se han unido a mí en este viaje. Sigo teniendo la mayor parte del capital de mi familia invertido en la sociedad junto con la suya.

Gracias por su continua confianza.

Atentamente,

dan rodillo

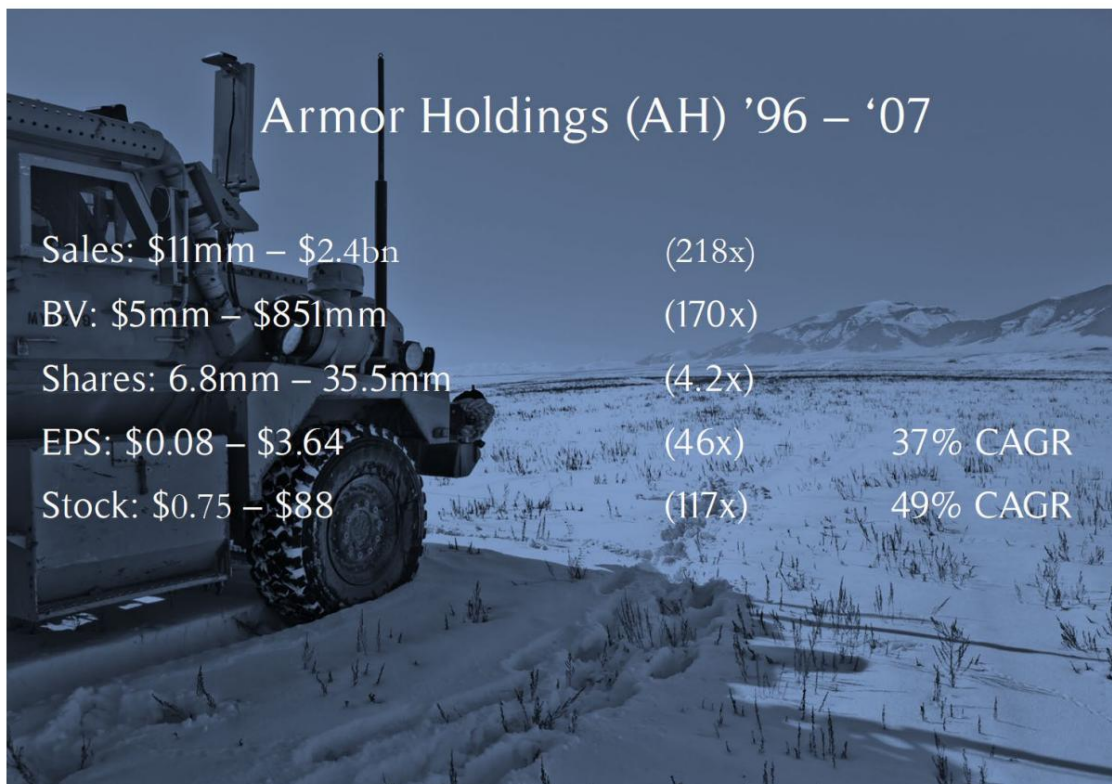
Apéndice - Participaciones de cuadros

Como saben, hemos invertido en Clarus Corp durante más de cinco años, y ha sido un tremendo desempeño para nuestra asociación. Tengo mucho respeto por el presidente ejecutivo de Clarus, Warren Kandera. Ha hecho un gran trabajo construyendo la compañía orgánicamente y haciendo buenas adquisiciones.

Antes de Clarus, Kandera convirtió a Armor Holdings de un pequeño fabricante de chalecos antibalas en un conglomerado de defensa global. En 1996, tomó el control de lo que entonces se llamaba American Body Armor, que tenía un valor contable de cinco millones de dólares y generaba \$11 millones en ventas. Generó aproximadamente medio millón de dólares de ganancias ese año. Esta era una empresa muy pequeña, de subescala, una empresa improbable para ser pública.

Sin embargo, Kandera tuvo la visión de que la empresa podría crecer y ser mucho más grande. En su Formulario 13-D inicial presentado en enero de 1996, describió su estrategia de compra y construcción: "... continuar aumentando su base comercial existente y buscar activamente la consolidación de la industria a través de adquisiciones corporativas".

Durante los siguientes 11 años (incluida la caída de las puntocom en 2000), el negocio creció, orgánicamente y mediante adquisiciones, hasta tener ventas de casi \$2500 millones e ingresos netos de más de \$100 millones. El precio de las acciones aumentó de \$0,75/acción a \$88/acción tras su venta al contratista de defensa británico, BAE Systems. Cualquier inversión de 100 bolsas es notable, pero crear una bolsa de 100 en 12 años es algo completamente diferente.



Después de vender Armor Holdings en 2007, Kandera comenzó a construir Clarus, un shell de efectivo y NOL, en lo que es hoy. Creo que todos ustedes están familiarizados con esa historia.

² Análisis de Maran Capital Management

Pero entre bastidores, Kanders tuvo la oportunidad de volver a adquirir una pequeña parte de la cartera de Armor Holdings. En 2012, Kanders compró de forma privada el núcleo original de Armor Holdings, llamado Safariland, una colección de empresas de accesorios para el cumplimiento de la ley centradas en chalecos antibalas y equipo de trabajo (fundas, etc.). En 2012, Safariland estaba generando un EBITDA de aproximadamente ocho millones de dólares. Desde entonces, siguiendo el libro de jugadas prototípico de compra y construcción de Kanders, Safariland ha aumentado el EBITDA desde los ocho millones de dólares iniciales en 2012 a lo que debería ser más de \$ 70 millones este año, una CAGR del 27%. Es este negocio, renombrado Cadre Holdings, que Kanders hizo público a principios del último trimestre y en el que invertimos.

Cadre tiene una sólida posición en el mercado, excelentes marcas, un equipo y una cultura sólidos, y algunas opciones ocultas gratuitas.

Estos son algunos de los aspectos más destacados de mi tesis:

Impulsado por la misión

“Desde que me involucré en el negocio, solo en esta línea de productos, no militar, hemos salvado unas 2050 vidas... Cada vez que eso sucede, en todas nuestras fábricas, detenemos las plantas y las prensas. Todos se reúnen y se selecciona a un empleado para que lea la narración sobre lo que le sucedió al oficial en particular y las circunstancias que lo rodearon, para que nuestros empleados puedan conectarse con las razones por las que van a trabajar todos los días”.

“Si no viniéramos a trabajar todos los días, [nuestros esposos, hijos y amigos] no tendrían la armadura que necesitan para proteger a sus familias y a las familias de sus amigos”.

Centrado en la tecnología

“Nos enfocamos en fabricar productos con alta ingeniería; nos enfocamos en la seguridad y supervivencia de las personas... Estos productos no pueden fallar”.

Los productos de Cadre están altamente diseñados y fabricados con precisión. Al igual que con muchos de los productos de Black Diamond Equipment, estos son productos en los que las personas confían sus vidas. No desea comprar un arnés de escalada sin marca para ahorrar unos cuantos dólares; lo mismo ocurre con un chaleco antibalas o un traje de desactivación de artefactos explosivos (EOD).

Vientos de cola del mercado: “Reembolso a la policía”

Después de los llamados durante los últimos uno o dos años para desfinanciar a la policía, el péndulo parece estar retrocediendo hacia la comprensión de que la mayoría de las ciudades quieren fuerzas policiales bien financiadas. Aquí hay algunos titulares representativos de la prensa:

“Nueva York pasó de recortar casi \$1 mil millones en fondos policiales el año pasado a agregar \$200 millones”

“El presupuesto del alcalde Lightfoot [de Chicago] para 2022 también aumenta el gasto policial a \$1.900 millones, frente a \$1.700 millones en 2021”

“El alcalde Bowser [Washington, DC] y muchos otros líderes demócratas de la ciudad se esfuerzan por aumentar los presupuestos policiales”

Liderazgo fuerte y alineado

Warren Kanders sigue estando muy alineado a través de su propiedad de casi el 50 % de Cadre. Estoy feliz de estar invertido junto a él. Además, el equipo de gestión operativa es increíblemente inteligente. El CEO y el CFO tienen antecedentes de Danaher e IDEX Corporation, que son conocidos por su excelencia operativa.

Opciones gratuitas

Cadre tiene una serie de lo que yo llamo opciones libres, o tiros al arco al revés. El más notable es el potencial para ganar un gran contrato militar para la tecnología de sensores de explosión, que probablemente sea un contrato multianual de fuente única que tiene el potencial de generar ventas significativas y ganancias con las que no cuento en mi caso base.

Puesta en Marcha y Valoración

Cadre inicialmente tenía la intención de realizar su oferta pública inicial (IPO) en agosto de 2021, pero terminó posponiendo el acuerdo unos meses. Cuando llegó el trato, lo hizo con un calendario de marketing muy abreviado.

El acuerdo se anunció un viernes y se fijó el precio el miércoles siguiente. Si bien ya era una empresa más pequeña y menos convencional, creo que este camino hacia los mercados públicos exacerbó la posible manipulación de precios desde el principio.

A precios recientes, Cadre está valorado en ~10x EBITDA y menos de 14x ganancias en efectivo. Creo que esto es barato dada la calidad de la empresa.

Con una perspectiva de tres años, el EBITDA debería crecer a ~\$100 millones orgánicamente, pero la empresa podría adquirir otros \$25 millones de EBITDA durante ese período sin aumentar el apalancamiento. Con un múltiplo de EBITDA muy conservador de 10-12x, esto implicaría que el negocio tiene un valor de \$ 1.1-1.3 mil millones en 2024, lo que nos lleva a \$ 30-38 por acción para el capital. Yo diría que 12-14x es un rango de valoración más apropiado, que pone al alza a mediados de los \$ 40 por acción.

Cadre tiene metas ambiciosas agresivas que el mercado claramente no cree. La compañía espera duplicar las ventas en los próximos cuatro años mientras aumenta los márgenes EBITDA al 20%. Esto llevaría el EBITDA a \$ 160 mm y probablemente generaría retornos de múltiples embolsadores al alza. Mientras tanto, creo que las desventajas están limitadas por las marcas sólidas de la empresa y su sólida posición en el mercado, el perfil estable del mercado final, el equipo de gestión sólido y alineado y la valoración barata.

Descargo de responsabilidad

Este documento no es una oferta de venta ni una solicitud de compra de intereses en ningún fondo administrado por Maran Capital Management, LLC ("MCM"). Cualquier oferta de este tipo se realizará únicamente de conformidad con el Memorándum de oferta confidencial del Fondo (el "Memorándum de oferta"). Es posible que el Fondo no sea elegible para la venta en algunos estados o países, ni sea adecuado para todos los tipos de inversores.

Antes de invertir, se recomienda enfáticamente a los inversores que revisen detenidamente el Prospecto de oferta y los documentos relacionados, incluidos los riesgos descritos en el mismo asociados con la inversión en el Fondo, para hacer preguntas adicionales y discutir cualquier posible inversión con sus propios asesores. Se proporcionará información adicional, incluido un informe detallado sobre el rendimiento de los fondos, previa solicitud.

Las declaraciones de los objetivos de inversión son únicamente declaraciones de objetivos. No son proyecciones de rendimiento esperado ni garantías de resultados de inversión anticipados. El rendimiento y los resultados reales pueden variar sustancialmente de los objetivos establecidos. Los rendimientos de rendimiento se estiman en espera de la auditoría de fin de año.

Una inversión en la Asociación implica un alto grado de riesgo y es adecuada solo para inversores sofisticados y acreditados. Los inversores deben estar preparados para sufrir pérdidas en la totalidad de sus inversiones. El Folleto Informativo contiene breves descripciones de algunos de los riesgos asociados con la inversión en el Fondo.

Cierta información contenida en este documento constituye "declaraciones prospectivas", que pueden identificarse mediante el uso de terminología prospectiva como "puede", "hará", "debería", "espera", "anticipa", "objetivo"., "pretender", "continuar" o "creer", o los negativos de los mismos u otras variaciones de los mismos o terminología comparable. Debido a varios riesgos e incertidumbres, los eventos o resultados reales o el desempeño real de la Asociación descrito en este documento pueden diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones prospectivas.

Este documento y la información contenida en él reflejan varias suposiciones, opiniones y proyecciones de MCM que está sujeta a cambios en cualquier momento. MCM no representa que se vaya a realizar ninguna opinión o proyección.

Los análisis, conclusiones y opiniones presentados en este documento son los puntos de vista de MCM y no de terceros. Los análisis y conclusiones de MCM contenidos en este documento se basan en información disponible públicamente.

MCM reconoce que puede haber información pública o no pública disponible que podría llevar a otros, incluidas las empresas mencionadas en este documento, a no estar de acuerdo con los análisis, conclusiones y opiniones de MCM.

Los fondos administrados por MCM pueden tener una inversión en las empresas mencionadas en este documento. Es posible que MCM pueda cambiar su opinión con respecto a las empresas en cualquier momento por cualquier motivo o sin él. MCM puede comprar, vender, vender en corto, cubrir, cambiar la forma de su inversión o salir completamente de su inversión en las empresas en cualquier momento por cualquier motivo o sin él. Por la presente, MCM renuncia a cualquier obligación de proporcionar actualizaciones o cambios a los análisis contenidos en este documento, lo que incluye, entre otros, la forma o el tipo de cualquier inversión de MCM.

Los precios de los valores discutidos son precios de cierre al 26 de enero de 2022 a menos que se indique lo contrario y no son representativa de los precios pagados por el fondo por dichos valores. Las posiciones reflejadas en esta carta no representan todas las posiciones mantenidas, compradas y/o vendidas, y pueden representar un pequeño porcentaje de las tenencias y/o actividad.

En el cuarto trimestre de 2021, la rentabilidad total del S&P 500 fue del +11,0 % y la rentabilidad total del Russell 2000 fue del +2,1 %. En 2021, la rentabilidad total del S&P 500 fue del +28,7 % y la rentabilidad total del Russell 2000 fue del +14,8 %.

El S&P 500 y Russell 2000 son índices de acciones estadounidenses. Se incluyen únicamente con fines informativos y no son representativos del tipo de inversiones realizadas por el fondo. Las inversiones del fondo difieren sustancialmente de estos índices. El fondo se concentra en un pequeño número de posiciones mientras que los índices están diversificados. Los datos de rendimiento de fondos proporcionados no están auditados y están sujetos a revisión.

Ninguna parte de la información contenida en este documento se ha presentado ante la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU., cualquier administrador de valores en virtud de las leyes de valores estatales, o cualquier otra autoridad gubernamental o autorreguladora de EE. UU. o fuera de EE. UU. Ninguna autoridad gubernamental se ha pronunciado sobre los méritos de esta oferta o la idoneidad de la información aquí contenida. Cualquier manifestación en contrario es ilícita.

Copyright Maran Capital Management, LLC 2022. Esta información es estrictamente confidencial y no se puede reproducir ni redistribuir en su totalidad o en parte.



Estimados amigos e inversores,

La cartera principal de Massif Capital aumentó un 7,2 % neto de comisiones durante el cuarto trimestre de 2021. En lo que va del año, la cartera rindió un 23 % neto de comisiones.

ATRIBUCIÓN DE CARTERA

Cuatro de nuestros cinco principales contribuyentes en 2021 provinieron de inversiones mineras. Las posiciones en Lithium Americas, Kazatomprom, Alhamin e Ivanhoe contribuyeron aproximadamente con un 22,6 % a los rendimientos anuales del año. Equinor completó los cinco primeros, contribuyendo con un 3,2 % a la cartera, solo un poco más que Africa Oil, que contribuyó con un 3,1 %.

El arrastre de los rendimientos fue el final de nuestra posición en Vestas Wind Turbines, que durante nuestros dos años y medio de propiedad casi se duplicó, pero arrastró los rendimientos un 2 % en 2021 antes de que saliéramos de la posición. Nuestras dos inversiones en minería impulsadas por eventos, discutidas con mayor detalle a continuación, contribuyeron con -2.0%. Nuestra cobertura de riesgo de cola nos costó un 2,3 % en 2021, el año más caro desde 2016 debido a la falta de inconvenientes significativos en el mercado. Nuestro peor desempeño fue Equinox Gold, que aportó un -2,27 % de rendimiento a la cartera en 2021. Publicamos un informe de inversión sobre Equinox a finales de año, en parte para reafirmar nuestra tesis. Seguimos confiando en el valor de Equinox a su precio actual y alentamos a los lectores a ver el informe.

INFLACIÓN, TRANSICIÓN ENERGÉTICA Y POLÍTICA

Creemos que podemos estar al borde de una crisis energética mundial. Esto es importante porque los impulsores de esa crisis no están relacionados con las restricciones de COVID y las expectativas tradicionales de inflación económica. Ya sea que volvamos a un mundo similar al anterior a la pandemia o no, los matices estructurales que definen esta crisis energética persistirán.

Aunque es difícil ver a través de la niebla del ciclo de los medios con su cobertura de la COVID y la inflación generalizada, es casi seguro que los altos precios de la energía hoy en día no son una función de las limitaciones de la cadena de suministro relacionadas con la COVID ni de la demanda. En realidad, nos enfrentamos a un creciente problema de escasez de energía, exacerbado por una transición impulsada por políticas hacia una economía neutra en carbono, y las restricciones están desangrando la cadena de suministro. Este es nuestro terreno firme para generar rendimientos descomunales para lo previsible futuro.

Nos sorprenden los pocos factores que hacen que esta transición sea única en relación con las transiciones históricas:

1. La transición energética actual es tanto una transición de reemplazo como una transición aditiva frente a las transiciones históricas que han sido principalmente aditivas.
2. Esta transición es la primera en moverse hacia abajo en la escala de densidad de energía en lugar de hacia arriba. Esto también significa que es la primera transición para pasar de procesos energéticos de menor intensidad de capital a procesos de mayor intensidad de capital.
3. Finalmente, y quizás lo más importante, es una transición cronometrada. Es a la vez un transi una transición que hemos elegido emprender ahora, y una transición que hemos decidido debe completarse dentro de un horizonte de tiempo particular. Todas las transiciones anteriores han sido sin tiempo, orgánicas y no planificadas.

En esencia, esta es una transición impulsada por políticas. Dada la escala de los cambios económicos necesarios, es difícil ver cómo las políticas pueden impulsar una transición neta cero sin crear inestabilidades insostenibles en los mercados afectados. Una de las inestabilidades más preocupantes es la inflación sectorial.

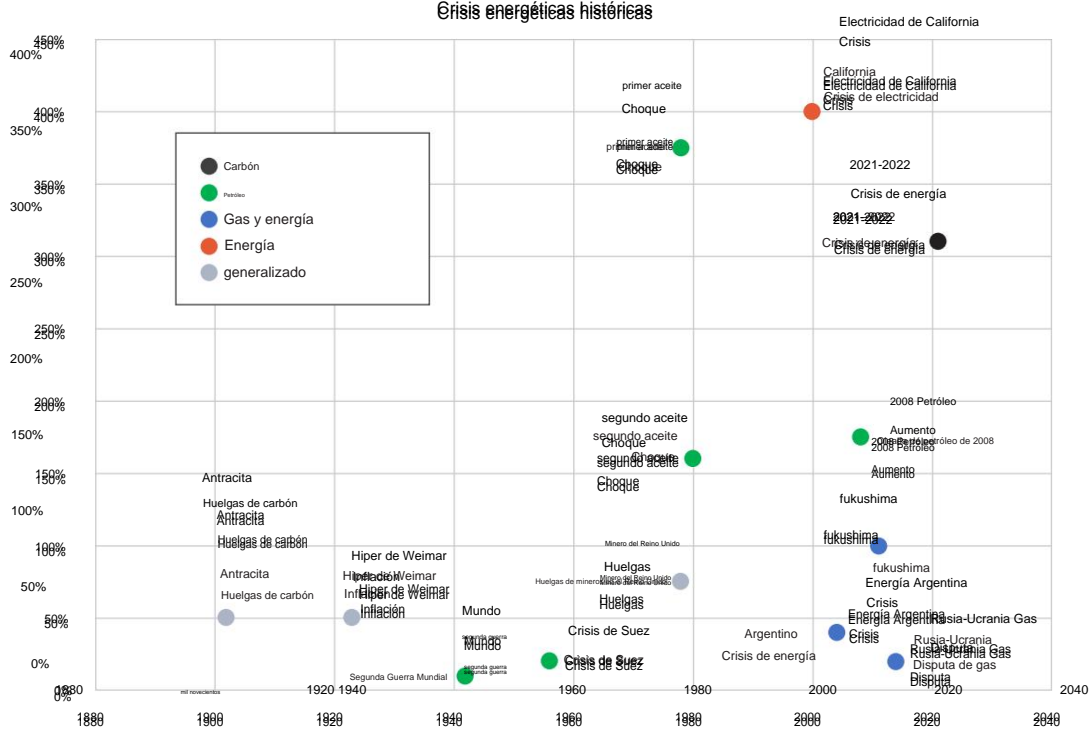
La inflación sectorial ocurre cuando los precios y los salarios en un sector de la economía muestran flexibilidad general hacia arriba en respuesta al exceso de demanda pero son relativamente rígidos hacia abajo, particularmente en presencia de demanda inelástica y oferta fija. El resultado es que, incluso si la demanda agregada no es excesiva, el exceso de demanda en algunos sectores y la baja demanda en otros sectores aún pueden ser suficientes para un aumento en los niveles generales de precios. Esta situación produce inflación porque los precios no bajan en los sectores deficientes en demanda debido a la rigidez a la baja de los costos. Aún así, los precios aumentan en las industrias que experimentan un exceso de demanda, lo que resulta en un aumento en el nivel general de precios.

En caso de que los precios en los sectores con oferta restringida se vuelvan excesivos, la inflación se propagará rápidamente a las industrias con demanda deficiente a través del costo de los materiales y los salarios laborales. El exceso de demanda en sectores particulares conducirá a un aumento general en el precio de los materiales, suministros y componentes intermedios. Los crecientes costos de los materiales se extenderán a las industrias con demanda deficiente, que los utilizan como insumos. Con los gobiernos globalmente enfocados, al menos, retóricamente, en abordar el cambio climático, principalmente a través de una combinación de políticas que subsidian el crecimiento explosivo de fuentes de energía intensivas en materiales e intentan restringir el suministro de fuentes de energía menos deseables, olas de inflación sectorial ondulación a través de la economía parecen probables.

Los precios de la energía se han disparado durante los últimos 12 meses. Los precios mundiales del gas se negociaron por encima de los 40 \$/mcf, y la electricidad europea se negoció muy por encima de los 400 €/MWh, ambos alrededor de 6 veces más que los niveles que podríamos esperar. Una canasta de materias primas energéticas (carbón térmico transportado por mar, gas global, electricidad europea y gasolina de EE. UU.) ha aumentado en un promedio ponderado de alrededor de 4x desde los niveles de 2018-20, lo que ya comprende uno de los tres peores aumentos de precios en la historia. Hoy en día, el mundo también depende un 50 % más de estas fuentes de energía que el petróleo en comparación con 1973, una de las crisis energéticas más graves que tuvo profundas consecuencias.ⁱⁱ

Crisis energéticas históricas

Crisis energéticas históricas



Fuente: Thunder Said Energy, enero de 2022

Proponemos que, aunque la situación europea parece haber golpeado repentinamente, lleva muchos años en desarrollo, especialmente en países como Alemania que durante mucho tiempo han tenido políticas energéticas confusas. Todo llegó a un punto crítico este año cuando, el 14 de julio, la Comisión Europea presentó el paquete de políticas más ambicioso del mundo para eliminar los combustibles fósiles en un intento por evitar las peores consecuencias del cambio climático. Los objetivos a más largo plazo fueron el foco, por lo que se debe elogiar a la UE, ya que los políticos rara vez piensan más allá de las próximas elecciones; Al mismo tiempo, las prescripciones de políticas no lograron apreciar completamente los peligros potenciales que se avecinaban inmediatamente en el camino hacia la descarbonización.

Por ejemplo, las políticas energéticas idealistas en Alemania han retrasado hasta ahora la implementación de opciones prácticas y económicas en la transición energética. Peor aún, la miopía de las políticas ha puesto al país entre la espada y la pared legislativa. La reducción gradual de la electricidad a partir de la energía nuclear libre de carbono y del carbón emisor de carbono, combinada con la incapacidad de aumentar las energías renovables al mismo ritmo, significa que ahora es probable que Alemania no alcance sus objetivos climáticos para 2030 a menos que reduzca el consumo de energía a un ritmo acelerado. base absoluta. Según un comunicado emitido por el Ministerio del Clima alemán el 11 de enero, el país necesita reducir su consumo de energía final entre un 20 % y un 25 % para 2030 para alcanzar sus objetivos para 2030. No hace falta decir que las economías sanas rara vez eliminan tanto consumo de energía.

En los Estados Unidos, una nación que durante mucho tiempo ha sido ridiculizada por su falta de una reforma regulatoria ambiciosa de arriba hacia abajo en el frente ambiental, las emisiones de CO2 se han reducido en 970 millones de toneladas métricas en los últimos 15 años. Esta es una disminución un 45 % mayor que la de Japón, Alemania y el Reino Unido combinados, los únicos otros tres emisores importantes que redujeron sus emisiones durante ese período. La disminución de las emisiones de EE. UU. lleva al país a una última escena del perfil de emisiones en 1991/1992, según los niveles de emisiones de 2019. esto no es para

sugerir que EE. UU. no tiene mucho trabajo por hacer o que algunas regulaciones inteligentes no ayudarían, pero es instructivo porque demuestra el poder de no permitir que lo perfecto sea enemigo de lo bueno.

Estados Unidos logró esta hazaña a través del cambio generalizado de carbón a gas. Una vez más, este informe fáctico de eventos pasados no debe malinterpretarse como una afirmación de que el gas natural es la solución al cambio climático para otros países o el mundo. El punto es que hay muchos pasos y rutas hacia nuestro objetivo final. Cada país, cada uno con sus muchas y diversas fortalezas y debilidades, debe abordar la descarbonización de la manera que mejor aborde sus necesidades individuales de desarrollo humano y administración ambiental. Este será sin duda un proceso lento, quizás más lento de lo que sugiere la ciencia del clima. Sin embargo, una política excesivamente prescriptiva combinada con fanatismo ideológico que condena cualquier cosa que no encaje perfectamente en una pequeña caja de enfoques aprobados por ambientalistas es un camino seguro hacia el fracaso. Entre un curso lento e impredecible y un fracaso inevitable, tomaremos un rumbo lento e impredecible.

Aquí están las matemáticas aproximadas sobre la escasez de energía que se avecina. El mundo produce alrededor de 70 000 TWh de energía primaria.ⁱⁱⁱ El carbón, el gas y el petróleo siguen proporcionando aproximadamente el 85 % de toda la energía primaria (alrededor de 59 500 TWh). Además, cada fuente de energía está sujeta a efectos de sustitución en el margen, lo que significa que una fuerte falta de suministro en una puede afectar a las tres. El mercado del petróleo parece equilibrado, y la falta de suministro persistente es menos preocupante que el gas o el carbón. En 2019, el 27% de la energía primaria mundial provino del carbón. Dados los retiros planificados o forzados, aproximadamente 11 000 TWh de energía primaria se eliminarán de la industria del carbón para 2030.^{iv} Las energías renovables buscan agregar 7 000 TWh para 2030. El delta restante probablemente deba provenir de un enorme aumento global de energía natural. gas (450 bcf/d en total, o pasando de 18.000 TWh a 50.000 TWh, aproximadamente).

En Europa, los suministros de gas han caído un 15% durante la última década. Para compensar la diferencia, Europa aumentó las importaciones de GNL y aumentó su dependencia de Rusia del 13 % al 40 % del suministro interno. El GNL es un buen mercado de gas para estudiar, ya que es el suministro global marginal para las regiones importadoras de gas, como Europa y Asia. Con el inicio de COVID, varios proyectos de GNL se han retrasado. Las estimaciones sugieren que los mercados de GNL probablemente tengan un suministro insuficiente del 30% a mediados de la década. Se proyecta que 20 Mtpa de nuevos proyectos se pondrán en marcha en 2022, una cifra baja en comparación con los 25-40 Mtpa que se pusieron en marcha entre 2017 y 2019.^v Este año, será esencial observar Groningen, el campo de gas más grande de Europa con una producción objetivo de 3,9 bcm para el año, por debajo de un máximo de 88 bcm de producción anual en 1976. Cualquier aumento o disminución en los objetivos de producción fuera de Groningen afectará la gravedad de la brecha de suministro de energía a corto plazo. A principios de enero, se informó que las autoridades holandesas podrían aumentar la producción planificada de 3,9 bcm a 7,6 bcm para "garantizar la seguridad del suministro" en los Países Bajos y Alemania. Sabremos antes del 1 de abril cuánto gas se planea extraer. El cierre total del campo gigante podría llegar en 2023 debido a los riesgos de terremotos asociados con la perforación.

Una pregunta clave para avanzar es quién producirá la energía necesaria en el presente cuando el gobierno incentive la inversión en energía para el mañana. ¿Las economías se inclinan hacia una recesión si las políticas crean precios de energía altos e inasequibles? Si, por ejemplo, Alemania no puede lograr sus objetivos de descarbonización sin reducir el consumo de energía entre un 20 % y un 25 %, ¿en qué tipo de camisa de fuerza pone a la economía? ¿Puede tal reducción de energía ser cualquier cosa menos económicamente regresiva?^{vi}

Teniendo en cuenta la mayoría de las hojas de ruta, el gas parece estar significativamente subinvertido. Sin embargo, el precio de incentivo para nuevas inversiones de capital parece problemático. A pesar de una intensidad de CO₂ entre un 50% y un 60% menor por kWh de energía utilizable en comparación con el carbón, el desarrollo del gas se ha desacelerado como resultado de las disputas políticas. Las fantasías de una energía futura hipotética perfecta han descarrilado el apetito por las reducciones de CO₂ listas (que también pueden combinarse en el futuro con tecnologías de captura de carbono en una hoja de ruta de menor costo hacia el cero neto). Por lo tanto, es común que los inversionistas exijan TIR del 15% al 20% hoy cuando financian nuevas cadenas de valor del gas en lugar del 6% al 10% histórico, lo que vuelve a inflar el costo marginal de producción.

Irónicamente, si optimizamos para reducir las emisiones de CO₂, la falta de inversión en gas natural se traducirá en escasez de petróleo y carbón, donde estos diferentes combustibles compiten como sustitutos (en calefacción industrial y generación de electricidad). La falta de gas será la barrera más importante para la descarbonización a corto plazo en un sistema energético global que aún consume 8 GT por año de carbón, lo que sustenta más del 40 % de todas las emisiones para proporcionar el 27 % de toda la energía. Aunque en gran medida ha pasado desapercibido, el creciente papel del gas natural en las últimas dos décadas ha reducido las emisiones de carbono a nivel mundial más que cualquier otra cosa realizada por cualquier gobierno o corporación.

Es poco probable que los precios altos se resuelvan con una reacceleración de la inversión en la energía actual, sino más bien con una mayor postura política y gestión narrativa. Nos parece poco probable que aquellos que han abogado públicamente por la desinversión total de todos los combustibles fósiles cambien de tono cuando el costo de ese impulso es el fracaso general de la transición. Tal vez sea incómodo para algunos, pero una economía vibrante es fundamental para la transición. Como ya es algo evidente, veremos una reformulación de los hechos y la atribución de aumentos de precios a la manipulación del mercado corporativo y un llamado a prohibir los combustibles inherentemente volátiles y costosos.

La respuesta políticamente más aceptable para solucionar la escasez de energía será una mayor inversión en nuevas energías. Esto es importante y necesario, pero no suficiente. La inversión en energía eólica y solar en 2020-21 estuvo un 20 % por debajo del nivel necesario para cumplir con la mayoría de las hojas de ruta netas cero, en las que estos dos recursos deben aumentar para suministrar al menos el 20 % de toda la energía mundial para 2050. Desafortunadamente, la energía eólica y solar la inversión por sí sola no es suficiente para reequilibrar los mercados energéticos mundiales a mediados o finales de esta década. Las matemáticas simples sugieren que cuando invierte aproximadamente \$ 1 mil millones en petróleo, gas o carbón, el resultado es aproximadamente 25-35 TWh (por año) de suministro de energía nueva. Esto es 25 veces más energía por dólar de inversión que las energías renovables. Una inversión de mil millones de dólares en energía eólica y solar agrega entre 1 y 1,3 TWh (al año) de nueva energía al sistema energético mundial de 70 000 TWh.

Si extrapolamos la escasez de energía mundial de 3.500 TWh en 2025 debido a la falta de inversión, resolver el problema solo con energías renovables requiere \$ 3 billones adicionales por encima de lo que ya se ha destinado a invertir. Esperamos que la inversión en energías renovables aumente considerablemente, pero ¿es realista movilizar un billón adicional por año, particularmente en un entorno de aumento de la inflación y las tasas de interés? Creemos que miles de millones de dólares fluirán hacia nuevas energías eólica y solar, lo que presentará varias oportunidades de inversión interesantes, pero no creemos que sea una solución legítima para la escasez de energía a corto plazo en esta década.

Encontramos que el futuro energético libre de impactos propuesto se caracteriza por su radicalismo (la intención declarada de erradicar todo mal ambiental y destruirlo de una vez por todas, aunque apunta solo a un único pecado ambiental y crea otros que no se discuten) y su esteticismo (el objetivo de construir una nueva economía mundial libre de imperfecciones ambientales). Tales ambiciones nos parecen falsas e inclinadas a

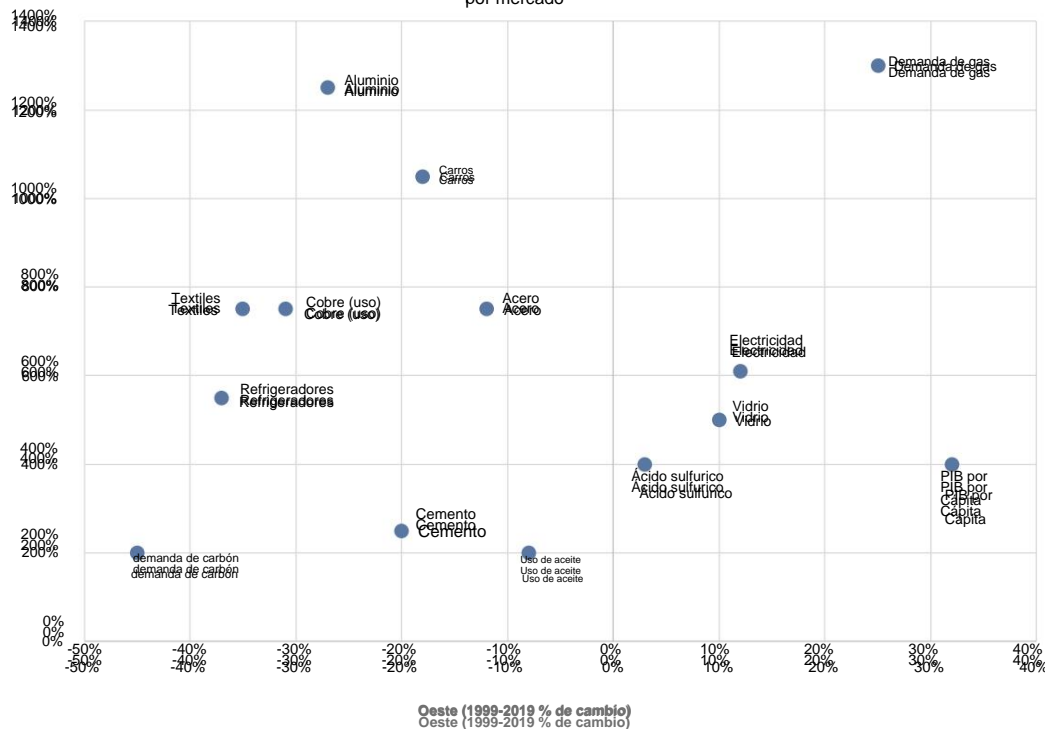
irracionalismo: es decir, en última instancia, se basan solo en la inspiración sin considerar la practicidad.

Además, los ecologistas utópicos y los evangelistas que invierten en ESG agravan sus errores filosóficos con la sorprendente suposición de que hemos resuelto el problema con el conjunto de herramientas actual. Todo lo que queda es seguir un plan ya establecido, independientemente de la escala, el cronograma y el costo. Dada la complejidad del entorno natural, la complejidad de la economía hecha por el hombre y la complejidad adicional creada por la interacción de los dos, parece más razonable suponer que "la inexperiencia y los efectos impredecibles de nuestras acciones requerirán ajustes especiales que no pueden integrarse en el proyecto general desde el principio". Esto implica una debilidad significativa para cualquier plan de transición obligatorio de arriba hacia abajo con un conjunto de soluciones no diversificado, que creemos que es una descripción adecuada de la mayoría de los planes de transición.vii

Hay espacio para que las políticas pragmáticas finalmente se vuelvan a acelerar. Los formuladores de políticas comienzan a quedarse sin opciones para ahorrar energía a corto plazo. Creemos que un gran tema para 2022 serán los grandes subsidios en efectivo para el ahorro de energía (claramente una curita, no una solución), que se suman a los incentivos económicos para la eficiencia energética de los altos precios de la energía. La escasez de energía incentiva las tecnologías de ahorro de energía. Creemos que poco después surgirá un diálogo serio, quizás incluso global, para volver a caracterizar por completo la percepción pública de la energía nuclear. Hay demasiada evidencia para apoyar su uso en una economía que se descarboniza. Es probable que este cambio de marca venga después de las necesidades políticas y de las nuevas tecnologías de reactores de fisión y fusión, con suerte, en la última parte de esta década.

Analizaremos las cadenas de suministro industriales y de energía individuales, particularmente en el mundo en desarrollo, en busca de oportunidades en este entorno.viii Las consecuencias de la energía

Cambio de 20 años en la actividad industrial, China frente a Occidente
Cambio de 20 años en la actividad industrial, China frente a Occidente por mercado



Fuente: Thunder Said Energy, enero de 2022

es probable que la escasez sea más grave en las zonas geográficas que consumen la mayor parte de la energía industrial. Hoy en día, el 30 % de toda la energía mundial se consume en China, donde 11 000 TWh por año de uso de energía para la fabricación ahora supera el uso de energía en toda la economía de EE. UU.

China ha sufrido algunas de las consecuencias más graves de la escasez de energía. La mitad de todas las provincias han tenido raciones eléctricas y las fábricas han reducido la jornada laboral. Esto ya ha comenzado a fluir a través de la economía para provocar inflación en los precios de los materiales y productos fabricados en China y, en última instancia, importados a Occidente: desde metales hasta silicio fotovoltaico y productos manufacturados. Si experimentamos una escasez de energía sostenida, tendrá un mayor impacto en las economías industriales emergentes donde la actividad es sensible a los precios y puede verse reducida. La escasez fluye a través de la economía con un retraso. Incluso si la situación de COVID mejora, las cadenas de suministro globales pueden permanecer apretadas en 2022.

REVISIÓN DEL PORTAFOLIO

Global Ship Lease, Inc. (GSL)

Iniciamos una posición del 6 % en GSL, elevando la exposición total al tránsito marítimo hasta ~9 % de la cartera cuando se combina con nuestra posición del 3 % en SBLK. GSL es propietaria de portacontenedores y alquila barcos a empresas de contenedores (como Maersk) a tarifas fijas. Como propietarios, son dueños y administran las embarcaciones (responsables de las tripulaciones, el mantenimiento, los seguros) pero no tienen costos de combustible. GSL se enfoca en portacontenedores de tamaño mediano a más pequeño, que prestan servicio a las rutas comerciales interregionales de más rápido crecimiento que representan ~70% del volumen comercial mundial en contenedores.

Como son propietarios de sus contenedores, su negocio es tanto procíclico (tonelajes fletados utilizados como plataforma de crecimiento por las compañías navieras) como anticíclico (con las estructuras de venta y arrendamiento posterior utilizadas por las compañías navieras como herramienta de gestión del balance).

GSL tiene un historial que incluye adquisiciones orgánicas y una combinación estratégica en el cuarto trimestre de 2018 que duplicó el tamaño de la flota.

Nos gusta GSL porque no tienen tanto apalancamiento operativo como una empresa como ZIM (que arrienda en ambos lados del comercio) y firman contratos de 2 a 5 años. Los transatlánticos han estado ansiosos por asegurar esa capacidad durante períodos prolongados que abarcan varios años, significativamente más de lo que ha sido históricamente y bien alineado con la preferencia estratégica de GSL de asegurar el valor a lo largo del tiempo y proporcionar visibilidad futura de los flujos de efectivo.

El mercado de contenedores está actualmente muy ajustado. El índice de carga en contenedores de Shanghai aumentó un 76% en el año. Más de 100 portacontenedores esperaban un atracadero en Los Ángeles/Long Beach cuando cerró diciembre, acercándose al pico anual. Las tarifas al contado para la ruta transpacífica son más altas ahora que en diciembre, que fue más alta que en noviembre. Según un análisis de Stifel, gran parte de los aumentos de tarifas en las tarifas de envío de contenedores se pueden atribuir a la ineficiencia de la cadena de suministro, ya que la demanda subyacente genuina fue solo un 3% mayor que la oferta incremental.

Cuando se eliminan los atascos de tráfico, los patrones de velocidad normales pueden volver rápidamente. Sin embargo, no hay evidencia de que los atascos de tráfico se aflojen pronto. Parece probable que

la normalización ocurrirá eventualmente, pero también hay una perspectiva en desarrollo de que los transportistas podrían contrarrestar la normalización cancelando viajes para adecuar artificialmente la capacidad a la demanda a tarifas cercanas a los sólidos precios actuales, estrategia que se llevó a cabo con éxito al comienzo de la pandemia.

Los factores que impulsan tanto la demanda de portacontenedores como las limitaciones al crecimiento de la oferta parecen ser cada vez más duraderos, particularmente porque se espera que las próximas regulaciones ambientales en 2023 reduzcan la velocidad operativa y, por lo tanto, reduzcan efectivamente la capacidad de la flota global. Como tal, creemos las condiciones parecen ser capaces de sostener el mercado ajustado durante al menos nuestro período de pronóstico observable.

Inversiones en minería impulsadas por eventos

Actualmente, la cartera contiene dos inversiones en acciones mineras impulsadas por eventos que representan aproximadamente el 6% de la cartera. Lumina Gold y Cornerstone Capital Resources, dos de nuestros peores resultados, han bajado un -36 % y un -12 %, respectivamente. La relativa debilidad de Lumina en comparación con Cornerstone Capital Resources es intrigante. La debilidad de Lumina se alinea con la debilidad general en el sector del oro, pero sospechamos que la debilidad en el precio del oro durante la mayor parte del año pasado frente al precio del cobre más fuerte y más estable parece ser una explicación de la divergencia. Sin embargo, hay razones para ser optimista.

Continúan los esfuerzos para vender el activo clave de Lumina, Cangrejos. Además, la empresa reorganizó con éxito varios paquetes de terrenos en una sola concesión, simplificando los permisos y el desarrollo.

Más crítico es el Acuerdo de Protección de Inversiones en Exploración firmado el año pasado. En este acuerdo, "el Gobierno de Ecuador se compromete a mantener la seguridad y estabilidad jurídica de la inversión y brindar un trato no discriminatorio frente a otros proyectos similares en cuanto a la administración, operación, expansión y transferencia de los activos de la Compañía. Además, el Gobierno se compromete a no someter a la Compañía y sus inversiones a medidas arbitrarias o discriminatorias. La garantía también se extiende a los derechos de propiedad, que prohíbe cualquier confiscación u otra terminación de los derechos sin una compensación justa y prohíbe las restricciones a la transferencia legal de la inversión (por ejemplo, el proyecto o las sociedades de cartera locales) por parte de la Compañía o sus accionistas".ix. Uno nunca puede confiar completamente en tales documentos, pero son indicaciones razonables de las perspectivas actuales.

En el caso de Cornerstone, la concesión de Cascabel sigue siendo uno de los grandes proyectos cupríferos sin desarrollar a nivel mundial. Con el ascenso de Darryle Cuzzubbo al puesto de director ejecutivo, luego de la destitución del antiguo director ejecutivo y fundador Nick Mather en enero, vemos la luz al final del túnel. El proyecto Cascabel siempre fue demasiado grande y técnico para que un independiente como SolGold lo asumiera por sí solo, como Mather parecía inclinado a hacer. Su destitución y el ascenso de una mano de BHP desde hace mucho tiempo al puesto de CEO allana el camino para el progreso en el desarrollo conjunto con BHP o una venta total del activo a BHP. Hay otros contendientes para el proyecto, pero la posición de capital existente de BHP los convierte en uno de los hogares más probables para Cascabel.

Kazatomprom (KAP)

Salimos de nuestra posición en Kazatomprom a principios de año, habiendo más que duplicado nuestro dinero.

No obstante, hemos seguido de cerca las acciones y el sector del uranio.

Mencionamos esto ya que Kazajstán está acaparando los titulares por la violencia del gobierno

represión de los disturbios sociales actualmente en curso. Los acontecimientos políticos recientes han producido una liquidación rápida pero menor en Kazatomprom. Esto tiene sentido para nosotros, ya que es poco probable que el tipo de inestabilidad política en curso tenga un impacto negativo a largo plazo en las operaciones.

Sin duda, los eventos podrían salirse de control, pero no sospechamos que sea probable una guerra civil en toda regla. En ausencia de tal situación, parece improbable que las operaciones de Kazatomprom se vean muy afectadas. Cualquier aumento en el precio del uranio como resultado de estos disturbios es injustificado. Nadie tiene incentivos para interrumpir el negocio de Kazatomprom excepto las fuerzas antigubernamentales, que parecen incapaces y desinteresadas en tal actividad.

Además, dada la geografía y la vecindad de Kazajstán, la supresión del descontento y la implementación de un régimen autoritario severo (más severo de lo que ya es), en caso de que resulte necesario, probablemente pueda proceder sin mucho aviso o interrupción por parte del resto del mundo. Como recordatorio, Kazajstán es un país sin salida al mar que limita con Rusia, China y un puñado de vecinos inútiles pero débiles. Rusia y China ciertamente no se opondrán a ninguna acción de su vecino más pequeño pero rico en recursos.

Kazajstán se convierte en un estado cliente natural de Rusia o China, lo que podría ser un problema si esas naciones deciden competir por la supremacía. Una pelea por el país por parte de los dos, como vemos actualmente en Europa del Este sobre Ucrania entre Rusia y Occidente, parece poco probable. Dada la historia reciente de la relación ruso-kazaka, no parece probable que China quiera interferir demasiado, especialmente dado que las tropas rusas ya están sobre el terreno en forma de tropas de la Organización del Tratado de Seguridad Colectiva y suponiendo que los recursos continúen fluyendo. .

Con el éxito del estado ruso con las entidades estatales que cotizan en bolsa, tanto como herramienta del arte de gobernar como fuente de ingresos, tenemos problemas para imaginar una situación en la que quieran meterse con el buen funcionamiento de una herramienta teóricamente potente como Kazatom prom. . Es posible que a los lectores no les guste esta lectura realista y fríamente práctica de la situación, pero es un punto de vista esencial para quienes tienen dinero en juego.

Dirigir un negocio de gestión de inversiones no es solo invertir, pensar y escribir, independientemente de cuánto deseemos que lo sea. También necesitamos recaudar capital y mejorar la longevidad del negocio. Como muchos de ustedes saben, este fue nuestro quinto año completo de operaciones y, desde el inicio, nos hemos centrado en administrar una cartera central que se refleja en las cuentas administradas por separado de nuestros inversores. En el fondo, hemos estado trabajando para el lanzamiento de un fondo. El año pasado, obtuvimos el compromiso de una oficina familiar para generar una estructura de fondos. Ese fondo está en proceso de lanzamiento y estará en funcionamiento a finales de este mes. Estamos entusiasmados con este cambio y encantados de que la mayoría de nuestros inversionistas actuales den el salto de los SMA al vehículo compartido con nosotros.

Esta transición debería reducir nuestra carga administrativa y liberar más tiempo para investigar y escribir. También nos da acceso a más mercados y oportunidades únicas que antes no estaban disponibles. Estamos seguros de que estos cambios se traducirán en un mejor producto para nuestros inversores.

Como siempre, agradecemos la confianza que ha mostrado en Massif Capital al invertir con nosotros. Esperamos que usted y sus familias se mantengan saludables durante los próximos meses. Si tiene alguna pregunta o inquietud, no dude en comunicarse.

Atentamente,



will thomson



CHIP RUSSELL

NOTAS AL PIE

i Atribución de la cartera básica, bruta de comisiones. Los resultados en las cuentas administradas individualmente variarán.

ii Thunder Said Energy, enero de 2022.

iii La energía primaria es la energía que se encuentra en la naturaleza y que no ha estado sujeta a la ingeniería humana ni a ningún proceso de conversión. Al medir el consumo de energía, la energía primaria sería la medida más alta en la cadena de suministro que se puede llegar.

iv Se proyecta que el mundo agregará 1 GT de nuevas minas por año a una disminución mucho más pronunciada de cierres de minas y capacidad fuera de línea.

contra Thunder Said Energy, enero de 2022

vi La eficiencia energética y los recursos del lado de la demanda jugarán un papel importante durante la próxima década a medida que elaboramos más en el artículo. Esta reducción en el uso de energía primaria es ciertamente posible, pero probablemente sea un desafío.

vii An Introducción al pensamiento de Karl Popper, Roberta Corvi

viii El aluminio es un buen ejemplo. Es un material intensivo en energía, cuya producción libera 10 veces su peso en emisiones de CO₂. Durante la crisis del petróleo de 1973-1974, dos tercios del aluminio del mundo se fundieron en EE. UU. y Europa. Fueron las fábricas estadounidenses y europeas las que sufrieron el golpe del shock energético, redujeron la producción y despidieron empleados. Un evento muy visible para las empresas occidentales y los inversores. Hoy en día, solo el 10% del aluminio del mundo se fabrica en EE. UU. y Europa. Por lo tanto, es poco probable que los efectos industriales de los choques energéticos sean tan visibles en Occidente.

ix Lumina Gold Corporation, diciembre de 2021.

x La CSTO es una especie de estado postsoviético de la OTAN.

Las opiniones expresadas en este documento por Massif Capital, LLC (Massif Capital) no son una recomendación de inversión y no se debe confiar en ellas para tomar decisiones de inversión. Las opiniones de Massif Capital expresadas en este documento abordan solo aspectos selectos de la inversión potencial en valores de las empresas mencionadas y no pueden sustituir un análisis de inversión integral. Cualquier análisis presentado en este documento tiene un alcance limitado, se basa en un conjunto incompleto de información y tiene limitaciones en cuanto a su precisión. Massif Capital recomienda que los inversionistas potenciales y existentes realicen sus propias investigaciones exhaustivas sobre inversiones, incluida una revisión detallada de las presentaciones regulatorias, las declaraciones públicas y los competidores de las empresas. Puede ser prudente consultar a un asesor de inversiones calificado. La información en la que se basa este material se obtuvo de fuentes que se consideran confiables pero no se ha verificado de forma independiente. Por lo tanto, Massif Capital no puede garantizar su exactitud. Cualquier opinión o estimación constituye el mejor juicio de Massif Capital a partir de la fecha de publicación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Massif Capital declina explícitamente cualquier responsabilidad que pudiera derivarse del uso de este material; la confianza en la información de esta publicación queda a discreción del lector. Además, bajo ninguna circunstancia esta publicación es una oferta de venta o una solicitud de compra de valores o servicios discutidos en este documento.



Crypto Theses for 2022

Key trends, people, companies, and projects to watch across the crypto landscape, with predictions for 2022

0.0

#tesis2022

Bienvenidos

Ho Ho Ho.

Seré breve, ya que el resto de este informe no lo es.

Las Tesis comenzaron como un hilo de tuits hace cuatro años el día de Año Nuevo. Junto con el resto de la industria de la criptografía, el informe se ha disparado en tamaño y complejidad cada año desde entonces. Lo escribo para nuestro equipo, para resaltar el increíble trabajo que han realizado durante todo el año y para sintetizar el caos criptográfico para las nuevas contrataciones. Lo escribo para mí mismo, para organizar mi mente de mono y crear un modelo mental para criptografía y un índice de la mejor investigación disponible.

Y, por supuesto, escribo para ti. Ya sea que sea un novato en criptografía o un veterano de varios ciclos, trato de ofrecer un curso criptográfico completo y gratuito de 201 niveles con introducciones y enlaces de 101 niveles como regalo anual de vacaciones para aquellos que lo encuentren útil.

A cambio, puedes gritarme por errores tipográficos (¡gracias!), por resumir mal tus monedas favoritas (¡haz un mejor marketing!), por omitir el activo n.º 246 por capitalización de mercado (¡no soy un vendedor en corto!), y Copie las ideas de otras personas en todo momento (los buenos artistas copian, los grandes artistas roban).

Un par de descargos de responsabilidad antes de sumergirse:

1. El alfa de este informe es gratuito y muchos han obtenido información de informes anteriores que les ayudó a ganar dinero, pero nada de lo que se incluye aquí es un consejo de inversión. ser un adulto
2. Me paro sobre hombros de gigantes. En ciertos capítulos, tomo prestado generosamente de otros autores que ya han brindado ideas sorprendentes sobre un tema determinado. [nic carter](#) y [lyn alden](#) en la sección de bitcoins. [punk6529](#) y [Ben Yu](#) en la sección NFT. [Watkins](#) y [wilson](#) y [albañil](#) y [roberto](#) et al en las secciones DeFi, ETH & Friends y DAO. [balaji](#) y [chris dixon](#) a lo largo de. Al seguir leyendo, acepta mis términos de servicio, que incluyen la disposición de que cualquier plagio accidental de los autores citados anteriormente no es intencional y se corregirá ex post facto. (¿Quiere un informe gratuito o quiere estándares de nivel MLA y el aburrimiento que viene con las citas aburridas?)
3. Esta bestia me tomó ~ 250 horas para escribir (8-10% de mi ancho de banda anual). Todos los años, animo en secreto a que fracase para evitarme la tentación de escribir otro. Si le gusta el informe, puede agradecer al equipo de Messari por administrar el negocio en mi ausencia el mes pasado. Aceptan agradecimientos en forma de [seguidores](#) . y [suscripciones Pro](#). Acepto agradecimientos en forma de [Enterprise](#) de 5-6 cifras submarinos y [concentrador](#) membresías [_____](#)



4. Soy propietario de los bienes discutidos en este informe. Mis participaciones principales se revelan al final del Capítulo 1 (junto con las del resto del equipo de Messari), y cualquier inversión ángel o líquida que haya realizado hasta la fecha está marcada con un asterisco. Sin conflictos, sin intereses.

Este informe culmina un año épico para las criptomonedas y para Messari. En 2021, aumentamos el tamaño de nuestro equipo ~4x y los ingresos ~8x. Levantamos [una Serie A](#), y lanzó un [nuevo producto espectacular](#) cada trimestre: Intel en el primer trimestre, nuestro Analyst Hub en el segundo trimestre, Mainnet en el tercer trimestre y algunas herramientas nuevas para DAO que presentaremos la próxima semana. El próximo año será aún más grande. **Estamos contratando.** Mucho. Y pagamos \$ 10,000 por referencia de ingeniería si conoce alguna buena (o usted mismo es una).

También estamos haciendo algo divertido este año y subastando un montón de [NFT relacionados con las tesis](#). Por caridad. Nuestra colección de "héroes" incluye obras de arte para que las personas más destacadas las vean este año. Obtendrán una edición personal especial del arte como recuerdo, pero el resto son 1/1 NFT que estamos subastando a través de nuestro socio OpenSea. (El NFT del comisionado Peirce parece particularmente raro). También tenemos una serie de escenas de batalla en la colección que son puro fuego. Gracias a [Jaén](#) por el inspirador trabajo y la inspiración. Esta es una prueba de NFT para nosotros, y tendremos más por venir. Es posible que desee comprar una [suscripción Pro](#) anual para mantenerse al día con los desarrollos de 2022. Solo digo. _____

Como siempre, me siento honrado de que consideres leer este informe y aprecies... oh, a quién engaño, este informe es jodidamente increíble, y como Kanye [en uno de sus conciertos](#), Estoy celoso de que puedas leerlo con ojos frescos.* Porque, sinceramente, estoy harto de mirarlo.

Felices fiestas, próspero año y felicidad, y como siempre, ponte casco.

[-LCT](#)

*Es una broma. Un poco.

0.1 Por qué estamos aquí



(Esto fue [escrito en cinco minutos](#) y es mejor que este informe, por lo que me auto-RT'd).



Tabla de contenido

1. Las 10 mejores narrativas y temas de inversión	7	4. Criptopolítica estadounidense	51
1. El colapso de la confianza institucional	8	1. El campo de batalla estadounidense	52
2. Crypto/Web3 es inevitable	9	2. Riesgos reales y autorregulación	53
Puentes, Nifties y DAO	10	3. Dominio de FSOC y SEC	55
4. Desacoplamiento de Cryptos	11	4. La Crypto Coalition	56
5. Capital (de riesgo) permanente: dentro, arriba y abajo, nunca fuera	12	5. Jump Balls regulatorios	57
6. ¿Qué tan alto podemos volar?	13	6. Cripto eurodólares y riesgos sistémicos	58
7. Sobrevivir al invierno	15	7. Integración inteligente de criptobanca	59
Opciones públicas: Coinbase abre las compuertas	17	8. Crypto es malo para (malos) negocios	60
9. Copy-Trading: WAGMI	19	9. Cumplimiento tributario versus productos tributarios	61
10. Copy-Trading: Nos gustan las monedas	22	10. Estimado Gary Gensler: ¿Eres un fraude parcial o un fraude total?	62
2. 10 personas para observar	22	11. Ripple vs. SEC vs. Safe Harbors	67
1. WAGMI	23	12. La batalla por la privacidad	69
2. Los grandes: Samani, CMS, Su Zhu	24	13. Incorporación de DAO	69
3. Emilie Choi, Coinbase	25	14. El Consejo Americano Web3	70
4. Devin Finzer, OpenSea	25	15. Batallas locales y de metaverso	72
5. Dan Robinson y Dave White, Paradigm	26	16. No hay nada más punk que la batalla por las criptomonedas estadounidenses	72
6. Jeff Zirlin "The Jiho", Axie Infinity	27	5. Infraestructura de mercado	74
7. Jay Graber, BlueSky y Tess Rinearson, Twitter	27	1. Los ETF de Bitcoin Futures son Piezas de mierda patrocinadas por el estado	75
8. Kristin Smith, Asociación Blockchain y Katie Haun, a16z	29	2. Goldman Gary y la redención de Reg M	76
9. Comisionada Hester Peirce, SEC	31	3. Reservas del prestamista	79
10. Do Kwon, Laboratorios Terraform	32	4. CeFi frente a TradFi	80
11. Menciones de honor	33	5. Educación CEX	81
3. Los 10 mejores pensamientos sobre Bitcoin	34	6. Criptovalores (y ILO)	82
1. Consulte a Peter Schiff	35	7. Guardabolsas (y Stakers)	83
2. El rey sigue siendo el rey: sin cambios	36	8. Lista de monedas: un token global	83
3. La Reserva Multicadena	38	Plataforma de emisión (excepto en EE. UU. y Corea del Norte)	83
4. El "regalo" de los ETF de Bitcoin	39	9. RegTech	85
5. La Gran Caída de China (Industria Bitcoin)	40	10. Innovación en pagos	86
6. Bitcoin como estímulo de energía limpia	42	11. El caso de seguridad nacional para los criptodólares	87
7. La prueba de participación funciona porque Prueba de trabajo trabajado	47	12. DCEP	88
8. Prueba de trabajo y derechos de las minorías	47	13. Fedcoins y CFDC occidentales	89
9. La hoja de ruta de Bitcoin	48	14. USDC y el hermano Jeremy	89
10. Un rayo cae sobre El Salvador	49	15. Cuando Paxos conoció a Novi	90



6. NFT y plomería Web 3	91	8. ETH, capas y puentes	134
1. NFT: bienes digitales en un libro mayor global	92	1. Informe de ganancias del tercer trimestre de ETH	135
2. Un JPEG de Mona Lisa de 69 millones de dólares	94	2. 1559: Mineros y MEVers	136
3. PFP: punks contra simios	96	3. La fusión y el replanteo líquido	137
4. Fichas de fans	99	4. A EVM o no EVM	138
5. Axie Infinity y la revolución de jugar para ganar	101	5. Valoraciones relativas de la capa 1	139
6. Looted: NFT componibles	103	6. Solana El verano nunca termina	139
7. Financiarización de NFT	105	7. Implementación lenta y constante de Polkadot	140
8. OpenSea & Friends	106	8. Opt-In de Cosmos e IBC	141
9. El criptoverso	107	9. Terraformación de La Luna	141
10. Dije metaverso, no meta	109	10. Lo mejor del resto (de los L1)	142
11. Credenciales no fungibles	110	11. Polygon Flippens ETH	143
12. Espacios de nombres e intercambio de datos	110	12. Son optimistas	146
13. Loterías DeSo	111	13. Escalamiento de conocimiento cero	147
14. La web físicamente descentralizada (permanente)	112	14. Constrúyeme un puente	147
15. Escalado de red física	113	15. Envolviéndolo todo	148
7. DeFi 2.0	115	9. La DAO de las DAO	149
1. El puente USDT	116	1. Herramientas de habilitación: Monederos y staking	150
2. DAI frente a UST	117	2. Por la madriguera del conejo: aprendizaje y ganancias	151
3. El renacimiento de las Stablecoins algorítmicas	118	3. Trabajar en Web3	152
4. El surgimiento de las Stablecoins no vinculadas	120	4. Jerarquías, pods y organismos fluidos	152
5. La mirada de acero de Worldcoin	122	5. Gestión de tesorería de DAO	154
6. Uniswap v3 vs. The World	122	6. Relaciones con inversores de la DAO	156
7. Perp vs. dydx	124	7. Messari: uniéndolo todo	158
8. La Alquimia de DeFinance	124	8. Marco legal para DAOS	158
9. La tesis de las aplicaciones gordas	126	9. Los nuevos asignadores de capital	159
10. Fondos tokenizados y cooperativa de índices	128	10. Los nuevos curadores de información	160
11. Las personalidades divididas de DeFi	129	10. BONO: Lo que yo quiera	161
12. El auge de CeDeFi	130	1. Por qué debes escribir	162
13. Problemas de gobernanza	131	2. Sin vacas sagradas	163
14. Seguridad y el bosque oscuro	131	3. Mi dieta de información	163
15. Desbloques alcistas y FDV	132	Consejos y trucos de productividad	163
		5. Consejos de vida	164



1.0

#tesis2022

Las 10 mejores narrativas y Temas de inversión

1. El colapso de la confianza institucional	8
2. Crypto/Web3 es inevitable	9
3. Puentes, Nifties y DAO	10
4. Desacoplamiento de Cryptos	11
5. Capital (de riesgo) permanente: dentro, arriba y abajo, nunca fuera	12
6. ¿Qué tan alto podemos volar?	13
7. Sobrevivir al invierno	15
8. Opciones públicas: Coinbase abre las compuertas	16
9. Copia de comercio: WAGMI	17
10. Copy-Trading: Nos gustan las monedas	19



1. El colapso de la confianza institucional

¿Por qué estás leyendo esto?

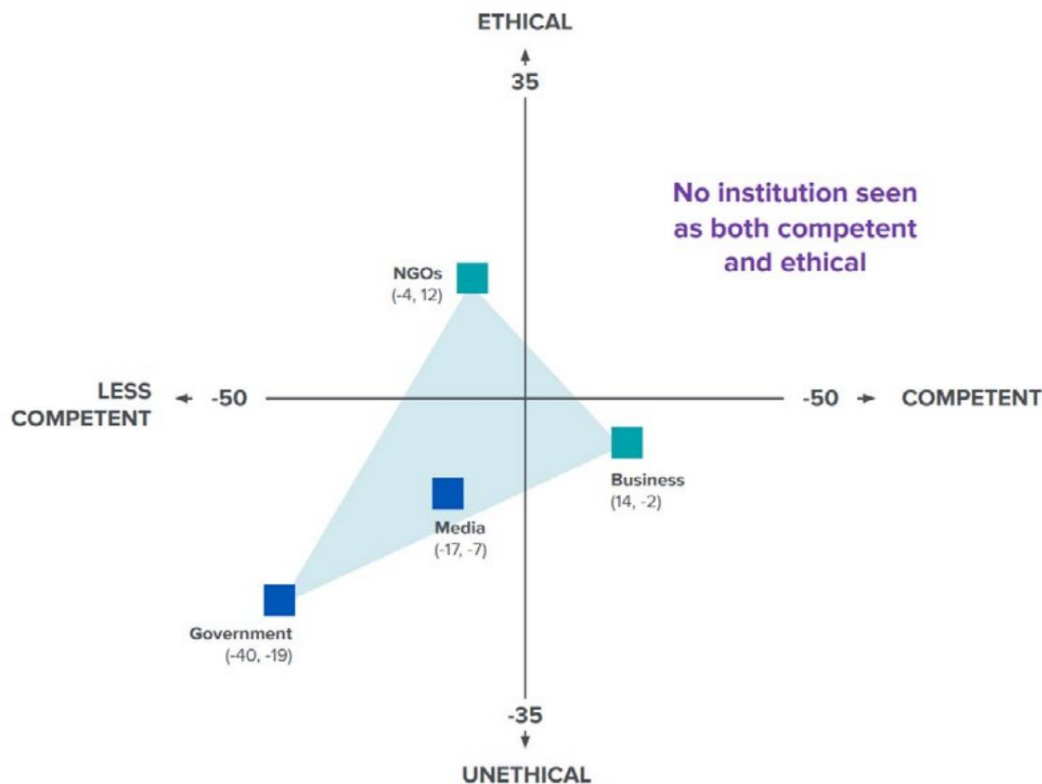
Tal vez estés entre casi la mitad de [los millennials y los inversores de la Generación X](#), quien dijo que "se necesitaría un milagro" para retirarse. Le preocupa que [la deuda pública se dispare, inflación no tan transitoria](#), y qué sucede cuando finalmente experimentamos un [alza en las tasas de interés](#). Para ti, crypto es una balsa salvavidas.

Tal vez seas uno del 70% de los estadounidenses que [desaprueban el Congreso](#), y ya no confíen en que los legisladores hagan lo correcto dado que [gastan imprudentemente y tráfico de información privilegiada con impunidad](#). Está buscando una alternativa a los planificadores centrales en DC y Beijing. Para ti, crypto es un voto de salida.

Tal vez sea un populista, de derecha o de izquierda, que está furioso sabiendo que Wall Street no tuvo repercusiones por alimentar la última crisis financiera y tiende a beneficiarse de las políticas federales que castigan a sus clientes. O le preocupa el poder de monopolio, la censura y el control de Big Tech sobre sus datos personales. Para ti, las criptomonedas son una oportunidad para ellos.

Este gráfico probablemente resuena:

Dimensions of trust (Competence score, net ethical score)



(Fuente: [a16z: Cómo ganar el futuro](#))



Por supuesto, podría estar interesado en las criptomonedas por dinero rápido, memes y jpegs. Eso es genial, también.

Ya sea que esté aquí como misionero o mercenario, encontrará que una de las principales fuerzas unificadoras detrás de este movimiento es la creencia de que las tecnologías descentralizadas con incentivos financieros integrados (una buena forma abreviada de Web3) ofrecen una atractiva, a menudo lucrativa, alternativa a nuestras decadentes instituciones heredadas.

Eso me lleva a mi primera predicción para 2022: las cosas empeorarán antes de mejorar en el mundo "real". La inflación se mantendrá por encima del 5 % a lo largo de 2022 (70 % de confianza), mientras que las subidas de tipos de interés de finales de año detienen el impulso del mercado de valores y perjudican a las acciones de crecimiento (60 % de confianza, el S&P cae el próximo año). Eso será bueno para las criptomonedas a corto plazo, pero arriesgado a mediano plazo, a medida que más empresas de criptomonedas y sus usuarios sean eliminados y la censura de las plataformas bancarias y tecnológicas occidentales se acelere en medio de la represión de las criptomonedas de la administración Biden.

2. Crypto/Web3 es inevitable

Esa es una de las únicas predicciones bajistas en este informe. Crypto, o el recientemente en boga "Web3", es una fuerza imparable a largo plazo.

Chris Dixon [lo llama "Internet propiedad de los constructores y usuarios, orquestado con tokens"](#). Eshita describe la evolución de Web1 -> Web2 -> Web3 como [Solo lectura -> Lectura-Escritura -> Lectura-Escritura propia](#).

Independientemente de su abreviatura preferida, puede parecer intuitivo que la economía de propiedad del usuario superará a la economía de propiedad del monopolio a largo plazo.

Hay mucho que desglosar en el transcurso de este informe, pero el tema general es consistente: estamos pasando de una Internet construida sobre ["tierra alquilada"](#) con señores del monopolio, a una frontera infinita de nuevas posibilidades. En la frontera, las criptomonedas presentan una [revolución creíble](#) a todos los monopolios, razón por la cual su inevitabilidad [asusta a los titulares](#).

Tenemos todos los ingredientes clave que necesitamos para tener éxito.

- **Talento:** Los jóvenes constructores brillantes, apasionados y con una gran visión acuden en masa al espacio de diseño abierto de las criptomonedas. [en números récord, a menudo en sus noches y fines de semana](#).
- **Capital:** Hemos visto recaudaciones gigantescas de fondos de capital de riesgo, recaudaciones de fondos de criptoempresas emergentes y asombrosas crecimiento de los protocolos líquidos emergentes en los casos de uso de Web3.
- **Momento:** Se instaló una infraestructura crítica durante el último mercado bajista que lo hizo más fácil que nunca. (social y prácticamente) para abrazar este movimiento tecnopolítico.

En una [publicación reciente](#) de Eric Peters en One River Capital, argumentó que vivimos en un período de agitación social, donde los jóvenes están ansiosos por invertir en tecnologías que alteran (y potencialmente llevan a la bancarrota) las instituciones preferidas de las generaciones mayores, al tiempo que impulsan inversiones que los benefician a nivel mundial. expensas de la vieja guardia. La mejor parte de ser joven y arruinado, dice, es que "tienes poco que perder". Eso es especialmente cierto cuando los jóvenes ven a las instituciones heredadas como explotadoras.

DeFi ofrece a los ahorradores un 5% frente al 0,5% de Wall Street. Los tokens no fungibles ("NFT") brindan a los creadores oportunidades de monetización sin los alquileres de más del 50% de Hollywood. Los juegos abiertos y los gráficos sociales eliminan la tasa de aceptación del 100 % de los titulares tecnológicos y eliminan los riesgos de eliminación de plataformas.

Tengo un 99 % de convicción de que las criptomonedas serán un orden de magnitud más grande para 2030 porque la economía del usuario aquí es un orden de magnitud más atractiva. Estamos al borde de una transformación total de la economía global. Uno que es más grande que el móvil, y tal vez incluso el propio Internet.



Aunque no estoy seguro de dónde estamos en este ciclo en particular, los vientos de cola siguen siendo fuertes y los mercados de capital fluyen. Por lo tanto, mis probabilidades se dividen entre tres escenarios: 1) lo más probable es que experimentemos un despegue antes del final del primer trimestre de 2021, seguido de un mercado bajista de varios años menos profundo, pero aún doloroso; 2) nos disparamos a una burbuja de \$ 20 billones que dura todo el año y está a la par con el auge de las puntocom en dólares reales, poco probable, pero posible dadas las políticas monetarias acomodaticias en todo el mundo, el gasto gubernamental interminable y el impulso narrativo acelerado de crypto 3) marchamos lenta y constantemente hacia la perpetuidad (la tesis del "superciclo").

Irónicamente, el caso más bajista aquí (la parte superior del Q1) puede ser el más alcista a largo plazo y viceversa.

La "hiperbitcoinización" y el ascenso permanente de las criptomonedas en esta etapa de nuestro desarrollo solo ocurrirían en un contexto muy distópico.

3. Puentes, Nifties y DAO

"Web3" es un buen término que lo abarca todo y que abarca las criptomonedas (oro digital y monedas estables), la informática de contratos inteligentes (plataformas de capa 1-2), la infraestructura de hardware descentralizada (video, almacenamiento, sensores, etc.), los tokens no fungibles (los ID y derechos de propiedad), DeFi (servicios financieros para intercambiar y garantizar activos web3), Metaverse (los bienes comunes digitales creados en entornos similares a juegos) y gobernanza comunitaria (DAO u organizaciones autónomas descentralizadas).

Espero un crecimiento en todas partes a través de Web3, aunque tres áreas están particularmente subdesarrolladas: infraestructura NFT, herramientas DAO y puentes entre protocolos.

Estamos siendo testigos de una explosión cámbrica de innovación dentro del espacio NFT que recién comienza.

No estoy seguro de cuánto tiempo más puede crecer el mercado de NFT individuales, pero sí sé que todavía faltan herramientas NFT confiables y ubicuas. Los mercados, las primitivas de financierización, las herramientas para creadores, los modelos comerciales orientados a la comunidad y los sistemas de gestión de identidad/gestión de reputación descentralizados están todos en su infancia. Esa infraestructura central será una de las áreas de mayor inversión en 2022.

Lo mismo ocurre con las herramientas DAO, que es una necesidad existencial en este momento en las comunidades criptográficas, donde la apatía de los votantes está alcanzando niveles de crisis y las inversiones tardan demasiado en procesarse. Si toma la perspectiva de 10 años, los mercados abiertos y gobernados por tokens reemplazarán a las empresas (como lo hago yo); y reconocer que sus comunidades necesitarán mejoras 100 veces mayores en las herramientas de colaboración para operar de manera más eficiente que los competidores centralizados; y entiendo que cada transacción de tesorería de DAO está esencialmente sujeta a un voto por poder a nivel de la junta hoy; entonces podrás apreciar por qué 2022 será el año de las herramientas DAO. (He apostado tanto con mi cartera personal como a través del movimiento de apuesta por la empresa de Messari para construir un sistema operativo para la participación en Web3).

Por último, pero no menos importante, tenemos la plomería criptográfica central: soluciones de interoperabilidad y escalabilidad. La cadena de bloques de Ethereum alcanzó su capacidad este año. Otras plataformas de Capa 1 han explotado entre 50 y 100 veces su valor a medida que los inversores apuestan por el desarrollo de criptografía para paralelizarse en nuevos ecosistemas y absorber el exceso de demanda. Todas estas nuevas cadenas de bloques (más los paquetes acumulativos de la capa 2 de Ethereum) deberán comunicarse entre sí, por lo que el punto de dolor más agudo en criptografía hoy en día puede ser la falta de puentes. Si el futuro es multicadena, aquellos que construyan mejores conectores entre cadenas y ayuden a mover activos de manera fluida a través de parachains, zonas y rollups heredarán la tierra (virtual).

Si todo esto suena como conceptos extraños, está bien. Las NFT (Capítulo 6), las DAO (Capítulo 9) y la Interoperabilidad de capa 1 (Capítulo 8) constituyen un tercio del informe de este año por una razón.



4. El desacoplamiento de Cryptos

Diferentes sectores criptográficos tienen diferentes impulsores de valor. Hemos pasado de "todo es una criptomoneda" a "en realidad, hay monedas, [protocolos gordos](#), Aplicaciones DeFi, [plataformas informáticas distribuidas](#), NFT, mercados de trabajo para ganar..."

Los inversores más exigentes observan cada vez más el uso real y la microeconomía subyacente de varias redes y comercian en torno a sus impulsores de crecimiento únicos. Todavía es un mercado impulsado por los memes, pero muchos de los memes reflejan, me atrevo a decir, ¿los fundamentos? Ari Paul [escribió uno de los hilos más perspicaces](#) sobre el reciente [desacoplamiento de los criptomercados](#):

"Este es el ciclo en el que los casos de uso de criptografía no relacionados con bitcoin finalmente se validaron y lograron una adopción significativa... En ciclos anteriores, tenía poco sentido ser un especialista del sector en criptografía. Defi y NFT eran básicamente inexistentes hace 4 años. La mayoría de los otros "sectores" no existían significativamente como tales. El "almacenamiento de archivos descentralizado", las "plataformas de contratos inteligentes", la "privacidad" y otros "sectores" por los que las criptomonedas a menudo se segmentaban eran arbitrarios y posiblemente sin sentido... trabajo de tiempo, y necesita, o necesitará pronto, un pequeño equipo solo para mantenerse al día con uno de esos segmentos".

Ese es un desarrollo importante, y es donde los fondos de inversión privados tendrán una gran ventaja competitiva continua frente a sus competidores generalistas. Existen asimetrías de información masivas en los estándares de "informes" de protocolo, una curva de aprendizaje técnico empinada y una infraestructura de gestión de riesgos limitada (cómo se sienten cómodos los titulares en materia de cumplimiento, legal y contable con algunas de estas nuevas estructuras) que mantienen altas las barreras para invertir en criptomonedas.

Los criptofondos están pasando por el mejor momento de sus vidas en este momento. Una dinámica que probablemente continuará hasta bien entrada la Año nuevo.



5. Capital (de riesgo) permanente: entrada, subida y bajada, nunca salida

La cantidad de capital que ha inundado las criptomonedas este año es alucinante.

Los fondos criptográficos dedicados han visto nuevos aumentos de capital récord y AUM récord de la apreciación de sus tenencias principales. Es probable que algunos de los fondos (mirándote, Multicoïn) se encuentren entre las firmas de inversión con mejor desempeño de todos los tiempos, lo que hace que sea fácil ver por qué el grupo no ha tenido problemas para continuar recaudando efectivo.



(Fuente: [Investigación de fondos criptográficos](#))

Es difícil comprender el tamaño del mercado privado de fondos criptográficos en este momento. Cuando recaudamos \$ 25 mm para DCG en 2015, fue una de las rondas más grandes en una empresa de inversión en criptomonedas en ese momento. Hoy en día, firmas como Polychain, Paradigm, a16z, Multicoïn, 3AC y otras administran miles de millones de dólares (en algunos casos, más de \$10 mil millones) o más, e invierten \$25 millones por clip en sus acuerdos de tamaño mediano. Los fondos de cobertura planean desplegar el **7% de sus activos en criptomonedas dentro de 5 años**, y las pensiones empiezan a **comprar directamente**, ¡también!

Los grandes asignadores de capital continúan subiendo en la curva de riesgo en medio de un contexto de tasas de interés negativas, y la mayoría simplemente no puede permitirse seguir ignorando las criptomonedas.

La creación de valor líquido de \$ 3 billones de Crypto en 10 años ahora rivaliza con la de todas las **demás empresas emergentes respaldadas por empresas combinadas**. Los entrantes institucionales han tomado nota, y es probable que desplieguen capital de una manera que pueda garantizar que evitemos caídas de profundidad y duración similares a las de 2014-2015 y 2018-2019. Cuando los recién llegados ingresan al espacio, ese dinero tiende a fluir en dos direcciones: hacia adentro y hacia abajo. No fuera. El capital puede filtrarse a tokens emergentes beta más altos, pero cuando vuelve a subir, a menudo **no se agota**. (excepto impuestos). En su lugar, se detiene en BTC o ETH o SOL o en los "chips azules" criptográficos.



Si prefiere mantenerse alejado de la exposición directa a los tokens, está bien. La necesidad de una infraestructura de tokens ha creado un auge en [los unicornios criptográficos](#), que ofrece una exposición cubierta a la clase de activo subyacente.

Según [DoveMetrics](#), vimos \$ 8 mil millones de inversiones privadas en 423 acuerdos en el tercer trimestre, casi la mitad de los \$ 17.8 mil millones invertidos desde el comienzo del año, que ya era más que los seis años anteriores combinados.

Casi el 90 % de las transacciones más importantes en la historia de las criptomonedas se produjeron este año, y eso excluye la cotización directa de Coinbase. Alrededor del 75% de la financiación se desplegó en infraestructura y servicios centralizados, y eso fue antes de los anuncios de FTX y DCG y el anuncio [de financiación potencialmente inminente de Binance](#).

Las instituciones están realmente aquí esta vez.

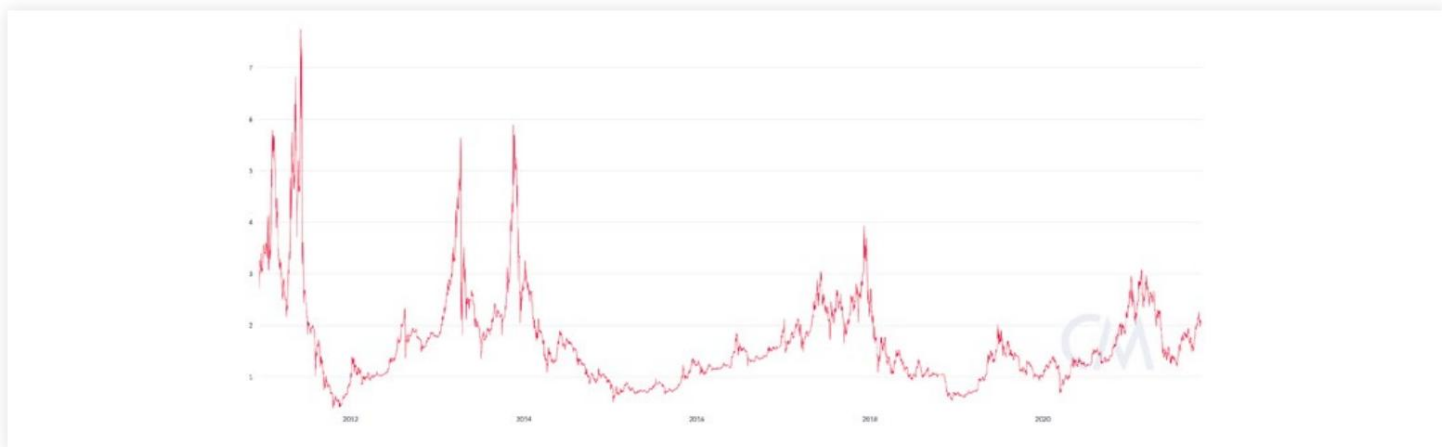
6. ¿Qué tan alto podemos volar?

El crack, [que todos sabemos que se avecina](#), podría ser más silenciado que los de ciclos anteriores, pero ¿qué hay del lado positivo restante? Incluso con los vientos de cola que acabamos de discutir, ¿no se siente un poco tippy? ¿Las capitalizaciones de mercado de \$ 30 mil millones de Shiba Inu, las [vallas publicitarias NFT de Times Square](#)?

Te diré qué señales principales estoy buscando, comenzando con bitcoin.

1) [Bitcoin](#): El rey no tiene rival real. (Explicaré por qué en el Capítulo 3.) Como un activo monetario sin ganancias, es un activo que tiene un precio frente a un valor, lo que significa que casi siempre se juzga sobre una base relativa a su primo analógico, el oro. ¡Pero también hay "elementos fundamentales" que vale la pena rastrear para bitcoin! El mejor bogey puede ser el [valor de mercado al valor realizado](#) métrica popularizada por [Coin Metrics](#). Esa es la relación entre la capitalización de mercado de bitcoin de "flotación libre" (monedas que se han movido en los últimos cinco años) y el "valor realizado", que suma el precio de mercado de cada bitcoin según el momento en que se movió por última vez en la cadena. La capitalización de mercado puede permanecer igual mientras se realizan picos de capitalización de mercado y viceversa. Una es una instantánea del precio de las acciones de bitcoin. La otra es una medida dinámica que también incluye el flujo en la ecuación.

Si no es un HODLer y no puede soportar los mercados bajistas de cuatro años, entonces cada vez que MVRV llega a 3 tiende a ser un buen momento para tomar ganancias. (Venda un riñón o un recién nacido para comprarlo cuando el MVRV caiga por debajo de 1). En las tres "burbujas dobles" anteriores, que en realidad solo puede ver usando una métrica como MVRV ya que las "burbujas" anteriores apenas se registran en un gráfico de precios, la cantidad del tiempo pasado por encima de 3 se ha vuelto progresivamente más corto. En 2011, MVRV se mantuvo por encima de 3 durante cuatro meses. En 2013, estuvo allí durante diez semanas. En 2017, tres semanas. A principios de este año, fueron tres días.



Fuente: [Métricas de monedas](#)



Si la historia se repitiera, ¿qué significa eso en términos de dólares? Alcanzar un MVRV de 3 nuevamente este año nos llevaría al rango de \$100,000-125,000. ¡Nada mal!

Si las cosas fueran completamente locas más allá de eso, el próximo objetivo para bitcoin sería la capitalización del mercado del oro. A los precios de hoy, la paridad con el oro nos daría un bitcoin de \$500,000. Por lo tanto, todavía puede haber una oportunidad de inversión de 10x allí, pero incluso ese caso lunar ofrece un techo relativamente bajo en comparación con los rendimientos históricos de bitcoin. (A menos, por supuesto, que el techo desaparezca por completo, lo que significa que las monedas fiduciarias han fallado y hemos predeterminado el precio de las cosas en bitcoin. 1 BTC = 1 BTC)

2) Ethereum: Ha habido muchas conversaciones "increíbles" de los mega-bulls de ETH recientemente. ¿Podría ETH superar a BTC en este ciclo? Improbable. No con los persistentes desafíos de escalamiento de Ethereum, sus competidores de Capa 1 y la disposición de las empresas de infraestructura y los desarrolladores de aplicaciones por igual para aceptar la probabilidad de un futuro multicadena. Sigo pensando que es más interesante considerar si las plataformas de Capa 1 *colectivamente* cambian bitcoin de la misma manera que los límites de mercado de FAMGA han superado a M1 (h/t Arthur Hayes [por la analogía](#)).

¿Qué tal en términos más generales? ¿Podría ETH superar a Microsoft, Apple o Google? Eso sería un 3-5x desde aquí. ¿Podría eclipsar a los cinco combinados? Eso sería un 15-20x, lo que parece una tarea difícil incluso si ETH al 5% de la capitalización de mercado de FAMGA parece barato.

3) Solana et al: La nueva "it girl" de las criptomonedas está buscando el puesto número 3 en la capitalización del mercado de las criptomonedas (\$ 60 mil millones). Pero, de nuevo, también lo son Polkadot (\$ 40 mil millones) y Avalanche (\$ 30 mil millones). Si la tesis de estos protocolos alternativos de Capa 1 es que son juegos beta más altos que ETH que afectarán el dominio de la cuota de mercado de Ethereum, entonces se verá obligado a preguntar: "¿Qué pasa con Terra (\$ 16 mil millones), Polygon (\$ 12 mil millones), ¿Algorand (\$11 mil millones) o Cosmos (\$7 mil millones)? Todos los intercambios de valor relativo se reducen a ganancias de desarrollo comercial (distribución de aplicaciones) y ganancias de reclutamiento (¿puede atraer a los desarrolladores para que construyan en cadenas de bloques que no son de Ethereum?). Todos los "asesinos de Ethereum" tienen el dinero para competir agresivamente, pero como inversionista, sus opciones son elegir ganadores o comprar la canasta (dominio corto de Ethereum Layer 1). De cualquier manera, estos activos se unen a ETH.

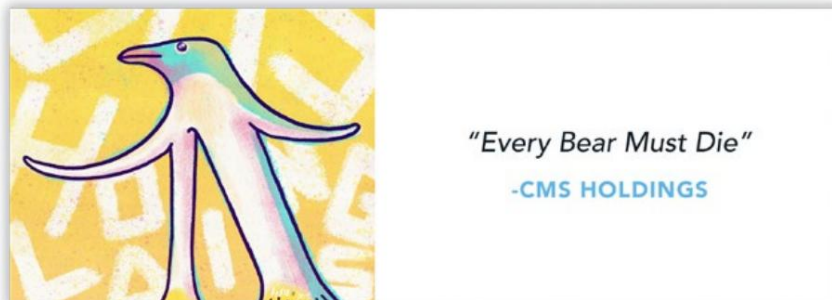
4) DeFi: DeFi largo, banqueros cortos, ¿jamirita!? A pesar de la monstruosa carrera de DeFi en 2020, DeFi cotiza a [menos del 1% de la capitalización de mercado de los bancos globales](#), lo que muestra cuánto potencial queda a largo plazo. Los precios se han estancado para algunos de los principales protocolos DeFi, pero si tiene la convicción de que los criptomercados de capital desplazarán a las instituciones centralizadas a un ritmo acelerado, puede ofrecer mejores oportunidades de riesgo-recompensa que en cualquier otra parte del mercado actual. Dicho esto, la competencia entre protocolos es feroz, se acerca el escrutinio regulatorio, las vulnerabilidades técnicas son generalizadas, los incumplimientos sistémicos podrían paralizar todo el mercado y las altas tarifas de gas están paralizando la economía de la unidad. Por muchas métricas (precio de ventas y [precio de ganancias](#)), DeFi sigue siendo convincente, pero las matemáticas solo funcionan para las ballenas en este momento.

5) NFT: Dado el hecho de que son... no fungibles y sin liquidez, puede ser difícil atribuir algún tipo de "capitalización de mercado" confiable al sector de NFT. DappRadar estimó una capitalización de mercado NFT de [\\$ 14 mil millones a principios de septiembre](#), un número que ha aumentado desde entonces. Dado el espacio de diseño que las NFT han abierto para toda la economía de usuarios de criptomonedas, el tamaño y el alcance a largo plazo de este segmento son aterradores. Meltem apunta a [LVMH \(\\$375B?\)](#), mientras que Su Zhu cree que veremos el [10% de las criptomonedas](#) (\$ 225B hoy) en capitalización de mercado NFT. No creo que estén equivocados, pero eso puede hablar más de la oportunidad para los creadores de NFT y los constructores de infraestructura que de la capacidad de inversión de la mayoría de los proyectos específicos de NFT. (Consulte el Capítulo 6.)



7. Sobrevivir al invierno

Si no lo sabías ahora, nos gustan las monedas. Nos gustan a largo y corto plazo, pero es el mediano plazo lo que puede atraparte. "¿Desde qué altura nos estrellamos?" Suena como un buen problema, pero hasta que hayas vivido un cripto invierno, en realidad no lo entiendes.



Muchos perderán la fe y no podrán soportar la trituración de almas de varios años más abajo que es un cripto invierno. "Guau, el gobierno podría regular esto para eliminarlo", "Es demasiado pronto para estos productos" y, por supuesto, "Te dije que esto era una burbuja" estarán entre los redobles de negatividad que puedes esperar escuchar. repetido por los críticos.

Además de comer grandes pérdidas en papel (o reales), verá que la gente tiene averías, se declara en bancarota debido al exceso de apalancamiento (o mala planificación fiscal), abandona proyectos que de otro modo serían prometedores, se vuelven desagradables, deprimidos o apáticos y, en general, pierden de vista el potencial a largo plazo de las criptomonedas. Para empeorar las cosas, el próximo mercado bajista será una pesadilla regulatoria, y no tendremos las vibraciones del mercado alcista para ayudarnos a defendernos contra toda la protección al consumidor, fraude y abuso, riesgo sistémico, ESG y actividad ilícita FUD que nuestros enemigos nos arrojarán. Al mismo tiempo, el rebaño criptográfico "de base" se reducirá porque es más difícil hacer la guerra cuando ha perdido el 90% de sus ahorros y necesita volver a encontrar un trabajo real.

Suena duro. es duro Pero tal vez no sea tan malo esta vez.

La primera orden del día después del colapso será volver a las secciones 1 a 6 y determinar si todavía cree que esas tesis son ciertas. ¿Se sigue desmoronando el mundo centralizado (1), web3 ofrece una apuesta optimista sobre el futuro (2), son los componentes básicos de la nueva frontera (puentes, DAO, NFT) todavía dignos de grandes inversiones durante la próxima fase de instalación (3), ¿será más fácil encontrar proyectos fundamentalmente sólidos en el próximo ciclo descendente? (4), ¿aún hay abundante capital disponible para financiar todo lo interesante? (5) y ¿todavía cree que se pueden alcanzar las marcas más altas en un 5- período de tiempo de 10 años (6)?

Si mantiene la confianza, póngase un casco, acepte el frío y preste atención a estos consejos de supervivencia para el invierno: reduzca el apalancamiento temprano, retire las obligaciones fiscales cuando incurra, pero por el amor de Dios, no intente cronometrar "la parte superior".

Sobre el apalancamiento: esto debería explicarse por sí mismo: si no es un comerciante profesional, su apalancamiento es simplemente una transferencia de efectivo para aquellos que lo son. Crypto es lo suficientemente volátil, con muchas ventajas restantes. No necesita probar su suerte aquí y hacer estallar todo su balance personal.

Sobre los impuestos: la mayoría de las personas entienden que no deben acumular deudas de tarjetas de crédito para comprar monedas para perros, pero también pasarán por alto el "apalancamiento" que adquieren al no planear, en diciembre, vender lo que deben para cubrir las obligaciones fiscales. Si comenzó el 1 de enero de 2021 con \$ 10,000, aumenta a \$ 100,000 negociados activamente para el 31 de diciembre, y luego se acumula a \$ 25,000 el 1 de enero de 2022, le debe al gobierno más dinero del que tiene. Gracias por jugar.

En pantalones cortos: por favor, no corto. Incluso si tiene razón, es probable que falle en cronometrar la parte superior y se explote. Cuando pierdas, todos celebrarán tu muerte y bailarán sobre tu tumba mientras se enriquecen.

Te pondrá triste. Incluso si ganas, nadie te querrá y perderás a largo plazo. Yo no hago las reglas. Solo aquí para ayudar.



Y una cosa más para los cazadores de cuchillos que caen, que piensan "vaya, esto será genial. No puedo esperar para comprar monedas con descuento en el próximo mercado bajista". Crypto siempre puede ir más bajo de lo que piensas, por más tiempo de lo que piensas, y lo hará. El intercambio de memes criptográficos y la reflexividad son una droga increíble. Cuando la música se detenga, verá la abstinencia dolorosa, y se necesita algo de tiempo para desintoxicarse.

Si eres un equipo joven que administra una tesorería o un balance de fichas por primera vez, haz lo que puedas para protegerte a ti y a tu equipo de las consecuencias nucleares de un accidente. Muchos equipos están siendo idiotas con sus tesorerías y se preparan para fracasar en su trabajo más importante como administradores de capital: "no jodan el dinero". ([Estas son las recomendaciones de seguridad de Messari](#)).

Si es un aspirante a empleado de Web3, nunca es una mala idea trabajar en la creación de productos indispensables en empresas fundacionales con grandes cofres de guerra.

La multitud de hacerse rico rápidamente se evaporará, pero los unicornios del próximo ciclo se construirán durante el estancamiento del invierno. Es sorprendente cuánto éxito en criptografía se reduce al poder de permanencia. "Todos lo lograremos" es un divertido meme del mercado alcista, pero es mucho más importante poder gritar "¡sobreviviremos!" cuando todo el mundo se ríe de ti, el mercado ha bajado un 80%, los competidores van a la quiebra y los clientes están fríos. Pregunte a los reclutadores sobre la pasarela de su empresa y el **efectivo** disponible antes de firmar. (La mayoría debería estar bastante bien en este punto).

El año pasado fue el momento de apostar todo por las criptomonedas en su balance. Sería más cauteloso aquí: solo pensando en 10 años y 10 horas.

8. Opciones públicas: Coinbase abre las compuertas

¿Superarán las monedas a las empresas que las respaldan?

Tan impresionante como ha sido el aumento de Coinbase a \$ 70 mil millones, apenas ha seguido el ritmo de bitcoin como inversión desde la Serie B de la compañía en 2013. No están solos. Otras infraestructuras criptográficas "blue chips" también han tenido problemas para seguir el ritmo de los activos públicos subyacentes. En términos de bitcoin, la firma de inversión decacorn Digital Currency Group es una [verdadera máquina incineradora de capital criptográfico](#), bajó ~80% en términos de BTC desde 2015. Los números se vuelven aún más feos si comparas las empresas con tokens de capa 1 como ETH.

Por otro lado, los tokens BNB de Binance se apreciaron a niveles históricos en cuatro años, en gran parte porque BNB incentivó a los nuevos usuarios a registrarse en la plataforma de intercambio a cambio de un reclamo de poder sobre ~20% del poder de ganancias de Binance*. BNB tiene una capitalización de mercado de más de \$ 90 mil millones, mientras que la compañía en general vale 3-4 veces eso.

Las OPI y los ETF de criptomonedas pueden ser más importantes para atraer instituciones y fortalecer la narrativa principal de las criptomonedas que para ayudar a los inversores minoristas a acceder a los rendimientos del espacio. Coinbase podría ser una [empresa de billones de dólares](#). El BITO ETF fue el ETF más rápido en acumular \$ 1 mil millones en capital de inversionistas. Agradable. Pero esas acciones públicas son como los diplomas universitarios de las criptomonedas. Pueden ser importantes para sus padres, pero no tanto para sus amigos, quienes pueden acceder a mejores vehículos nativos criptográficos (incluidos los intercambios e índices tokenizados).

La mejor parte de las nuevas acciones públicas (COIN y BITO) es el marketing gratuito y los conocimientos que obtienen los criptonativos de sus presentaciones. Con Coinbase, puede rastrear sus líneas no comerciales para tener una buena idea de qué servicios alojados son prometedores. [A SBF le gusta la información gratuita](#), también. [Con BITO y los ETF de futuros](#), obtenemos garantías de relaciones públicas de primer nivel con las que podemos abofetear sin descanso al presidente de la SEC, Gary Gensler, y exponerlo como un fraude.* Por lo tanto, tener stonks públicos tiene algunos beneficios, además de los tokens.

(*Ooh cariño, me estoy calentando. Lee el Capítulo 4 para obtener más información sobre [Goldman Gary](#), y el Capítulo 5 para obtener más información sobre estos productos ETF desmesurados).



9. Copia de comercio: WAGMI

A veces, no hay que pensar demasiado en las cosas.

El comercio de criptomonedas tiende a ser social y memético. Solo mire la rapidez con la que los comerciantes minoristas se involucran en nuevos proyectos respaldados por algunos de los inversores más exitosos de la industria. El capital también es muy fluido: se han ganado miles de millones de dólares este año persiguiendo las operaciones de "bola caliente de dinero", es decir, persiguiendo el impulso a medida que cambia de sector a sector, de activo a activo y de meme a meme.

El [papel de la empresa en cripto está cambiando](#), y recompensa a los constructores y seguidores rápidos. Debido a que los mercados son ineficientes y reflexivos, tiene sentido presionar a los ganadores y deshacerse de los perdedores. A medida que SOL se recuperó, más inversiones inundaron su ecosistema, el activo obtuvo más comparaciones con ETH, las nuevas aplicaciones atrajeron más rumores y el círculo virtuoso continuó. Esto es lo que alimentan los principales comerciantes, incluso si los escépticos piensan que estos patrones se parecen a [ponzis](#).

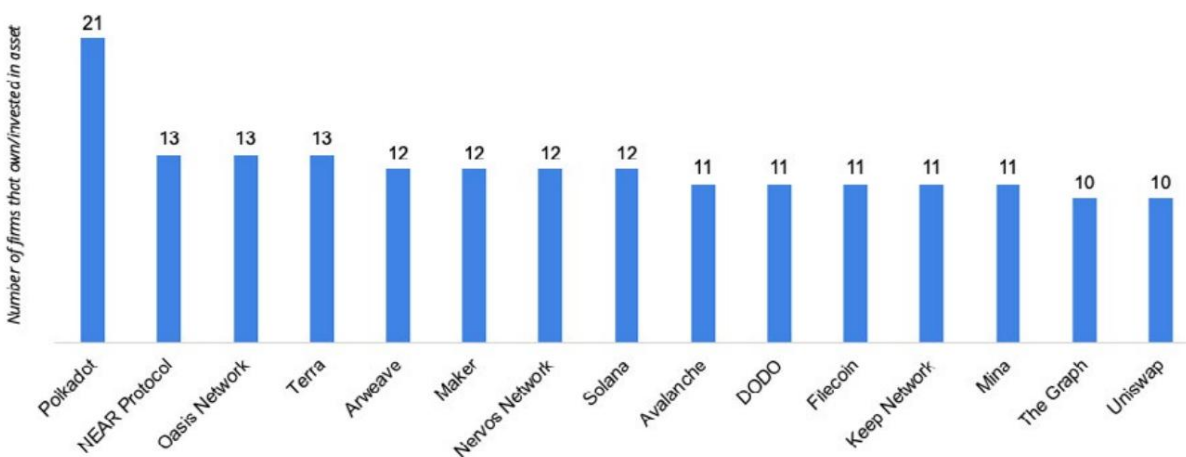
También hay ritmos en el mercado de las criptomonedas. Si BTC lidera, entonces la temporada alternativa probablemente esté a la vuelta de la esquina. Debido a que la gente ahora cree que esto es cierto (y porque tiene un sentido intuitivo diversificar la pila), la rotación ocurre incluso de manera más rápida y confiable en estos días. Literalmente hay un [camino hacia la temporada alta](#). guía, y [algunos argumentarían](#) que el impulso narrativo comercial en cripto realmente es tan simple como "BTC fuerte, ETH más fuerte, pequeña capitalización más fuerte".

Puede escuchar a FTX mientras explican cómo intercambiar [la burbuja de todo](#), o lea [algunos](#) de los inversores más prolíficos [actualizando sus tesis en tiempo real en twitter](#). O puede [mirar los 20 fondos principales](#) y comparar y contrastar lo que tienen y hacer crowdsourcing de su cartera.

MESSARI

The Most Commonly Held Asset By Crypto Funds in Q3'21 Is Polkadot

Top asset across Messari tracked crypto-focused venture and hedge fund portfolios (Q3'21)



Data as of: Nov 1, 2021
Source: Messari

Note: excludes Bitcoin and Ethereum

(Fuente: [Análisis de fondos Messari Pro Q3](#))



ENTERPRISE

Unlock the full potential of Messari with Enterprise.

We monitor **key sources and channels** for all of the top projects to give you the best insight.

Get **instant updates and analysis** of all major events, changes, or decisions around protocols.

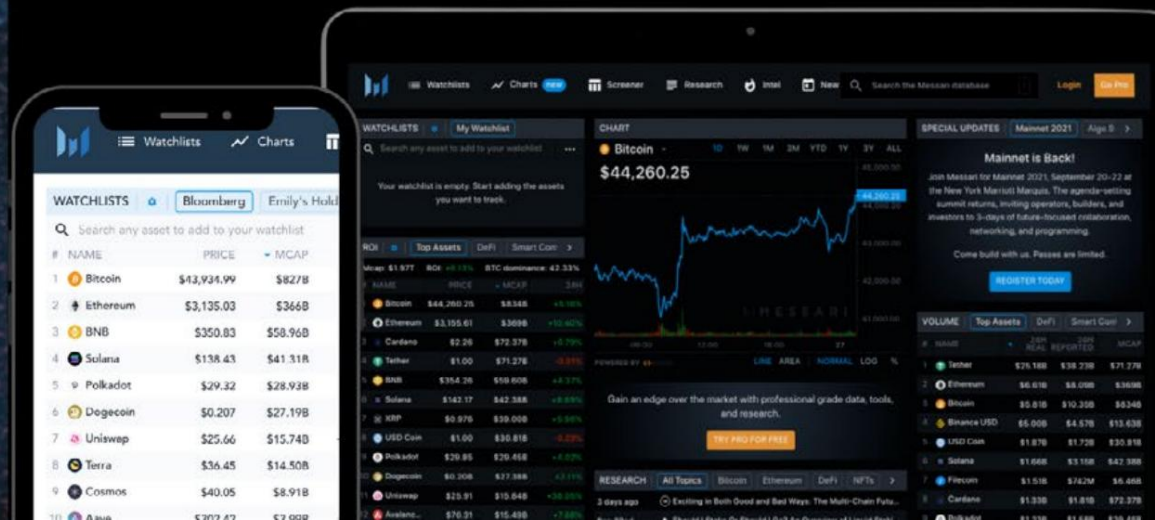
Messari Enterprise makes it seamless to receive **real-time updates on 150+ assets** directly into your slack workspace.

Sort and filter events using a detailed classification and prioritization system.

Visualize all covered events in **three different views**: calendar timeline, newsfeed, and downloadable database.

Learn more at
messari.io/enterprise,
Get **15% off** with
offer code **"theses_2022"**

**START YOUR 7-DAY
FREE TRIAL**



10. Copy-Trading: Nos gustan las monedas (divulgaciones, no consejos financieros)

Nuestro equipo de analistas divulga sus tenencias mensualmente. El equipo se está haciendo más grande, por lo que esta sección se está haciendo más larga, pero todos los analistas a continuación han descrito: 1) sus tenencias de cartera actuales de más del 5%, 2) las mejores selecciones de 2021 y cómo se han desempeñado (si corresponde), y 3) sus ideas de mayor convicción para 2022.

Este no es un consejo financiero, así que no nos demande por tratar de ser transparentes sobre posibles conflictos. Además, no acepte el consejo de cartera de un idiota de dos bits. El rendimiento pasado no es indicativo de los resultados futuros, bla, bla, bla...

LCT

Mayor ganador: LUNA +5,746% | El perdedor más grande: HORMIGA +52%

Sostiene: BTC, ETH, LUNA, PERP, RUNE, ZEC, TRIBE/FEI*, mar abierto*

*Tenencias ilíquidas que aumentaron significativamente en mi cartera ángel

Gustos: Lo que le guste al equipo .

Aidan

Mayor ganador: AXS (difícil de superar un retorno YTD de +23,621%) | Mayor perdedor: YAX -80 % (Aidan eligió al mayor ganador y al mayor perdedor del equipo)

Sostiene: AXS, BTC, ETH, RUNE, FTM, RGT, MKR, YFI, CUALQUIERA, MLN, renZEC

Me gusta: Protocolos de generación de ingresos (DeFi 1.0 Renaissance (Tener un techo en un mercado alcista pero un piso en un oso). ATOM. Plataformas de contrato inteligente monolíticas bajistas. RON> SLP difícil de apostar contra Sky Mavis pero difícil de ver que SLP perdure una vez que Ronin Las recompensas de LM se agotan.

perseguir

Sostiene: ETH, SOL, ALCX, HNT, OHM, TOKE, OCÉANO, RUNA

Me gusta: Ethereum para la descentralización, Solana para la prueba de la historia, TradFi (datos de alta frecuencia y CLOB), incorporación de usuarios marginales y SBF, protocolos de infraestructura (inalámbrico, liquidez, datos, etc.), préstamos sin liquidación, desarrolladores de DeFi giga-brain

polvo

Sostiene: ETH, SOL, RGT, AURY,

Me gusta: ecosistemas modulares + soluciones de escalamiento Eth (bajista el monolito). Como la infraestructura del metaverso (RON, por ejemplo), pero los juegos actuales son una mierda. Como computación en la nube descentralizada (RNDR, AKT, etc.). Le gustan los flujos de efectivo en cadena (superfluidos: conduce a préstamos con garantía insuficiente)

eric

Mayor ganador: RUNE +739% (solo uno sin coma, NGMI)

Mayor perdedor: CVP -22%

Retenciones: BTC, ETH

Me gusta: cualquier cosa que permita aplicaciones multcadena y L2, pero bajista en las valoraciones de la mayoría de los "asesinos de ETH"

Eshitá

Retiene: ETH, SOL, BTC

Me gusta: el cambio de aplicaciones a infraestructura para web3, NFT (almacenamiento de datos, casos de uso de DeFi, juegos + música), herramientas DAO, BTC <3

Jack

Mayor ganador: HNT +3,046%

El perdedor más grande:

Jack está en BD ahora, así que no lo incluiremos este año, pero merece el crédito en HNT.



alemán

Sostiene: BTC, ETH, SOL, OHM, CAKE

Me gusta: el resurgimiento de Ethereum después de la fusión y el cambio de L1 alternativos, protocolos de replanteo, más integración de TradFi con DeFi (garantía fuera de la cadena, formas de evitar la necesidad de sobrecolateralizar, tokenización de activos del mundo real, etc.) que trae adopción orgánica de regreso a DeFi en 2022, infraestructura web3, agregadores de GameFi e infraestructura de metaverso

Maartje

Retenciones: BTC, ETH, CRV

Me gusta: ETH, medios y entretenimiento como una categoría amplia debido al potencial de adopción masiva, la intersección de DeFi y TradFi, herramientas DAO, Crypto.com, DAO de propósito especial (los SPD serán una cosa)

Masón

Mayor ganador: otra elección inteligente de AXS con +23,621 %

Mayor perdedor: ANT +52 % (los DAO están tan de moda en este momento, DAO infra así que no)

Sostiene: BTC, ETH, ATOM, HNT, ÍNDICE

Me gusta: Modularidad, plataformas NFT (RARI, RARE), MVI, infraestructura Web3 (es decir, AR, GRT, AKT, LPT), POOL, monetización de creadores (por ejemplo, Mirror), NFT<>DeFi (por ejemplo, NFTX, Fractional.art), Cosmos Hubs (ATOM, OSMO), capas de disponibilidad de datos (Ceramic, Celestia), ZK Rollups, Coinbase y USDC, Metaverse Infrastructure, Governance Tooling e intercambios de puntos de fidelidad.

No le gusta: valoraciones masivas del mercado alcista, [menta delgada](#) [Galletas de niña exploradora](#)

Tomás

Sostiene: BTC, ETH, RUNE, LUNA

Me gusta: proyectos multcadena, metaverso y juegos (financiarización de la diversión con P2E), soluciones de escalado ETH (ZK tech en particular), blue chips de DeFi (dedos cruzados para 2022), tokens generadores de efectivo, participación líquida y equipos de desarrollo sólidos

Watkins

Mayor ganador: LUNA +5,746%

Mayor perdedor: CREMA -39%

Sostiene: ETH, LUNA, SOL, SYN, HNT, AR

Gustos: Dinero en efectivo (sé que es un cubo de hielo que se derrite).

Pero por lo demás Infraestructura multcadena (modularidad larga), Infraestructura Web 3 (La Web 3 antes de "Web 3"), tecnología ZK (todos los niños inteligentes están hablando de eso), Cosmos Ecosystem (¿finalmente es hora?), Protocolos descentralizados de monedas estables (prácticamente un permabull) e infraestructura DAO (difícil de jugar pero tendencia masiva). Finalmente, soy cautelosamente optimista sobre DeFi y creo que regresará en 2022 (espera, ¿DeFi 1.0 no está muerto?



wilson

Mayor ganador: HNT +3,046%

Mayor perdedor: BTC +92%

Capacidades: HNT, ETH, ATOM, OSMO, DOT, ACA/KAR y algo de [SOL-LUNA-AVAX](#)

Me gusta: L1 modulares que permiten capas de ejecución personalizables (con Solana como la cobertura más viable), infraestructura y herramientas multcadena: los héroes anónimos de la tesis modular (almacenamiento como Arweave, seguridad compartida y disponibilidad de datos como Celestia, indexador y protocolos de consulta de datos como The Graph y Covalent, mercados informáticos como Akash), protocolo de participación líquida para que pueda tener su pastel y rehipotecarlo también (Lido, Rocket Pool, Acala, Umee) y centros DeFi y el surgimiento de nuevos centros dentro del ecosistema Cosmos (Osmosis, Terra, Umee). Además, la tecnología Zero-Knowledge y sus iteraciones, como los paquetes ZK, revolucionarán la escalabilidad y la UX de las criptoconomías. StarkWare y ZKSync se roban legítimamente el espectáculo, pero estén atentos a proyectos como Aleo que pueden desbloquear nuevos tipos de aplicaciones habilitadas para criptografía.

Nuestro equipo de investigación ha crecido, por lo que no podemos enumerar a todos este año, pero nuestras existencias se actualizan mensualmente en [esta página](#).



#	ASSET	PRICE (USD)	REPORTED MARKETCAP	REAL VOLUME (24H)	CHANGE VS USD (30D)	CHANGE VS USD (90D)	CHANGE VS USD (1Y)	CHANGE VS USD (YTD)	SECTOR
1	Axie Infinity · AXS	\$140.60	\$8.64B	\$300M	+7.88%	+104.07%	+29619.43%	+23819.41%	Gaming
2	Terra · LUNA	\$37.91	\$15.30B	\$329M	-9.43%	+43.87%	+9291.22%	+5879.67%	Smart Contract Platforms
3	Hellum · HNT	\$42.62	\$4.37B	\$28.15M	+97.38%	+105.22%	+2504.65%	+3017.51%	IoT
4	Rocket Pool · RPL	\$47.25	\$486M	\$2.03M	+32.72%	+172.25%	+1244.83%	+2068.35%	Derivatives
5	Chiliz · CHZ	\$0.457	\$2.73B	\$252M	+31.69%	+23.89%	+3443.33%	+2033.16%	Misc
6	Audius · AUDIO	\$2.47	\$1.26B	\$191M	+6.12%	+4.17%	+1931.09%	+1483.66%	Content Creation and Distribution
7	Perpetual Protocol · PERP	\$14.38	\$994M	\$15.32M	-11.62%	-13.51%	+1189.02%	+1140.22%	Derivatives
8	Rarible · RARI	\$19.96	\$106M	\$1.21M	+0.61%	-38.61%	+837.93%	+891.15%	Tokenization
9	THORChain · RUNE	\$10.80	\$2.80B	\$91.58M	-21.46%	+14.42%	+1082.18%	+742.15%	Decentralized Exchanges
10	Ethereum · ETH	\$4,213.00	\$501B	\$5.04B	+0.45%	+37.02%	+600.50%	+480.18%	Smart Contract Platforms
11	Siacoin · SC	\$0.0192	\$949M	\$32.55M	+1.51%	-8.20%	+392.74%	+465.92%	File Storage
12	Kusama · KSM	\$324.90	\$2.78B	\$38.14M	-18.26%	+18.54%	+581.70%	+371.32%	Smart Contract Platforms
13	Polkadot · DOT	\$38.59	\$38.37B	\$541M	-12.43%	+63.03%	+580.28%	+370.15%	Smart Contract Platforms
14	Zcash · ZEC	\$254.40	\$3.37B	\$671M	+55.93%	+84.25%	+205.81%	+367.50%	Currencies
15	Uniswap · UNI	\$20.85	\$13.16B	\$83.63M	-21.40%	-17.63%	+415.26%	+342.96%	Decentralized Exchanges
16	Alpha Finance · ALPHA	\$0.873	\$391M	\$8.79M	-12.18%	-13.58%	+241.20%	+324.68%	Asset Management
17	Enzyme Finance · MLN	\$104.00	\$187M	\$2.84M	-25.73%	-17.41%	+237.90%	+298.02%	Asset Management
18	Wrapped Nexus Mutual · WNXM	\$81.61	\$137M	\$2.92M	+35.00%	+20.06%	+218.69%	+243.95%	Misc
Total: 28 assets			-\$1.67T	\$13.14B	-6.55%	+27.24%	+577.73%	+408.10%	

You can see the full portfolio from last year on [this screener](#).



10 personas para observar

1. WAGMI	23
2. Los grandes: Samani, CMS, Su Zhu	24
3. Emilie Choi, Coinbase	25
4. Devin Finzer, OpenSea	25
5. Dan Robinson y Dave White, Paradigma	26
6. Jeff Zirlin “El Jiho”, Axie Infinity	27
7. Jay Graber, BlueSky y Tess Rinearson, Twitter	27
8. Kristin Smith, Asociación Blockchain y Katie Haun, a16z	29
9. Comisionada Hester Peirce, SEC	31
10. Do Kwon, Laboratorios Terraform	32
11. Menciones de honor	33



1. WAGMI

En el pasado, he evitado la tentación de dar a "todos" un lugar en esta lista, porque se sentía como una escapada y la señal de un mercado superior. Lo que es diferente esta vez™ es el énfasis que estamos comenzando a ver en aprender, ganar y contribuir como un camino hacia la riqueza frente a la mera especulación pasiva.

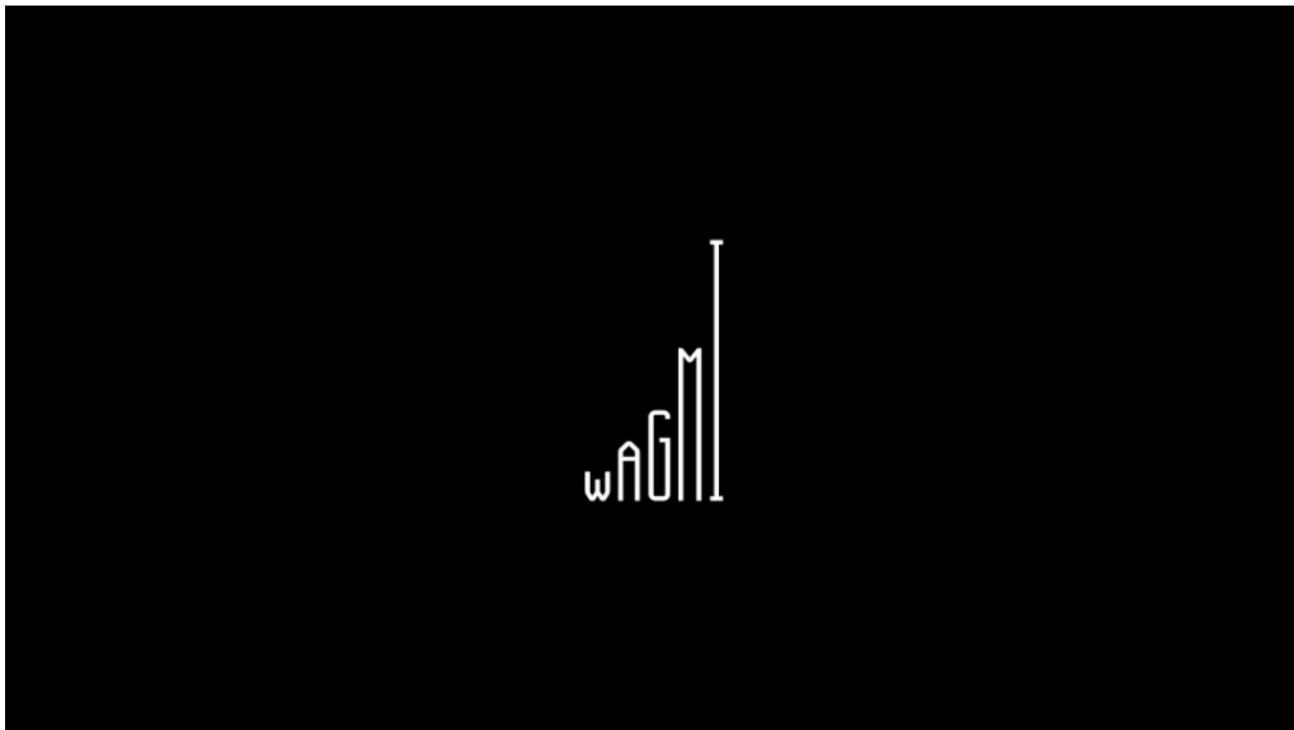
"Todos lo lograremos" es mi criptomeme favorito en años. Dice "todavía estamos temprano" sin parecer un detestable apostador de MLM. Es un giro memeable en la famosa broma de Balaji, "[ganar y ayudar a ganar](#)", que es un favorito personal. Y encarna más alineación de misión y altruismo que otro favorito criptográfico de Twitter, "Up Only". WAGMI encarna la transformación cultural de las criptomonedas de la multitud de "abajo el gobierno, muévase a una ciudadela" a la multitud de "arreglemos el futuro con mejor tecnología, incentivos alineados y otros constructores".

WAGMI lo incluye a usted, suponiendo que esté leyendo este informe con la mente abierta. ¡Bienvenidos!

Y si todavía es escéptico con respecto a las criptomonedas, no se preocupe. Simplemente no sea abiertamente hostil y de mente cerrada a su potencial. Los críticos de mala fe como Jamie Dimon son NGMI.

[Sin embargo, en serio, los pensamientos de Dimon sobre las criptomonedas a lo largo de los años han sido... consistentes y consistentemente erróneos. Lo llamó una "terrible reserva de valor" (2014), dijo que "no sobrevivirá" y "se detendrá" (2015), "no va a ninguna parte" (2016) y es "un fraude" (2017), dijo entrevistadores "Realmente no me importa una mierda" las criptomonedas (2018), luego lanzaron los pilotos de JPMCoin (2019), admitieron que "no es mi taza de té" (2020) y luego triplicaron su desdén este otoño diciendo "No tengo ningún interés en eso" que es "oro de los tontos" y "sin valor".

No seas como Jaime. Él es NGMI.]



(Hice clic con el botón derecho en guardar esto de Twitter. No es mío. Pero me gustaría citarlo correctamente si puede encontrarlo).



2. Los grandes: Samani, CMS, Su Zhu

Gran año para los grandes.

Sí, se ha creado mucha tecnología increíble y sí, hay fundadores increíbles que merecen grandes elogios (están cubiertos en otra parte de esta sección y en un informe más amplio), pero seamos honestos, fue, sobre todo, un año excepcional para ballenas. Específicamente, los grandes inversores que superaron intactos el mercado bajista de 2018 y vivieron para obtener algunas de las mayores ganancias de 2021.

Multicoin Capital de Kyle Samani tuvo un año histórico, según los estándares criptográficos y los estándares de capital de riesgo, punto, con apuestas ganadoras de miles de millones de dólares en una variedad de segmentos criptográficos. The Graph, Helium, Arweave, Solana alcanzaron el estado de red de mil millones de dólares este año, y el rumor es que Multicoin eclipsó \$ 10 mil millones en AUM en el proceso. Los inversores minoristas siguen las manos calientes de las criptomonedas, y nadie ha estado más acertado con las inversiones iniciales que Multicoin. Ellos "hablan de su libro" a través de sus [memorandos de inversión pública](#), pero he aprendido mucho de ellos, incluso cuando he estado en [el lado equivocado de la tesis](#) (maldito zcash).

En el otro lado del mundo, otro gigante se cierne, Three Arrows Capital de Su Zhu ha acumulado uno de los fondos más grandes de Asia y cuenta con una de las carteras de mayor rendimiento por derecho propio. También fueron uno de los mayores apostadores en el [comercio de Grayscale Trust](#) en 2020, recortando las primas de dos dígitos al valor de los activos netos durante la mayor parte del año a escala masiva. Sus participaciones en Solana, Avalanche y Polkadot se han disparado, y Su Zhu no tiene problemas para [cambiar de lealtad](#). [llamándolo como él lo ve](#), y pateando el nido de avispas.

Luego está CMS Holdings. Nadie en criptografía se divierte más que los pingüinos, y tienden a ir a lo grande con... todo. CMS popularizó la "bola caliente de dinero" meme a principios de año. [Envío \\$ 5,000 en galletas Girl Scout](#) a uno de nuestros analistas. [Se burla implacablemente de los osos y los comerciantes de papel](#). Compró [un cubo de 7](#)". [Le paga a la gente para que lleve la mierda de Twitter a los debates en vivo](#). [Se rumorea que incluso hizo una oferta por un dinosaurio](#). (Si es cierto, esa puede haber sido su única operación perdida del año). CMS y el equipo también pueden ser los comerciantes más rápidos y los inversores más receptivos en criptografía, un buen subproducto de no tener que administrar el dinero de otras personas. Que todos se diviertan tanto en el nuevo año como lo ha hecho CMS todos los días.



Kyle Samani:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



Su Zhu:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



Participaciones de CMS:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



3. Émilie Choi, base de monedas



Emilie Choi:
[Ver este NFT en OpenSea](#)

Una de las cosas que encuentro más destacables de Coinbase es lo resistentes que han sido en medio de la rotación casi total de su equipo de liderazgo en los últimos años. Aparte de Brian Armstrong, casi nadie de los primeros días queda en el personal. Fred Ehrsam permanece en el directorio, pero su atención está en escalar el fondo de riesgo, Paradigm. Muchos otros empleados de la "Mafia de Coinbase" han comenzado nuevas empresas o fondos de riesgo.

Yo diría que las dos personas además de Brian que han sido más responsables del éxito continuo de la empresa han sido el ex director de tecnología Balaji Srinivasan (quien, a pesar de su breve mandato de un año, ayudó a dirigir la empresa en la dirección estratégica correcta de activos múltiples, como 50 El % de los ingresos de Coinbase ahora proviene del comercio de pares más allá de BTC y ETH) y Emilie Choi, cuyas habilidades de BD / M&A la catapultaron rápidamente al puesto de presidenta y directora de operaciones de la empresa.

La historia de fondo detrás de Coinbase Ventures es [bastante notable](#): sin empleados a tiempo completo, nacido un día después de que Emilie le presentara la idea a Armstrong, ahora uno de los inversores más activos en criptografía, etc. Pero son las fusiones y adquisiciones corporativas a gran escala que ha realizado la empresa lo que ha sido aún más impresionante. La adquisición de Earn.com por parte de la compañía se consideró en gran medida [como una adquisición de \\$ 100 millones](#). de Balaji como CTO. Pero Earn ahora ha obtenido ~ \$ 43 millones en ingresos (margen alto) en los primeros nueve meses de este año. Bison Trails, que la compañía ve como una apuesta potencial a nivel de AWS en la infraestructura de cadena de bloques alojada, ahora impulsa el producto Coinbase Cloud y sus \$ 325 millones en ingresos de apuestas de tasa de ejecución. La compra de \$55 millones de Xapo por parte de la compañía en 2019 atrapó a Grayscale como cliente y duplicó los activos de Coinbase bajo custodia. Los ingresos de custodia ahora son de \$ 120 millones anualizados.

Los ingresos por transacciones del intercambio principal seguirán siendo el motor del negocio en el futuro previsible, pero el posicionamiento regulatorio y de distribución de Coinbase significa que también pueden realizar otras compras acumulativas importantes en el nuevo año. Algunos, como [Neutrino](#) (tecnología de cumplimiento) y [Agara](#) (aprendizaje automático para el servicio de atención al cliente) podría mejorar el back office, pero espero que las ofertas más grandes abran nuevas líneas de ingresos, como una "Plaid for crypto" (Zabo) o Licencias de Datos Institucionales ([Skew](#)).

La estrategia de crecimiento inorgánico no es exclusiva de Coinbase. Pero las primeras victorias con Emilie son impresionantes. Algo que las startups deben tener en cuenta como una oportunidad y una amenaza.

4. Devin Finzer, Mar abierto

Como uno de [los primeros inversionistas](#) afortunados en la empresa (#humblebrag), puedo decirles que nunca antes había visto un perfil financiero que se parezca al de OpenSea. El mercado de NFT dominante en el mundo está acumulando efectivo a manos llenas en medio de la euforia de NFT, aunque se acerca la competencia. Coinbase tiene 3 millones de usuarios en una lista de espera para su plataforma NFT que se lanzará próximamente (cuatro veces los [usuarios históricos agregados de OpenSea](#)). FTX implementó una plataforma para NFT basados en Solana. Gemini ya tiene [Nifty Gateway](#). Otros intercambios seguirán casi universalmente su ejemplo con productos propios. Luego están los competidores tokenizados de código abierto que están al acecho, como [Infinity](#), y el [proyecto Andre Cronje basado en Fantom](#), Artión.



Devin Finzer:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



Dado que ya estoy al tanto de una pequeña cantidad de información privada, no especularé sobre cómo será el próximo año, ya que no me gustaría que las "suposiciones" precisas se vean como dentro del béisbol después del hecho. Pero al menos proporcionaré algunos pensamientos sobre la trayectoria actual de la empresa y el futuro de los mercados de NFT en un nivel más conceptual más adelante en el Capítulo 6.

Por ahora, solo diré cuán impresionante ha sido OpenSea escalando a través del caos. Mantener el sitio funcionando en medio del crecimiento exponencial del mercado final mes tras mes, los [errores ocasionales](#), y el aumento de los [precios del gas Ethereum](#). Una [desafortunada controversia de empleados sobre voltear NFT que la compañía estaba seleccionando](#) para su página de inicio. El tamborileo que distrae de los anuncios de nuevos competidores. Devin y el equipo siguieron adelante, aparentemente imperturbables.

Creo que OpenSea podría llegar a ser una empresa (o red) de 100.000 millones de dólares con el tiempo, y sus críticos subestiman su ventaja inicial (observé lo mismo que sucedió con Coinbase). Difícilmente soy un crítico imparcial, pero históricamente ha sido un movimiento fallido apostar contra líderes de categoría con grandes equipos, y eso es OpenSea en pocas palabras.

(Vea los dos podcasts Bankless de Devin de [marzo](#) y [octubre](#) para tener una idea de la progresión de OpenSea. Y, por supuesto, ¡oferta por los NFT en este informe!)



Daniel Robinson:
[Ver este NFT en OpenSea](#)

5. Dan Robinson y david blanco, Paradigma

Más inversores?!? ¡Vamos!

Bueno, sí y no. El año pasado, presenté al hacker de sombrero blanco samczsun de Paradigm en nuestro top 10, y tuvo otro año excepcional salvando a los usuarios de DeFi de [hacks de nueve cifras](#), incluso cuando esas hazañas les sucedieron a [los competidores directos](#). (samczsun ahora se encuentra en la cima de la tabla de [clasificación de recompensas de la Fundación Ethereum](#)). No es el típico médico de cabecera.

Aplicaría el mismo filtro a las nominaciones de Paradigm este año, dado lo prolíficos que han sido en la producción de investigación económica simbólica para algunas primitivas financieras importantes en DeFi y NFT.

El creador de [mercado automatizado](#) Uniswap v3 (sobre la que entraremos en más detalles en el Capítulo 7), fue engendrada en gran medida por Dan Robinson de Paradigm. Cosas como [Floor Perps](#) (sintéticos que permiten a los tenedores de NFT pedir prestado contra activos), y [RICKs & Mortys](#) (primitivas de fraccionamiento de NFT) tienen como objetivo abordar los desafíos de falta de liquidez en los mercados de NFT. [Autores del poder](#) (exposición similar a opciones líquidas sin necesidad de huelgas o vencimientos), [TWAMM](#) (grandes pedidos de AMM repartidos a lo largo del tiempo) y [Everlasting Options](#) (coescrito con Sam Bankman Fried de FTX) podría atraer inversores más grandes y sofisticados a los mercados de DeFi. Los últimos seis fueron escritos o coescritos por Dave White, quien se unió en enero. El útil resultado de la investigación del equipo de Paradigm es bastante loco en realidad. Y eso es solo lo que sabemos hasta ahora. Tengo muchas ganas de ver lo que tienen bajo la manga para 2022.



david blanco:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



6. Jeff Zirlin “El Jiho”, axie infinito

Jiho reescribió el libro de jugadas sobre la construcción de comunidades criptográficas el año pasado. ¿La misión? Conquista el mundo de los juegos. ¿El arma secreta?

Un caballo de Troya sin pretensiones similar a Pokémon de un juego de cartas NFT, que catapultaría a Axie Infinity a la cima del reino criptográfico.

Como jefe de crecimiento y comunidad en Sky Mavis, el estudio de juegos detrás de Axie, Jeff descubrió y cultivó una nueva audiencia sin explotar para el juego de jugar para ganar de Axie, en Filipinas. Todos los días, miles de personas juegan Axie por diversión y como un subsidio de ingresos. Filipinas ahora alberga el 40% de toda la base de usuarios de Axie, y Sky Mavis eclipsó recientemente a 1 millón de usuarios activos diarios. Los evangelistas de Axie no son escasos, ya que el token nativo AXS (cuyo diseño fue encabezado por Jeff) arrojó un 125 000 % el año pasado (no es un error tipográfico: 1250x), pero algunos fanáticos insisten en que Axie puede terminar siendo solo una nota al pie en el juego largo que están jugando Jiho y su equipo.



Jeff Zirlin:
[Ver este NFT en OpenSea](#)

Axie Infinity en sí era un mecanismo de arranque para el intercambio Ronin de Sky Mavis, una cadena lateral vinculada a Ethereum diseñada para facilitar transacciones económicas y amigables para los jugadores. Ronin ha generado mil millones de dólares en ingresos desde mayo, posee más de \$9 mil millones en activos y es la segunda cadena de bloques más grande por ventas secundarias de NFT. Sky Mavis es uno de los estudios de juegos de más rápido crecimiento en la historia y recientemente obtuvo una Serie B de \$ 152 millones liderada por a16z. La empresa dio los toques finales al jardín amurallado que erigió con Ronin y luego lanzó un token (\$RON) e intercambio descentralizado (Katana) este otoño. Ahora están posicionados para lanzar un estudio completamente nuevo de juegos y aplicaciones orientados a web3 para fanáticos hambrientos (y ricos).

El éxito de Axie ha catapultado a un género completamente nuevo (juegos criptográficos) y un subgénero (jugar para ganar juegos) a la relevancia, con alrededor de \$ 1.4 mil millones en fondos que inundan proyectos relacionados con NFT solo en el tercer trimestre. Mientras tanto, Ronin se ha convertido en uno de los casos de estudio para el escalado modular en criptografía. No está mal para un producto creado bajo la apariencia de un juego de cartas de dibujos animados esponjosos.



Jay Graber,
[Ver este NFT en OpenSea](#)

7. Jay Graber, Bluesky y Tess Rinearson, Twitter

Si alguna gran empresa de tecnología se revoluciona de una manera significativa con la tecnología Web3, probablemente será la empresa de redes sociales dirigida por el fundador y poco monetizada con el respaldo criptográfico más reflexivo.

Hablo, por supuesto, de Meta. (¡Bola curva!)

Cuando comencé a escribir esta sección, esperaba una revisión de 30 minutos y una entrada rápida sobre Jay Graber [tomando el control de Bluesky de Twitter](#). iniciativa este verano. "Jay descentraliza Twitter" con un avatar de sinsajo fue mi marcador de posición y el sesgo inicial. Cuando comencé a profundizar en Bluesky, lo que encontré fue un poco diferente. Ha habido relativamente poco movimiento dentro de la "comunidad" de Bluesky hasta ahora (¡compare su Github/Gitlab con el de [Diem!](#)), lo que me hizo preguntarme si Twitter era _____



serio en sus esfuerzos por interrumpirse a sí mismo y desbloquear su trampa de datos de usuario. Jay es increíble, pero ¿Bluesky es real o es una caja de arena poco profunda?

Quizás el juego de "medios descentralizados de pila completa" no era un objetivo final apropiado a corto plazo para Twitter dadas las limitaciones de rendimiento actuales de las criptomonedas. Probablemente fue prematuro mantener esa expectativa en un proyecto de etapa tan temprana como Bluesky. En cambio, el proyecto parece centrarse primero en conectar datos entre *otras* plataformas descentralizadas como Mastodon, IPFS, Audius, etc.

Eso es interesante. Y es una parte importante del trabajo fundamental para la web descentralizada. No es tan disruptivo para Twitter como pensé al principio. Aún.

No parece que Amazon se enfrente a ninguna amenaza significativa de Web3 en este momento (quizás AWS a largo plazo). La búsqueda de Google y Microsoft Office pueden tener muros inexpugnables. Apple sigue siendo dominante en el hardware ante todo. En teoría, YouTube podría incorporar componentes Web3, pero eso parece poco probable, ya que ya dividen los ingresos con los creadores (tacaños).

Por otro lado, Facebook Meta es diferente. Su cambio de marca no es solo un abrazo de un futuro Web3, es un vuelo a un terreno más alto, nacido de la necesidad política. Supervivencia incluso. ¿Veremos a Libra Diem Novi integrado de manera significativa en los productos Meta's Messenger y Whatsapp de Facebook? (Lo están intentando). ¿Veremos NFT integrados en Instagram u Oculus? (Lo más probable, si \$ 10 mil millones / año es el número real al que apuntan para las inversiones en el metaverso). ¿La aplicación azul de Facebook abrirá su backend y comenzará a permitir que sus usuarios licencien sus datos directamente a terceros? (¡Tal vez! Si las otras apuestas funcionan.) ¿Podría ser el plan de juego Meta Meta monetizar primero las redes poco monetizadas de la plataforma y allanar el camino para lo imposible: la autodisrupción del negocio actual impulsado por publicidad de Facebook?

No soy un apologista de Mark Zuckerberg. Simplemente creo que la necesidad es la madre de la invención, el rendimiento pasado es un buen predictor del éxito futuro, y nadie más en la gran tecnología tiene todos los ingredientes para ir tras Web3 como parte de su modelo de negocio principal. son las vacaciones Dale a Mark la oportunidad de organizar un regreso al estilo Grinch.

Soy tibio en cuanto a la aceptación real de Twitter de las tecnologías descentralizadas (fuera de la obsesión de Bitcoin de Jack). Pero, de nuevo, todo se reduce a Jay y al equipo de BlueSky. Espero que nos sorprendan.

(ACTUALIZACIÓN: ¡Sorpréndanos, lo hicieron! Cuando escribí esto hace unas semanas, la contratación de Tess Rinearson aún no se había anunciado como [jefa de ingeniería en Twitter Crypto](#). Eso llamó mi atención. Estoy mucho más entusiasmado con BlueSky/Twitter en 2022, ahora que hay dos equipos relacionados, uno de los cuales es un equipo interno dedicado que reporta al CTO.

ACTUALIZACIÓN ACTUALIZACIÓN: ¡Jack acaba de renunciar! Las compuertas que no son de bitcoin están abiertas: mire a Jay y Tess de cerca).



Tess Rinearson:
[Ver este NFT en OpenSea](#)



Cristina Smith:
Ver este NFT en OpenSea

8. Cristina Smith, La Asociación Blockchain y Katie Haun, a16z

Tengo una importante sección de política en el expediente este año por una razón. Con tres años restantes en la Administración Biden y la aprobación exitosa del Proyecto de Ley de Infraestructura de \$ 1.2 billones (y sus desastrosas disposiciones criptográficas), hay mucho en juego para los líderes políticos de nuestra industria. Tampoco es una tarea fácil, dado lo [pequeños que son sus rangos actuales](#).

Eso convierte a Kristin Smith y Katie Haun en jugadores críticos en el nuevo año.

Kristin dirige la asociación comercial dedicada más grande de la industria, la [Asociación Blockchain](#). Es [considerado como el más creíble](#) . esfuerzo de miembros corporativos en DC, y el equipo de Kristin fue una de las fuerzas impulsoras detrás del furioso 11.º

Negociaciones de una hora para modificar el lenguaje de los corredores

de criptomonedas durante los debates en la sala este verano. Si bien el esfuerzo fracasó (apenas), la lucha ayudó a BA a agregar importantes recursos financieros y profundidad de talento. Las cuotas de membresía se triplicaron y agregó personal de tiempo completo, como el ex asesor general de Compound, [Jake Chervinsky](#). y [el nuevo líder de Asuntos Gubernamentales Dave Grimaldi](#) este otoño.

Sin embargo, el problema con las coaliciones es el tiempo y la energía que se necesita para manejar las diversas personalidades. Por ejemplo, BA cuenta con Ripple como miembro, lo que crea dolores de cabeza. Su incorporación de Binance US como miembro en 2020 irritó a Coinbase a tal

grado en que este último [abandonó el apoyo](#) y desde entonces ha optado por impulsar su propia agenda política y respaldar a otra organización, [el Crypto Council for Innovation](#), con [Ribbit](#), [Square](#), [Paradigm](#) y otros.

Sin embargo, lo último que escuché es que CCI aún no ha contratado a un director ejecutivo, por lo que la coalición tiene muchos meses de construcción de infraestructura por delante antes de que pueda acercarse a la paridad con BA.

Eso nos lleva a Katie Haun y al [equipo de políticas que ha reunido](#). en [a16z](#). [El exfiscal federal](#), miembro de la junta de Coinbase y ahora socio general del gigantesco fondo criptográfico de a16z ha contratado como asesores a un exasesor de Hillary Clinton y Biden, un exespecialista en criptografía del Tesoro y excomisionados de la SEC y la CFTC.

a16z tiene un megáfono [con un alcance tremendo](#), y su trabajo político hasta ahora ha sido rápido. El [centro de políticas web3](#) que dieron a conocer [recientemente](#) tiene buenos materiales de partida para los formuladores de políticas, sobre todo una plataforma que explica por qué las criptomonedas deberían ser una prioridad política para los legisladores, qué propuestas legislativas específicas (¡y lenguaje de trabajo!) podrían formar la columna vertebral de las nuevas leyes de criptomonedas que abordan la política central preocupaciones sin paralizar la industria, y cómo los empleados pueden educarse y ponerse al día con las criptomonedas.

Necesitamos unidad y velocidad en este momento. Los enfoques BA y a16z nos dan un buen golpe de 1-2 de cara al nuevo año.



Katie Haun:
Ver este NFT en OpenSea



ENTERPRISE

Unlock the full potential of Messari with Enterprise

We monitor key sources and channels for all of the top projects to give you the best insight.

Get instant updates and analysis of all major events, changes, or decisions around protocols.

Messari Enterprise makes it seamless to receive real-time updates on 150+ assets directly into your slack workspace.

Sort and filter events using a detailed classification and prioritization system.

Visualize all covered events in three different views: calendar timeline, newsfeed, and downloadable database.

Our coverage includes network updates, token listing, attacks and vulnerabilities, governance proposals, technical upgrades, and much more.

RECEIVE 15% OFF WITH
OFFER CODE "theses_2022"

LEARN MORE AT
messari.io/enterprise

9. Comisionada **Hester Peirce**, SEGUNDO

"Crypto Mom" puede haber sido un apodo adecuado para Peirce durante el mandato del presidente Jay Clayton. En estos días, se parece más a Lord Commander of Crypto's Night's Watch.

En la era de Clayton, la SEC difícilmente era un modelo de política criptográfica a favor del crecimiento, pero al menos la Comisión evitó perseguir activamente una sobrerregulación sistémica y dañina de los mercados que aún no entendían. Hoy, Winter is Coming, y Peirce es la última línea de defensa contra el caminante blanco sin alma y resistente a la melanina que es el presidente Gensler, un hombre cuya misión en la vida es convertirse en Secretario del Tesoro, por cualquier medio necesario, incluso si eso significa paralizar una industria emergente que [hace retroceder a la tecnología estadounidense](#) por una década. (Todavía estoy calentando. Más en el Capítulo 4).



Hester Peirce:
[Ver este NFT en OpenSea](#)

Peirce [criticó la acción de aplicación de la SEC](#) contra Poloniex, por su falta de claridad. Ha sido una voz de la disidencia que aboga por los ETF de criptomonedas al contado desde 2018. Ha hablado [abiertamente sobre mejorar acceso a inversiones para no millonarios](#), reconociendo que [los mercados privados](#) es donde ha estado todo el crecimiento en los mercados estadounidenses durante años. Lo ha hecho al mismo tiempo que se mantiene fiel al mandato de protección de los inversores de la SEC, abogando por una [modernización de las reglas de informes](#), y una "playa" [reglamentaria \(con socorristas\) frente a un arenero reglamentario](#) (tratar a los adultos como niños).

La voz de Peirce ha sido una fuente bienvenida de autoconciencia, competencia y moderación que emana de DC.

Es la voz de alguien que ha hecho su tarea y trabaja para encontrar soluciones frente a restricciones radicales contra cualquier cosa que parezca nueva y útil. [Peirce:](#)

"Cuando se enfrentan a nuevas tecnologías, nuevos productos y nuevas formas de hacer las cosas, la tendencia del regulador es decir no en lugar de sí, decir detenerse en lugar de continuar, ver peligro en lugar de posibilidad... El enfoque de la SEC es apropiado en la protección de los inversores, en particular la protección de los inversores minoristas y la integridad del mercado... [pero] la oportunidad de los inversores también es importante. Por oportunidad para el inversor, me refiero a la posibilidad de que los inversores prueben nuevos productos y servicios, incluyan en sus carteras nuevos tipos de activos, utilicen las últimas tecnologías, participen en nuevas oportunidades, experimenten y aprendan de la inversión. éxitos y fracasos... Los inversionistas quieren protección contra el fraude y fácil acceso a divulgaciones sólidas, pero también quieren poder interactuar con sus firmas financieras utilizando las últimas tecnologías, tener acceso a la gama completa de opciones de inversión y tomar hacerse cargo de su futuro financiero gastando el dinero que tanto les costó ganar como mejor les parezca. En ocasiones, los inversores pueden estar dispuestos a asumir más riesgos de los que el regulador considera prudentes. Una respuesta regulatoria saludable resistiría la tentación de anular las decisiones de los inversores y, en cambio, involucrar y educar a los inversores utilizando las mismas tecnologías a través de las cuales están invirtiendo".

Sí por favor. ¡Más de esto!

Los inversores en criptomonedas notan [y aprecian una política bien pensada](#). Los criptoempresarios [también lo notan](#). A los abogados criptográficos les gusta cuando los líderes políticos proponen [soluciones legales viables](#).

¡Queremos más de esto!



en [un chelín simbólico](#), “Promocionar valores sin revelar el hecho de que le están pagando y cuánto, viola [la ley]... sin embargo, estamos decepcionados de que el acuerdo de la Comisión... no explicó qué activos digitales promocionados eran valores, una omisión que es sintomático de nuestra renuencia a brindar orientación adicional sobre cómo determinar si un token se vende como parte de una oferta de valores o qué tokens son valores”.

¡Más de esto!

Sobre las acciones de aplicación de “registro solamente”: “Las infracciones de registro, incluso por sí solas, son graves, y nuestras acciones de ejecución pueden servir para disuadir dichas infracciones y proteger a los inversores perjudicados. Sin embargo, debemos esforzarnos por evitar acciones y sanciones coercitivas que debilitan la innovación y reprimen el crecimiento económico que trae consigo... Los empresarios pueden verse obligados a elegir entre opciones desagradables: gastar su capital limitado en costosas consultas legales y cumplimiento o renunciar a su búsqueda de innovación por temor a ser objeto de una acción de ejecución. Un puerto seguro regulatorio podría resolver este desafortunado dilema”.

¡Más de esto!

Sobre el paternalismo: “No somos un regulador de méritos, por lo que no deberíamos estar en el negocio de decidir si algo es bueno o malo. Un inversor está pensando en toda su cartera y, a veces, estamos pensando en términos únicos de un producto en particular por sí solo. Olvidamos que la gente está creando carteras”.

La mayoría de los criptoprofesionales dan la bienvenida a una regulación cuidadosa, siempre que creamos que se aplicará de manera justa y consistente, que sea técnicamente factible y que no viole la Constitución.

Peirce está empezando a ganarse a [los políticos de mente abierta](#) porque sus posiciones son claras, consistentes y orientadas a las soluciones frente a la jurisdicción. La queremos y la necesitamos defendiendo el muro.



Hacer Kwon:
[Ver este NFT en OpenSea](#)

10. Haz Kwon, Laboratorios Terraform

Al momento de escribir esta sección (8 de noviembre), sabía que quería destacar al “caballo más rápido” del año en la carrera competitiva “Capa 1”. Ethereum se recuperó casi 10 veces en el año, lo cual no es nada despreciable, pero la verdadera historia de 2021 fue la congestión del espacio de bloques de Ethereum, las altas tarifas y la posterior explosión de sus competidores de Capa 1. Avalanche aumenta 25 veces año tras año, Solana y Polygon 110x, Fantom 160x. Pero es Terra la que ha reinado supremamente, con un asombroso [retorno de 170x](#).



ASSET	PRICE (USD)	REPORTED MARKETCAP	1H (USD)	24H (USD)	24H (BTC)	24H (ETH)	7D (USD)	30D (USD)	90D (USD)	1Y (USD)
 Ethereum · ETH	\$4,761.33	\$559B	+0.31%	+3.21%	-2.34%	0.00%	+10.29%	+33.33%	+51.79%	+948.79%
 Solana · SOL	\$250.63	\$75.76B	+2.25%	-0.25%	-5.62%	-3.29%	+21.51%	+58.05%	+509.64%	+11377.98%
 Polkadot · DOT	\$53.14	\$52.50B	+0.37%	+1.40%	-4.05%	-2.89%	+6.27%	+46.25%	+157.85%	+1114.97%
 Terra · LUNA	\$52.09	\$20.84B	+0.61%	+2.41%	-3.10%	-1.45%	+18.28%	+22.72%	+212.18%	+17067.33%
 Avalanche · AVAX	\$93.09	\$20.59B	-2.38%	+9.25%	+3.38%	+4.50%	+44.22%	+54.56%	+470.27%	+2599.09%
 Polygon · MATIC	\$1.89	\$12.87B	-0.12%	-0.38%	-5.74%	-4.22%	-0.79%	+39.69%	+63.25%	+11945.59%
 Algorand · ALGO	\$1.97	\$12.26B	-0.51%	+6.03%	+0.33%	+2.66%	+7.98%	+4.57%	+124.30%	+642.78%
 Cosmos · ATOM	\$36.16	\$8.10B	-0.94%	+0.80%	-4.62%	-3.13%	-2.37%	+3.57%	+158.23%	+657.42%
 Fantom · FTM	\$3.08	\$7.84B	-1.74%	+9.84%	+3.93%	+6.15%	+14.76%	+43.59%	+945.78%	+15932.94%
 NEAR Protocol · NEAR	\$10.44	\$5.58B	-0.23%	+0.84%	-4.58%	-3.01%	+3.46%	+30.60%	+267.42%	+1185.29%

También incluyo Do aquí por algunas otras razones: 1) Terra es una de las mayores inversiones en criptografía en Asia, y es el proyecto entre los 10 principales de Capa 1 con la presencia más profunda en el enorme criptomercado coreano. 2) En realidad, Terra se está utilizando a gran escala como garantía para la segunda moneda estable con garantía criptográfica más grande, UST, que ahora tiene una capitalización de mercado de \$7.2 mil millones, frente a (*notas de cheques*) \$0 el otoño pasado. 3) La amplitud de la infraestructura de Terra (Anchor para préstamos, Vega para derivados, Mirror para valores sintéticos, Mars para AMM), rivaliza con la de cualquier otra cadena de bloques que no se llame Ethereum, y puede asentarse sobre una base técnica más estable e interoperable (Cosmos' Interblockchain Communications Protocolo) a largo plazo.

Lo que es más importante, Do recibe el visto bueno aquí frente a sus rivales debido a su voluntad de devolver el golpe. Después de recibir una citación en Mainnet 2021 solo unos minutos antes de subir al escenario conmigo para un panel, lo descartó y decidió llevar la pelea a la SEC con una demanda propia. Es una [pelea que podrá ganar](#), y uno alentador [para ver peleado sin importar el resultado](#).

Menciones honoríficas:

Hay muchas personas dentro de las criptomonedas que fácilmente podrían estar en la lista de los 10 principales cada año, pero nadie ha estado en mi lista dos veces. Las personas que fácilmente podrían haber hecho apariciones repetidas este año incluyen a [Balaji Srinivasan](#), cuyo conocimiento enciclopédico y poder de procesamiento en bruto es una maravilla; [Sam Bankman-Fried](#), [que ha tenido muchos escritos](#) ya como la persona más rica del mundo menor de 30 años; y [Michael Saylor](#), quien parece cada vez más que podría estar en el lado ganador de uno de los intercambios corporativos más atrevidos de todos los tiempos.

Además, se merece un reconocimiento especial para el dúo Bankless, Ryan Sean Adams y David Hoffman, [que han tenido razón sobre ETH](#). (pero no hagan el corte porque creo que han tenido razón por las razones equivocadas:)), y han creado el podcast de mayor señal en criptografía. Una de las pocas cosas que consumo religiosamente.



Los 10 mejores pensamientos sobre Bitcoin

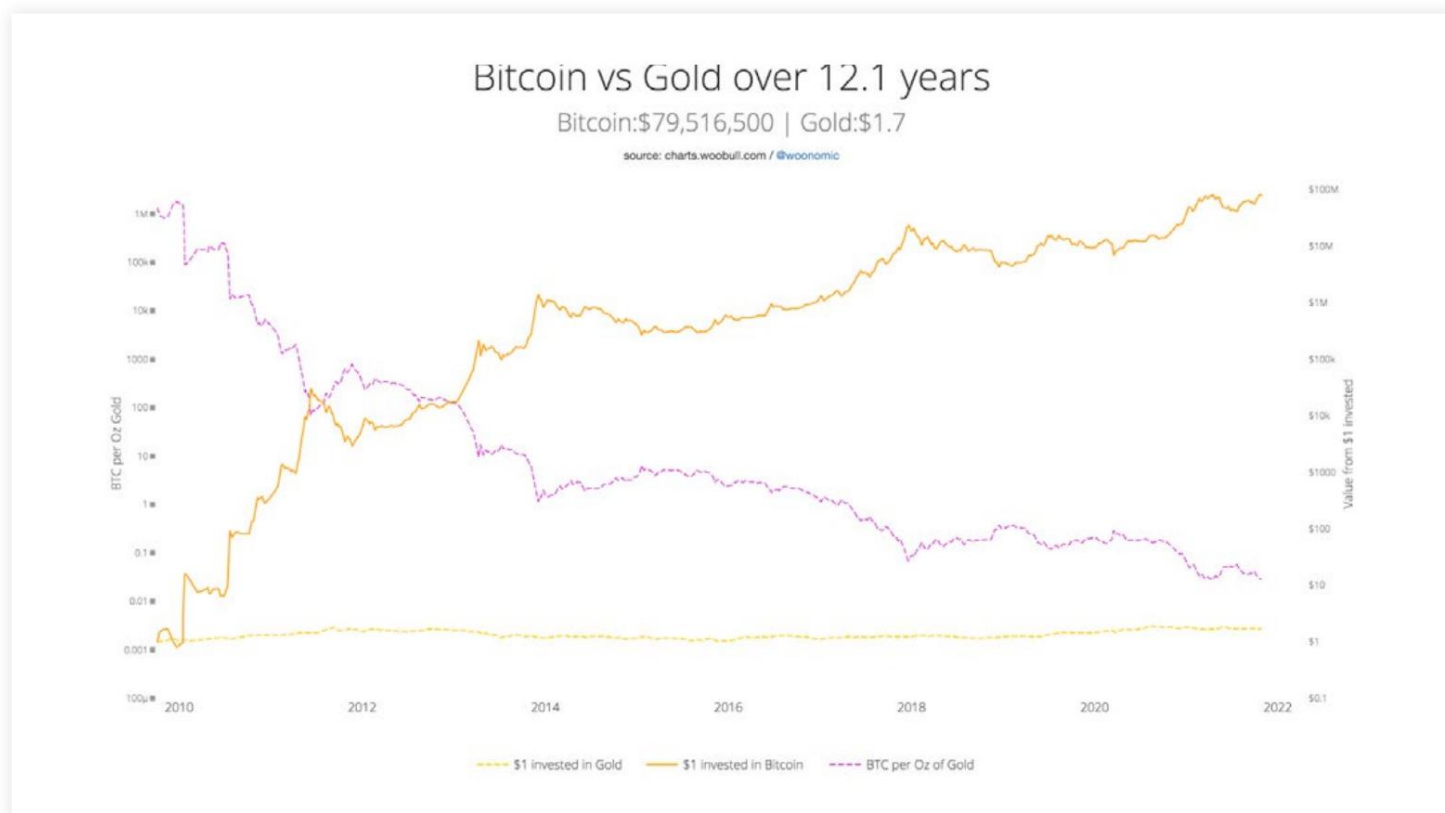
1. Consulte a Peter Schiff	35
2. El rey sigue siendo el rey: sin cambios	36
3. La Reserva Multicadena	38
4. El “regalo” de los ETF de Bitcoin	39
5. La Gran Caída de China (Industria Bitcoin)	40
6. Bitcoin como estímulo de energía limpia	42
7. La prueba de participación funciona porque la prueba de trabajo funcionó	47
8. Prueba de trabajo y derechos de las minorías	47
9. La hoja de ruta de Bitcoin	48
10. Un rayo cae sobre El Salvador	49



1. Consulte a Peter Schiff

“El oro se desmonetizará tan brutalmente que tus nietos pensarán que un buscador de oro es alguien que busca restos de metal en el contenedor de basura para venderlos por sats”. - [Su Zhu](#)

Bitcoin se ha comido el almuerzo del oro durante una década. Este debería haber sido un momento de auge para los fanáticos del oro: alta inflación, poca confianza en el gobierno, auge de las materias primas, pero en cambio, el oro fue superado por un caballo más rápido, más joven y más salvaje en bitcoin. Invertir \$ 100 en oro hace 10 años habría arrojado ... \$ 102 hoy, por debajo de la inflación. Mientras tanto, invertir \$100 en BTC durante ese período habría arrojado \$1,7 millones. Ay, [Peter Schiff](#).



Fuente: [Woonomics](#)

Bitcoin tampoco muestra signos de desaceleración. Dados sus vientos de cola macro y la resiliencia de varios ciclos, es difícil imaginar un escenario en el que Bitcoin pierda popularidad en el corto plazo, mientras que el resto de las criptomonedas se recupera. Desde un punto de vista regulatorio, los inversores se sienten más cómodos que nunca con el oro digital. Ahora que existen múltiples vehículos institucionales para acceder a bitcoin, y otros primeros usuarios ya han allanado el camino ([Paul Tudor Jones](#), [microestrategia](#), [tesla](#), [El Salvador](#), [miami](#), etc.), las "instituciones están llegando" se ha cambiado a "las instituciones están aquí".

[Marty Bent](#) resumió mejor el viento de cola más fuerte a nuestra espalda, quien señaló: “el dinero que se debe a los pensionados es simplemente demasiado, los rendimientos producidos son demasiado bajos, e incluso cuando se realizan, están denominados en una moneda que está perdiendo poder adquisitivo día a día”. Con las existencias en niveles de hemorragia nasal,



bonos con rendimientos reales negativos, y la inflación [llegó para quedarse](#), bitcoin sigue siendo la mejor apuesta líquida en [la rotación institucional](#) a activos de reserva de valor resistentes a la inflación. No será el único activo criptográfico ganador, pero seguirá impulsando el resto de la clase de activos, ya que las criptomonedas reemplazan rápidamente la deuda en carteras diversificadas.

Si la flexibilización cuantitativa en realidad degrada una moneda (duh), entonces, como [señaló Raoul Pal](#), Tendríamos un montón de gráficos para reflejar eso (el índice S&P crece al mismo ritmo que el balance de la Reserva Federal, los precios inmobiliarios aumentan con un retraso después de la nueva QE, etc.) Y lo hacemos.



(Fuente: [Raoul Pal](#), Bloomberg)

[Impresora de dinero vaya brrrr ... compre todo](#). Especialmente la moneda naranja.

2. El rey sigue siendo el rey: sin cambios

Pondría la probabilidad de un "cambio" el próximo año en quizás un 20%. Y no porque ETH sea dinero, diga lo que [diga Sotheby's](#).

Si ETH logra voltear BTC, no será porque sea un "dinero" superior, sino porque el mercado valora la plataforma informática propiedad del usuario más exclusiva del mundo y sus ganancias y potencial de crecimiento más que el oro digital. En otras palabras, veremos BTC frente a ETH como lo hacemos con M0 frente a Google.

Este no es un pensamiento original. El fundador de BitMEX, Arthur Hayes, [rompió esta analogía en un artículo sobre el debate inestable](#), donde dice 1) es imposible que ETH sea la mejor computadora virtual del mundo y el mejor dinero del mundo al mismo tiempo (estoy de acuerdo), y 2) la red monetaria más grande de criptografía probablemente será más grande que su "compañía" de tecnología distribuida más grande (si de nuevo).



Dicho esto, es posible sostener la opinión de que "crypto" en su conjunto superará a "bitcoin" (es decir, el dominio de BTC disminuirá), mientras que bitcoin conserva su lugar en la cima de la clasificación mundial. Ethereum es un objetivo más atacable que Bitcoin para las plataformas informáticas de capa 1 competitivas. El recurso escaso de Ethereum es la capacidad finita de su libro de liquidación global, y este año demostró lo rápido que otras Capas 1 podrían desviar la demanda de liquidación de transacciones criptográficas cuando el libro de contabilidad de Ethereum se vuelve demasiado caro. (Más sobre esto en el Capítulo 8.)

Por otro lado, el recurso escaso de Bitcoin es su simple meme monetario. Sus competidores de "dinero" de juego puro son menos intimidantes: Dogecoin, Shiba Inu, Bitcoin Cash, Craig Cash y los tenedores de sus tenedores no son mucho para destacar.

¡Quizás te guste el Dux! Hay muchos inversores inteligentes que lo hacen, como Su Zhu, [que ama a Doge "fundamentalmente" debido a su viralidad, comunidad, humor y base de usuarios poco serios, que también pasó 2021 impulsando memestocks a la luna.](#)

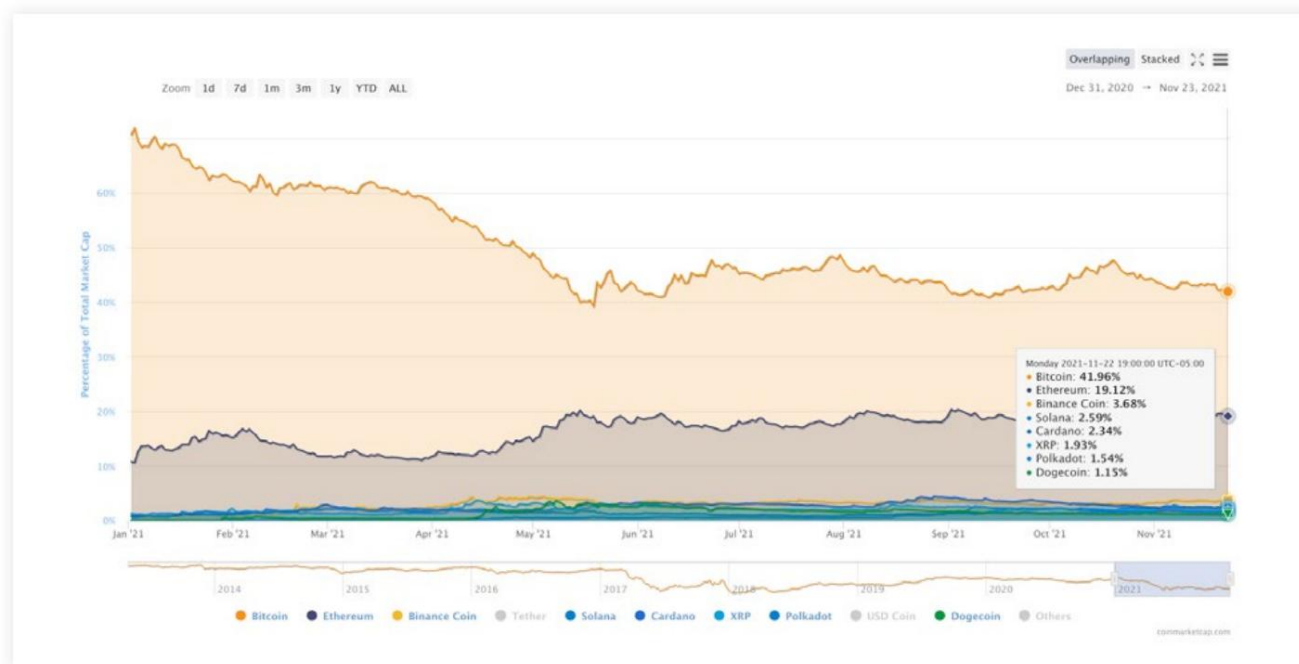
Entiendo la tesis, pero falla en un aspecto crucial: los chistes envejecen, e incluso los primeros titulares eventualmente se darán cuenta de que están sentados sobre ganancias reales y encontrarán un chiste menos costoso. La reflexividad no es divertida en el camino hacia abajo, no habrá un muro de compras institucional para los lindos Shiba Inus cuando la tendencia se revierta. Una base de usuarios poco seria también podría dar lugar a una gran cantidad de usuarios que entran en pánico y venden en el primer trimestre una vez que obtienen sus formularios de impuestos y se dan cuenta de la magnitud de sus obligaciones.

Los inversores de Bitcoin no son novatos en impuestos sobre ganancias de capital. Es probable que muchos apostadores de Dogecoin lo sean.

Hay otras dos monedas de prueba de trabajo que también están en la conversación de divisas, por supuesto, Zcash y Monero, pero mantenerlas requiere un compromiso a largo plazo con verdaderas transacciones privadas entre pares y un cálido abrazo de dolor. . Pueden ser activos que desea poseer "por si acaso" su país se derrumba y necesita huir con una bolsa de seguridad y una billetera de libro mayor/cerebro. Pero lo más inteligente que he hecho fue revertir mi comercio dummy-dum-dum "super ZEC long" en diciembre pasado y reinvertirlo en ETH donde pertenecía. Estoy escribiendo esto con lágrimas corriendo por mis mejillas, pero [Multicoín tenía razón sobre la privacidad como característica](#), y prefiero ganar dinero que tener razón. ZEC sigue siendo el 1% de mi cartera, y todavía [amo a Zooko, pero ya no está en mi top 5.](#) (Otros han superado a ZEC. ¡No es mi culpa!)

Realmente no existe una competencia creíble para Bitcoin aparte de Ethereum, pero ETH también tiene que cuidarse las espaldas. El dominio de Bitcoin se deslizó del 71% al 42% este año. Malo. Pero el dominio de la plataforma de contratos inteligentes de ETH también se deslizó del 80 % al 60 %, y podría aportar valor adicional a sus nuevos "aliados" acumulativos de capa 2 que llegarán al mercado a principios de 2022.





(Fuente: [CoinMarketCap](https://www.coinmarketcap.com))

Puede haber mayores jugadas al alza en criptografía, pero no había nada de malo en ser propietario de [GE durante el auge de las puntocom](#). Las acciones de GE pasaron de \$100 a mediados de 1999, a \$450 a mediados de 2000, y luego volvieron a \$185 a mediados de 2003. En cuatro años, se "estrelló" a un nivel un 85% más alto de lo que se encontró en el período previo al mercado. Esa podría muy bien ser la trayectoria de bitcoin si Web3 alcanza los niveles de locura de Web1. ¿Odiarías que BTC cayera de \$275k a \$125k el próximo año?

3. La Reserva Multicadena

Hablaremos sobre la interoperabilidad en el Capítulo 8, pero por ahora, diré que creo que [Udi tiene razón: si el futuro es uno entre cientos o miles de cadenas de bloques interoperables](#), entonces los usuarios finales no necesariamente sabrán ni les importará en qué cadenas de bloques se ejecutan las aplicaciones monetarias. Los poseedores de Bitcoin mantendrán y utilizarán Bitcoin como una alternativa de oro digital sin preocuparse por los detalles técnicos que rigen qué cadena o derivado de Bitcoin vinculado utilizan en el camino. Siempre y cuando la cadena de bloques de bitcoin base zumbe y produzca bloques cada 10 minutos como una capa de liquidación.

Más del 1,5% del suministro de bitcoin ya está [envuelto en ethereum a través de BitGo](#), más del doble de lo que estaba cerrado a fines del año pasado. Pero eso puede ser la punta del iceberg, ya que millones de bitcoins comienzan a afectar también a otras cadenas de bloques.

Algunos impulsores de la demanda de bitcoin:

1. BTC será una reserva en otras Capas 1, mientras que ETH será un competidor para ellas
2. Los protocolos de puente entre cadenas de bloques como Rune desbloquearán más intercambios de igual a igual
3. Los temores sobre la independencia de las monedas estables, la resistencia a la censura o la garantía podrían generar un mayor interés en los dólares criptográficos garantizados por bitcoin.

Los alcistas de Ethereum pueden protestar diciendo que esto es exactamente lo que hace que ETH sea un buen dinero y un activo de capital: es compatible con otras cadenas de EVM y acumulaciones de Capa 2, y ya garantiza monedas estables como Maker's Dai. Pero eso es al revés



mirando. BTC tiene una ventaja de capitalización de mercado de 2.5x y una tasa mucho más baja de garantía como capital de trabajo en la actualidad, lo que significa que está subapalancado, y hay un techo mucho más alto para el nuevo BTC como garantía DeFi que ETH.

Creo que el bitcoin envuelto/sintético negociable en otras cadenas de bloques se duplicará nuevamente en 2022 (75% confía en que veremos un 3% envuelto, al menos), a medida que más titulares de bitcoin a largo plazo se den cuenta de que pueden pedir prestado más barato contra sus tenencias en DeFi que en servicios centralizados.

(Puede leer más sobre los [activos DeFi que facilitan la interoperabilidad de bitcoin](#) en nuestro informe).

4. El “regalo” de los ETF de Bitcoin

Vamos a dedicar un tiempo a los ETF en el Capítulo 5 porque su aprobación fue uno de los desarrollos más importantes del año. También destacan la ineptitud de la SEC durante una década (lo sé, lo sé... estamos así de cerca del Capítulo 4), ofrecen cero cualidades redentoras frente a los activos adquiridos directamente en los intercambios de custodia y, en general, representan todas las normas. ¡Se suponía que odiaban Bitcoin! Son inversiones complejas, volátiles y terribles que enriquecen a los promotores de Wall Street y tienden a cero con el tiempo.

A pesar de la toxicidad de los ETF de Bitcoin Futures, es un [accidente afortunado de la historia](#) que la SEC protegió al comercio minorista de ellos (y de Wall Street) arruinando el proceso de aprobación durante tanto tiempo. El "comercio en escala de grises" (capítulo 5) y sus flujos de entrada en una dirección pueden haber impulsado la demanda institucional de los inversores que buscan capitalizar la prima de los mercados públicos de GBTC Y de una forma específica de demanda minorista para aquellos que tienen bitcoin en cuentas de jubilación exentas de impuestos. Pero incluso entonces, ocho años de demora de la SEC limitaron la flotación de bitcoin en vehículos similares a ETF a solo el 5%. Una aprobación anterior podría haber creado riesgos de centralización en el suministro de dinero de bitcoin, riesgo que es menor hoy en día, lo que reduce las probabilidades de que Wall Street pueda manipular los mercados de bitcoin.

Guardaré mis predicciones más jugosas sobre los ETF para las otras secciones, pero mi apuesta es que el total de BTC bloqueado en vehículos tipo ETF seguirá siendo menos del 10% del suministro de bitcoin pendiente en los próximos cinco años. A medida que otras grandes instituciones construyan posiciones, las inteligentes buscarán exposición directa y tarifas más bajas. En la medida en que veamos más del 10% del suministro de bitcoin bloqueado en estructuras ETF, probablemente se deba a su inclusión en *otros* productos ETF, como los \$400 millones en tenencias de GBTC de Ark Invest en ARKW.

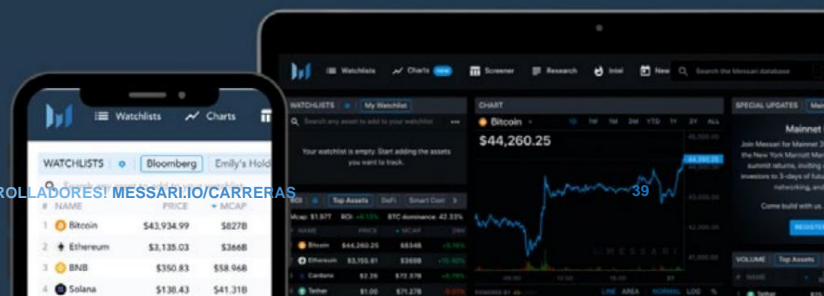


KICKSTART YOUR CAREER BY BECOMING A MESSARI HUB ANALYST

Contribute **research** to a growing and thriving ecosystem.
Build your **resume**.
Start the **revolution**.

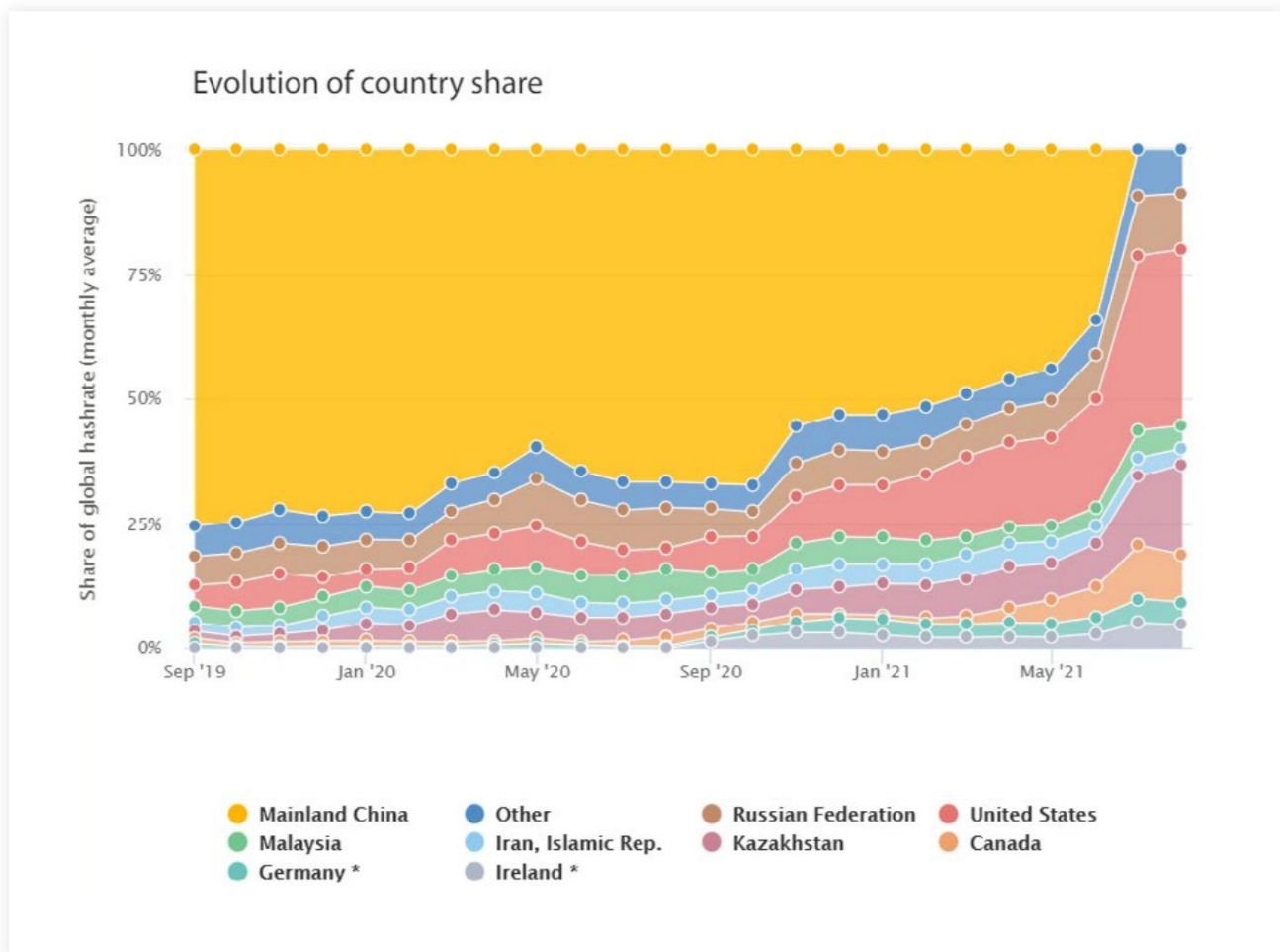
GET STARTED TODAY

¡ESTAMOS CONTRATANDO DESARROLLADORES! MESSARI.IO/CARRERAS



5. La Gran Caída de China (Industria Bitcoin)

Durante años, los mineros chinos representaron más del 70 % del hashrate de bitcoin. Luego, el PCCh se volvió hostil el año pasado e implementó una [prohibición total de la minería](#) esta primavera, lo que lleva a un cambio de fortuna multimillonario para Occidente, y al gráfico más increíble que he visto en ocho años:



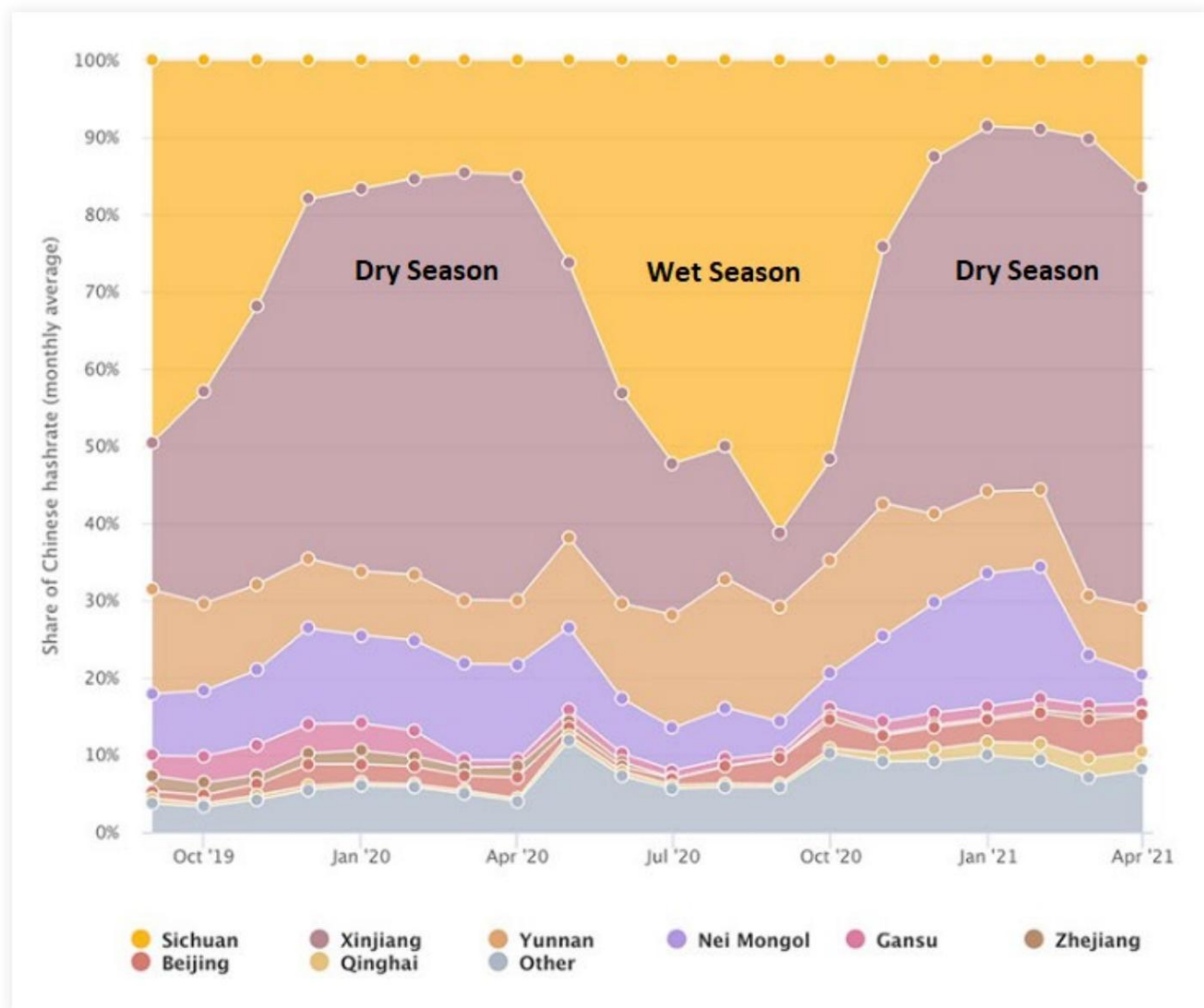
(Fuente: [Universidad de Cambridge](#))

Ahora bien, este estudio no es perfecto, y estoy seguro de que la minería de bitcoin no ha llegado al cero absoluto en China continental, pero eso no hace que el gráfico sea menos direccionalmente loco.

Es difícil exagerar lo increíble que fue este desarrollo. Desde 2013, la sombra de China en los mercados de bitcoin ha cobrado gran importancia. Los inversores estaban preocupados por lo que sucedería con la seguridad de la red si se desactivaba la capacidad minera china. Resulta... básicamente nada. Hashrate FUD. Los formuladores de políticas estaban preocupados por la huella de carbono de la minería, donde China tenía una de las combinaciones energéticas alimentadas por carbón más sucias. Eso también está fuera. ~~Clima FUD~~. Entonces China [criminalizó todo el comercio](#) en un intento de hacer cumplir los controles de capital y cedió una oportunidad histórica de integración con los mercados financieros abiertos del futuro en el proceso. Ahora BTC ha vuelto a sus máximos históricos. FUD geopolítico.



¡Y lo que es más! Antes de que el PCCh los echara, obtuvimos pruebas tangibles de los mineros de que migrarían su capacidad a cualquier lugar donde la energía fuera más barata, independientemente de la fuente. Cada año, podría garantizar que la capacidad se trasladaría a la provincia de Sichuan, limpia y rica en energía hidroeléctrica, durante la temporada de lluvias abundantes y volvería a las plantas que funcionan con carbón durante el resto del año. El [estudio de cambridge](#) mostró esta estacionalidad con sorprendente detalle:



(Fuente: [Universidad de Cambridge](#))



El año pasado, reflexioné que incluso si China seguía siendo dominante en la minería, "los gigantes de EE. UU. que podrían entrar [en la carrera], como Fidelity o DCG... podrían estar de acuerdo con la minería con (pequeñas) pérdidas para ayudar a mostrar se toman en serio el riesgo geopolítico". ¡En cambio, el PCCh nos acaba de regalar toda una industria! Foundry de DCG incluso ocupó el primer lugar en [la clasificación mundial de minería de bitcoin por primera vez.](#)

Es un error estratégico sin sentido que es difícil imaginar que el PCCh no pueda deshacer al menos la prohibición de la minería, incluso si continúan vigilando de cerca los controles comerciales y de capital en 2022. Parece que estas políticas [ya se están reconsiderando](#). por buena razón. Predigo que [la minería está de vuelta en el continente a mediados de año](#) (70% de confianza).

Especialmente cuando el PCCh se da cuenta de que la minería de prueba de trabajo puede duplicarse como un estímulo de energía limpia.

¿Quién se llevará a estos pobres mineros acurrucados?



Migración criptográfica
[Ver este NFT en OpenSea](#)

6. Bitcoin como estímulo de energía limpia

El Senador Warren [nos advirtió](#) necesitábamos "tomar medidas enérgicas contra las prácticas de criptominería que derrochan el medio ambiente" para proteger el planeta. El principal regulador de mercados de la Unión Europea [advirtió](#) sobre los costos ambientales "altísimos" de invertir en monedas digitales. Incluso nos advirtieron sobre la ["exposición progresiva"](#) a cripto dentro de las carteras de ESG, como si bitcoin fuera una toxina de buena fe.

Admitiré que es malo ópticamente que la red global de Bitcoin consuma mucha energía en un momento en que los líderes mundiales, los medios de comunicación y [los lavadores ecológicos de responsabilidad corporativa](#) están obsesionados con las emisiones. Pero el consumo de energía de bitcoin es solo "un problema" porque la mayoría de los políticos y los expertos de los medios de comunicación son estúpidos, vagos o deshonestos. Por lo general, los tres.

Hablemos del papel real de bitcoin en nuestro futuro de energía limpia. El TLDR:

1. Reducir las emisiones globales en un período de tiempo razonable es políticamente imposible.
2. Aún así, debemos tratar de frenar los mayores emisores para "doblar la curva".
3. Bitcoin puede ayudar a reducir las emisiones al reciclar energía desperdiciada/varada.
4. La infraestructura minera en realidad podría ayudar a subsidiar nueva capacidad de energía limpia.
5. Todo mientras que bitcoin también ofrece soluciones S y G en ESG.

Vamos uno a la vez.



1. Reducir las emisiones es políticamente imposible: ¿alguien será honesto por un puto segundo? China no frenará unilateralmente sus emisiones de manera significativa, y contribuye en un **50 % o más a las emisiones globales**.

Algunas empresas chinas ahora contaminan **más que naciones enteras**. Y China no se comprometió con nada sustancial **en las discusiones climáticas recientes**. ¿Por qué deberían?

Asimismo, ¿creemos que Rusia está a punto de precipitarse unilateralmente en la mesa climática? ¿Qué hay de Turkmenistán, que cuenta con 6 millones de ciudadanos y **31 de las 50 mayores emisiones de metano?** en los últimos dos años, oh y las **Puertas del Infierno literales**. India, la democracia **más grande** del mundo, ha presentado planes para ser **neutral en carbono para 2070**. ¡50 años! ¡Genial! ¿De quién es el pronóstico de 50 años que nos hace alcanzar el cero neto antes de las grandes fallas monetarias y las crisis de la deuda (si no es la guerra caliente y el apocalipsis de la IA)?

Captura de carbono y criptografía limpia. O el clima y el caos político. Esas son las opciones.

2. Las criptomonedas se están comiendo el mundo, pero la minería de Bitcoin no: la siempre excelente Lyn Alden explicó esto **en una publicación reciente**, pero el impacto ambiental de bitcoin debería escalar de forma sublineal a su impacto económico. El "problema" es que la minería de prueba de trabajo desaparecerá en poco tiempo (en caso de falla) o consumirá hasta el 1% de la energía mundial si crece a una capa de liquidación global de \$ 20 billones y Fedwire sistémicamente importante complementar (o sustituir). Grandes números, pero no si las criptomonedas automatizan grandes franjas de servicios financieros, cuya huella actual está más cerca del 3 % de las emisiones globales frente al 0,1 % de bitcoin.

La tasa de inflación decreciente de Bitcoin significa una disminución del gasto en seguridad proporcional, lo que significa una disminución de la intensidad de la tasa de hash proporcional.

Bitcoin Security as a % of Market Capitalization

Year	Average Market Cap	Annual Security Spend	% of Market Cap
2011	\$38.4 million	\$18 million	46.9%
2012	\$79.2 million	\$21 million	27.5%
2013	\$2.21 billion	\$308 million	13.9%
2014	\$6.80 billion	\$788 million	11.6%
2015	\$3.92 billion	\$377 million	9.6%
2016	\$8.89 billion	\$571 million	6.4%
2017	\$65.1 billion	\$3.39 billion	5.2%
2018	\$129.8 billion	\$5.51 billion	4.2%
2019	\$131.1 billion	\$5.18 billion	4.0%
2020	\$203.5 billion	\$5.00 billion	2.5%
H1 2021	\$854.0 billion	\$16.50 billion	1.9%

By: Lyn Alden

Data Sources: YCharts, NYDIG

Fuente: [Lyn Alden](#)



En todo caso, la mayoría de nosotros, los bitcoiners, nos damos cuenta de que la mayor preocupación está en torno al programa actual de suministro desinflationario de bitcoin. La disminución de las recompensas por bloque como porcentaje de la capitalización total del mercado genera el riesgo de que, en todo caso, una recompensa por bloque basada en tarifas no atraiga suficiente energía para asegurar la red.

(En la mayoría de los círculos económicos, te metes en problemas por usar la palabra "hiperinflación", ya que muchos temen que el fenómeno sea una profecía autocumplida. En bitcoin, lo mismo es cierto para cualquiera que anuncie el riesgo de una inflación demasiado baja. Aumentar el problema y prepárese para eludir a los "21 millones" de personas que critican la verdad.)

3. Bitcoin recicla energía: resulta que algunas de las fuentes de energía limpia más baratas del mundo están varadas "fuera de la red" esperando ser aprovechadas. ¡Ojalá hubiera algún consumidor portátil, geográficamente agnóstico, de esa capacidad! Los mineros de prueba de trabajo, como vimos en el gráfico de Sichuan, son esos consumidores que absorben con avidez los kWh de menor costo marginal disponibles, como [el agua en un mapa topográfico en 3D](#). (Los mineros de Bitcoin son solo [el benévolo Daniel Plainviews](#), realmente.) Es la dinámica que lleva a Nick Grossman y Square y Ark Invest y otros a referirse a bitcoin como una "batería de dinero".

Dudé en usar este encuadre inicialmente. Suena demasiado conveniente, ¿verdad? Pero he venido.

Un ejemplo perfecto de la batería del dinero en acción es la ventilación de gas natural (fuga de metano) y la quema (quema de metano a dióxido de carbono). En los EE. UU., cada día quemamos más gas natural (equivalente a 150 TWh) que el uso de energía global anualizado máximo de bitcoin. De [Lyn de nuevo](#): "La Universidad de Cambridge estimó que el potencial global de recuperación de gas de combustión es 8 veces mayor que el uso de energía de la red de bitcoin en 2021. En otras palabras, prácticamente toda la red de Bitcoin en su forma máxima de 2021 podría hipotéticamente funcionar con gas natural varado en los EE. UU., y mucho menos el resto del mundo". Flaring convierte productos de carbono que se desperdiciarían al 100% en bitcoins. Esto no es teórico. Es mágico.

¡Tampoco es nuevo!

Escribí sobre algunas de las empresas que realizan este trabajo ([como Crusoe](#)) en las Tesis hace dos años. Esto tampoco es un secreto de estado. La dinámica probablemente puede persistir indefinidamente. Considere, por ejemplo, que el 20% del gas natural en Dakota del Norte está varado y quemado en lugar de recolectado. Los mineros de Bitcoin son únicos en el sentido de que podrían capturar valor en áreas remotas como Dakota del Norte, incluso en relación con otros trabajos intensivos en energía, como las operaciones de granjas de servidores, porque tienen una mayor tolerancia al tiempo de inactividad de la red y entornos de bajo ancho de banda.

Hacedores de políticas: por el amor de Dios, su problema es con los hábitos energéticos del consumidor estadounidense y nuestra industria energética, no con las fábricas de reciclaje de energía de bitcoin. Sé que suena como una narrativa fantástica y egoísta, ¡pero la minería de bitcoins realmente podría ser tan buena para Estados Unidos! Ni un solo oso polar marginal debe morir como resultado. (Los osos de Bitcoin son otra historia. Cada oso debe morir). Agregue algunos subsidios y la minería estadounidense de bitcoin podría ser netamente negativa para las emisiones dentro de unos pocos años.

Hasta [Ted Cruz](#) lo entiende!!!

"El cincuenta por ciento del gas natural en este país que se quema, se está quemando en el Pérmico en este momento en el oeste de Texas. Creo que es una gran oportunidad para bitcoin, porque ahora mismo es energía que se está desperdiciando. Se está desperdiciando porque no hay equipo de transmisión para llevar ese gas natural a donde podría usarse de la forma en que normalmente se emplearía el gas natural; simplemente se está quemando".

Hay mucho potencial aquí. Simplemente no podemos desperdiciar este regalo del PCCh.

4. Bitcoin como un estímulo de energía verde: martillamos esto y pensemos en la minería de bitcoin no solo como un potencial emisor cero neto, sino como los fabricantes de salchichas de Big Energy: procesadores que toman los desechos sobrantes y los convierten en algo apetecible. Las élites costeras se burlarán de la idea: no necesitan el [rosa](#) de bitcoin



[limo](#) - porque no están hambrientos de productos financieros (o carne de res de primera). Pero, ¿qué pasa con las comunidades para las que las inversiones mineras podrían ayudar a cubrir los presupuestos de gastos de capital limpios? ¿O mercados emergentes con vastos recursos renovables, pero poca demanda actual de consumo para toda esa energía limpia?

Los mineros de Bitcoin son socios comerciales únicos, porque optimizan para una sola variable (los KWh más bajos) y sirven como un "comprador de energía de último recurso" móvil para energía que no se puede transportar fácilmente. Se podría ver a los mineros nómadas incorporados al nuevo capex de energía limpia para las ciudades que los necesitan para compensar la demanda temprana lenta, y luego expulsarlos a la siguiente ciudad. Lo contrario también es cierto: para los países de bajos ingresos con energía barata, las mineras podrían ayudar a financiar o subsidiar el gasto de capital a cambio de derechos de energía barata. (Ark Invest [publicó su modelo cómo podría funcionar esto](#), para que pueda verificar las suposiciones por sí mismo).

La minería de Bitcoin ya está impulsando anecdóticamente, y cada vez con mayor frecuencia, las inversiones en energía limpia. Además de la quema, está la [instalación minera en las Cataratas del Niágara](#), que se ha apoderado de una antigua central eléctrica de carbón y ahora aprovecha la energía hidroeléctrica. Su propietario anteriormente operaba en plantas de carbón en China. Está el norte de Vancouver, que se [calentará con el 96 % de energía reciclada de los mineros de bitcoin](#) a través de la tecnología desarrollada por Mintgreen.* Inevitablemente, también surgirán otras innovaciones novedosas.

Si eres escéptico, no te culpo. Solía pensar que esto era más una pelusa de marketing que una sustancia. Pero China cambió todas las variables. Ben Thompson lo clavó [en una publicación reciente](#): _____

"Uno de los errores más grandes que hemos cometido como sociedad es asumir que la energía es intrínsecamente escasa... Los argumentos de que Bitcoin en realidad proporciona incentivos para invertir en la abundancia de energía son egoístas, ¡pero eso tampoco significa que estén equivocados!"

Nic Carter [pasó por una conversión similar](#) de escéptico a evangelista este año también:

"La minería de Bitcoin está convergiendo con el sector energético con una rapidez asombrosa, produciendo una explosión de innovación que descarbonizará Bitcoin en el mediano plazo y beneficiará dramáticamente a las redes cada vez más renovables. Además, parece que solo Bitcoin, en lugar de otras fuentes de carga industrial, puede lograr algunos de estos objetivos".

Él atribuye el surgimiento de la minería del ciclo de vida (los chips más nuevos van a las redes con un alto tiempo de actividad, los chips más antiguos van donde el KWh marginal es muy barato), un ciclo de desarrollo ASIC más lento (el 30% de la minería ocurre con chips que ahora tienen más de cinco años), y sistemas híbridos basados en redes y detrás del medidor (consumo variable de los mineros en sistemas de respuesta a la demanda).

Square señaló en [un libro blanco sobre el potencial de energía limpia de bitcoin](#), "A medida que la sociedad comience a implementar más energía solar y eólica, [podríamos] potencialmente desbloquear nuevos casos de uso rentables para esa electricidad, como desalinizar agua, eliminar CO2 de la atmósfera o producir hidrógeno verde".

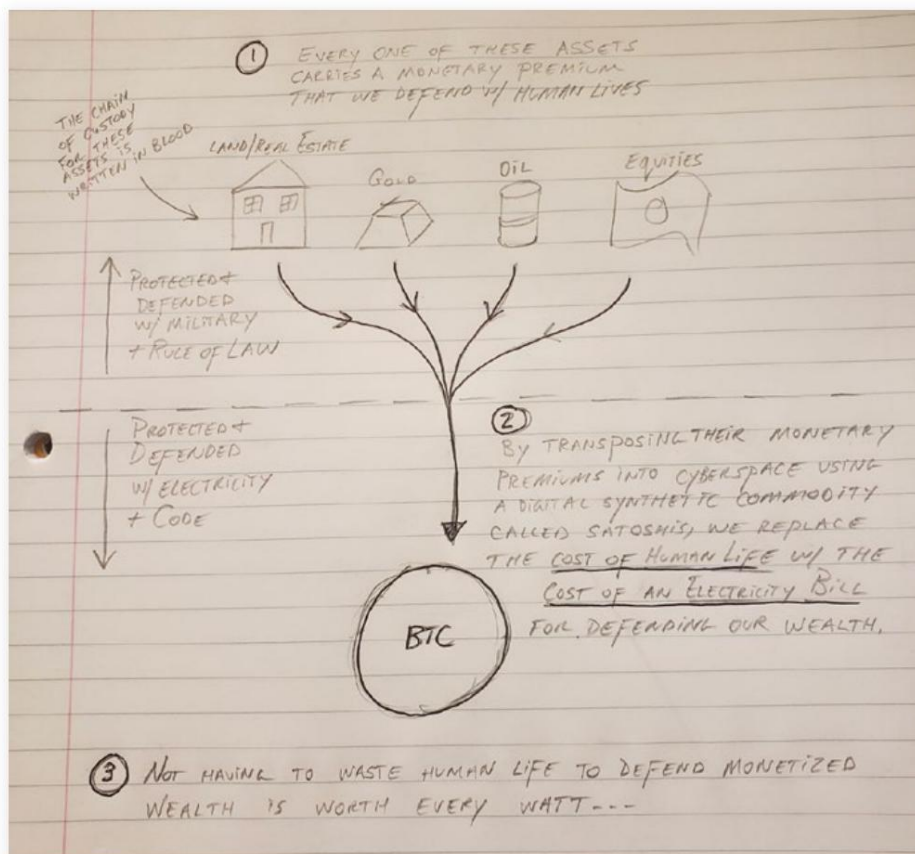
Esto realmente podría ser el mero comienzo de una hermosa amistad.

(Lectura adicional de [Lyn Alden](#), [nico carter](#), [Cuadrado](#), [Nick Grossman](#), y [la palabra B](#)) _____

5. El costo del dólar: se podría argumentar que la industria financiera ([25 veces la intensidad de carbono](#)) y el complejo industrial militar ([¿50 veces la intensidad de carbono?](#)) [al menos debería](#) incluirse en cualquier análisis ambiental comparativo. Pero el problema real con el intento de cancelación de bitcoin de los militantes de ESG, además del hecho de que están equivocados acerca de las externalidades negativas "E", es que también ignoran los beneficios "S" y "G" de las criptomonedas en el proceso.

Alex Gladstein de la Human Rights Foundation lo resumió mejor en un artículo increíble sobre los costos [ocultos del dólar estadounidense](#). [Es decir, incluso si los legisladores piensan que Bitcoin es irremediablemente sucio y derrochador y](#)





(Fuente: [Jason Lowery](#))

paralizando el futuro del planeta, no deberían poder discriminar en las preferencias de uso de energía cuando el petrodólar apuntala regímenes autoritarios, conduce a la agresión militar y alimenta un mayor consumo de combustibles fósiles en el proceso.

Suficientes personas creen en el valor de bitcoin como una inversión en nuevos experimentos sociales y de gobierno que podría decirse que su S y G compensan incluso los peores escenarios E de los críticos. Bitcoin es inherentemente político.

Por supuesto, hay otra "E" que puede resultar convincente para los formuladores de políticas: el impacto económico. La minería en EE. UU. es un gran negocio, con mineros que cotizan en EE. UU. ahora con [casi \\$ 1.5 mil millones](#) en BTC a los precios actuales, cientos de millones en ganancias anuales y márgenes de ganancia significativamente mejorados debido al éxodo de capacidad minera

de China. A eso se [aferró el senador Cruz este otoño](#) en comentarios reflexivos sobre el tema en una conferencia de bitcoin en Austin.

La infraestructura minera es algo que incluso podría conducir a algunas alianzas inusuales entre alguien como Ted Cruz a la derecha y AOC a la izquierda. Si desea el crecimiento económico que viene con las criptomonedas y desea subsidiar y estimular las inversiones en energía verde, ¡subsídie [la minería limpia!](#) Es un mercado global único [de suma cero](#), lo que significa que los subsidios a la energía limpia expulsarían a la minería "sucía", más costosa. El resultado neto sería una red bitcoin con baja intensidad de carbono, dominada por Occidente.

(¡Esto ni siquiera tiene que hacerse a nivel gubernamental! Nic [también señala](#) que los inversionistas de ESG podrían invertir solo en energías renovables, mineros que cotizan en bolsa, como Iris Energy, y tener el mismo efecto que los subsidios gubernamentales al reducir el costo de capital de la minería verde).

Vale, vale, sigo adelante. Pero no puedo evitar entusiasarme con este tema cuando los políticos y los medios simplemente mienten sobre la dinámica. Haz tu tarea.



7. La prueba de participación funciona porque la prueba de trabajo funcionó

"PoW y PoS no son sustitutos, ni siquiera son complementos, son dos cosas fundamentalmente diferentes y no deben compararse ni contrastarse". - [Derretir](#)

Al igual que con el debate "BTC es dinero, no ETH es dinero", esta es una de esas áreas en las que las dos partes hablan entre sí. La prueba de trabajo quema energía para demostrar que la red proporciona garantías de liquidación justas a escala global sin depender de los propietarios de la red, quienes podrían centralizarse fácilmente con el tiempo.

La separación de los incentivos de procesamiento de transacciones y las responsabilidades de propiedad es importante para una red que pretende ser una alternativa no soberana al dinero.

Por el contrario, es adecuado pensar en las redes de prueba de participación (que emplean titulares de tokens como órganos de gobierno colectivos) como análogos comerciales. Cada red de prueba de participación individual viene con riesgos de centralización, censura y coerción, ¡pero está bien!

La verdadera descentralización de PoS proviene de las miles de cadenas de bloques de PoS interoperables, cada una de las cuales ofrecerá sus propios incentivos de token únicos, cronogramas de emisiones, reglas de gobierno, aplicaciones de destino, etc. a largo plazo.

No querrías un sistema monetario en el que Elon Musk posea un gran porcentaje de la oferta monetaria y una gran votación en la que las actividades económicas fueran válidas en esa red subyacente y un gran reclamo sobre las tarifas y el señoreaje generado por esa red. Demasiado poder sobre la mitad de todas las transacciones. Por otro lado, probablemente no tendría ningún problema si él acumulara un porcentaje similarmente grande de un servicio de taxi autónomo descentralizado, ya que es simplemente una única aplicación web3.

El éxito de la prueba de trabajo allanó el camino para que la investigación de prueba de participación se tomara en serio. Eso no significa que PoS superará a PoW como un modelo de seguridad superior. Tampoco significa que PoW será infalible. Significa que PoW fue el primero, y probablemente el mejor, para las aplicaciones de dinero sin estado.

(Más lecturas sobre seguridad PoW vs PoS: [solo los fuertes sobreviven](#) y [la racionalidad es contraproducente.](#))

8. La prueba de trabajo protege los derechos de las minorías.

Mi antiguo colega de CoinDesk, Pete Rizzo, [escribió un artículo que invita a la reflexión](#) argumentando que el contrato social de Bitcoin, el esquema de minería de prueba de trabajo y el sesgo por las "bifurcaciones blandas" activadas por el usuario lo convierten en el único protocolo criptográfico para proteger los derechos de las minorías en medio de la "tiranía de la mayoría" que ofrecen las bifurcaciones duras.

Si lee sobre el debate en Twitter, esto puede parecer académico o semántico, pero es probablemente una de las cosas más importantes que un nuevo participante institucional en criptografía debe tratar de comprender. Estamos a cinco años de la única bifurcación fuerte polémica importante en la historia de Ethereum, y a cuatro años de la "bifurcación suave activada por el usuario" de bitcoin que puso fin a una batalla de escalamiento de varios años entre intercambios, mineros, usuarios y desarrolladores principales. Si no sobrevivió a eso, es difícil describir cuán riesgosas pueden sentirse estas divisiones políticas y cuán mal podría salir mal la política de protocolo en futuros estancamientos.

Por ejemplo, ¿cree que el camino más probable hacia la censura es un código de bifurcación suave activado por una red de validación cuyos incentivos están vinculados al procesamiento continuo de transacciones? ¿O código que es forjado y activado por la mayoría de la base de propietarios, cuyos incentivos están ligados al capital que han acumulado?

El sesgo de Bitcoin para las actualizaciones de bifurcaciones blandas prioriza la "coerción del usuario sobre la secesión", manteniendo a la familia unida como una especie de disposición de accionista de "arrastre". En última instancia, lo llevarán a la nueva versión del



protocolo automáticamente una vez que un contingente lo suficientemente grande de usuarios señale su apoyo a la bifurcación. Con Ethereum, por otro lado, es más como una actualización de iOS. Sí, las nuevas bifurcaciones duras son "opt-in" para los usuarios, pero solo en el sentido de que se someten a la actualización o pierden el acceso a la red principal. Esta tiranía de los mercados disminuye con el tiempo en una internet de cadenas de bloques que no está dominada por Ethereum. Salir = Elección.

No tengo una opinión fuerte aquí, ya que estoy invertido tanto en Bitcoin como en Ethereum y creo que ambos tendrán éxito. Vale la pena seguir estudiando si eres nuevo. Esta es también una sección densa. Lo siento por el nivel 301, interludio, pero no tuve tiempo de simplificarlo después de 800 horas de escritura.

([Pensamientos de Vitalik](#), [pensamientos de Pete](#), [El debate de Hasu](#), [Un libro sobre la saga de la escalada](#) si eres nuevo)

9. La hoja de ruta de Bitcoin

Han pasado cuatro años completos desde la última actualización importante y la bifurcación suave de Bitcoin, y esta vez las cosas fueron un poco menos controvertidas. Casi todo el aparato de minería de bitcoin global señaló su apoyo a la actualización "Taproot" esta primavera, y la actualización entró en vigencia en noviembre.

(Por otro lado, podría haber rastreado fácilmente el ciclo de vida completo de los BIP de Taproot, sin mencionar las actualizaciones de protocolo para otras 200 redes criptográficas, utilizando nuestro [producto Intel](#).)

Para el [laico](#), Taproot abarata las transacciones de bitcoin, su adopción de "firmas de Schnorr" mejorará los valores predeterminados de privacidad y la fungibilidad de bitcoin al hacer que todos los tipos de transacciones (pagos simples, canales relámpago y transacciones de múltiples firmas) se vean iguales, y podría desbloquear la siguiente fase de desarrollo en Lightning Network de Bitcoin, que finalmente puede estallar el próximo año después de años de escribir que finalmente puede estallar el próximo año.

Para ser honesto, Taproot parece ser un gran problema para la privacidad y Lightning, pero menos para el [futuro de los contratos inteligentes de bitcoin](#). (Hemos estado hablando de "cadenas laterales" desde 2014, y perdieron). Como se discutió anteriormente, los bitcoins podrían involucrarse como garantía en otras plataformas a escala, pero eso aún no hará que bitcoin sea técnicamente integral en las nuevas aplicaciones de contratos inteligentes [fuera de los pagos](#). He invertido en un par de empresas que se apoyan en Lightning (por ejemplo, Kollider* y su bolsa de derivados [liquidada](#) en tiempo real), y me gustaría ver a [Sapio](#) de Jeremy Rubin tenga éxito, así que soy [cautelosamente optimista](#) de que habrá ganadores a

Pero también he existido lo suficiente como para frenar mi entusiasmo por las aplicaciones de bitcoin fuera de los casos de uso de liquidación de pagos y almacenamiento de valor.

Una alternativa independiente a Fedwire es bastante grande, gracias.

De hecho, bitcoin está en 300k en la cadena de asentamientos de bitcoin por

The screenshot shows a 'Taproot' activation tracker with a timeline of key events:

- Jan 23, 2020:** BIP 340 proposes a standard for Schnorr signatures in Bitcoin, replacing the current ECDSA standard.
- Oct 15, 2020:** BIPs 340, 341, 342, implementations of Schnorr/Taproot/Tapscript have been merged into the Bitcoin Core codebase.
- Nov 17, 2020:** At this time, 3 mining pools (Pooling, BTC.com, and Slush) that account for 29% of mined blocks in the past 24 hours are now signaling support for Taproot through a modern soft fork activation implementation.
- Nov 19, 2020:** F2Pool is now signaling support for Taproot, bringing the total hash power support for taproot to ~45%.
- Nov 19, 2020:** Antpool is now signaling support for Taproot. This brings the total hash power signaling support for Taproot to ~54%.
- Feb 19, 2021:** A tentative timeline for the activation of Taproot has been released, targeting a software release in March 2021.
- Apr 26, 2021:** The code for Taproot's "Speedy Trial" has been merged into Bitcoin Core.
- May 1, 2021:** The Taproot signaling period has started and can be monitored [here](#).
- Jun 12, 2021:** Taproot has been locked in, reaching the signaling threshold of 95% of all blocks mined in the current difficulty period signaling in support, and will be activated in November 2021.



día frente [a 800.000 liquidaciones diarias de Fedwire ahora](#). Cuando considera que los servicios alojados con frecuencia aprovechan transacciones individuales para procesar lotes de cientos o incluso miles de transacciones más pequeñas a la vez, Bitcoin ya ha superado a Fedwire en rendimiento. Lightning podría aumentar el ritmo aún más.

El desarrollo en bitcoin es como construir un cohete, mientras que el desarrollo en Ethereum históricamente ha sido más similar a construir una startup de Silicon Valley. Lo que está en juego es mayor en bitcoin (posiblemente, hablaremos de esto en el Capítulo 6), y necesita un nivel de seguridad de ciencia espacial para construir una alternativa criptográfica confiable a Fedwire. Las actualizaciones continuas y las inversiones en el código central y la infraestructura de comunicaciones de bitcoin muestran de lo que estoy hablando.

v22.0 (lanzado este otoño) conectó bitcoin a un segundo protocolo de comunicación anónimo, el Invisible Internet Project, para complementar la integración de Tor y desarrollar la resiliencia de las capacidades de mensajería segura de bitcoin, lo que dificulta aún más la anonimización de los usuarios. Los esfuerzos de Blockstream para lanzar [satélites bitcoin](#) al espacio, Suena peculiar, pero también garantiza el [acceso a la red en cualquier lugar donde la sociedad \(e Internet\) falle](#).

Eso no convierte a Bitcoin en una apuesta por el futuro de Mad Max. En cambio, es una balsa salvavidas para los refugiados actuales y futuros. “Los colapsos sociales [no ocurren en todas partes al mismo tiempo](#). Ese es el punto de tener más de 190 países y luego agregar una capa de transferencia de valor sin fronteras”. El trabajo es importante.

(Lectura adicional de [Bitcoin Magazine: Aaron es el mejor escritor técnico de bitcoin que existe](#))

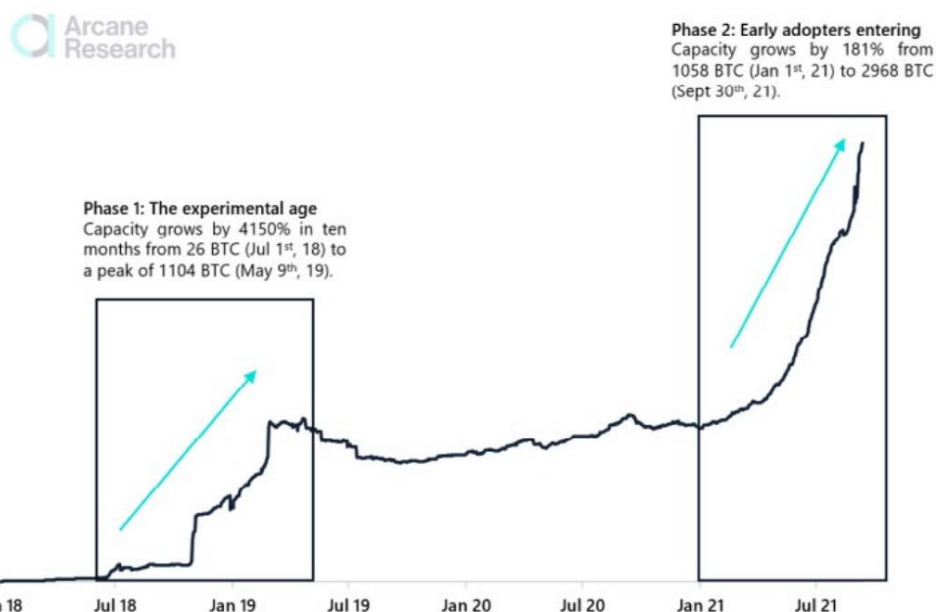
10. Un rayo cae sobre El Salvador

Parecía que Lightning había perdido definitivamente la carrera de pagos hacia los ERC-20 respaldados por dólares. Lightning experimentó un crecimiento insignificante en 2020 en la capacidad del canal y los nodos. A pesar de que la capacidad del canal explotó durante el verano de este año y se ubica [3 veces más alta en términos de BTC hasta la fecha](#), tiene solo \$ 200 millones en capacidad total, mientras que las monedas estables ERC-20 están configuradas para liquidar \$ 5 billones en asentamientos en el año sin límites de capacidad.

Sin embargo, a pesar de todo su progreso, ni las monedas estables ERC-20 ni ningún otro activo criptográfico lograron lo que Bitcoin hizo este año como "dinero". Hablo, por supuesto, de la aceptación de bitcoin como moneda de curso legal en El Salvador. Es sorprendente lo que sucede con el uso cuando completa el sistema de pago de circuito cerrado sin forzar una reconexión a una reserva fiduciaria.



Figure 3 – Lightning Network: Public BTC Capacity 2018 - 2021



(Fuente: [Investigación arcana](#))

Todavía estamos hablando de números pequeños en comparación con DeFi, pero sigue siendo una [moneda real legal](#) estamos hablando de seis millones de personas, no de moneda fiduciaria tokenizada que se desplaza por los rieles de las criptomonedas, y podría cerrarse en un noticia del momento.

Estoy seguro de que volveré a equivocarme con Lightning. Pero podría ver que la capacidad de Lightning llegue a 30,000 BTC de capacidad para fines de 2022 (otros 10 veces el próximo año) gracias a Twitter, Taproot y los agresivos planes de implementación de Lightning del presidente Ukele. Potencialmente más alto si otros países como Paraguay o Ucrania siguen la [teoría del juego de bitcoin](#).

Me gusta Rayo. Es genial. Soy un fanático de las [demostraciones de Strike](#). Soy un fanático de las noticias 2.7 millones de salvadoreños [recibirán \\$ 30 en BTC desde el aire por descargar](#) sus nuevas billeteras Chivo, y que permiten a los usuarios pagar con Lightning en sus teléfonos. Estoy seguro de que [todo es solo propaganda](#). Soy un fanático del [servicio de propinas Lightning](#) de Twitter en vivo para 186 millones de usuarios. Y soy un tonto por creerle a [Snowden podría estar en lo cierto](#) cuando estima que los países con 650 millones de adultos sin servicios bancarios podrían hacer movimientos similares a El Salvador como parte de una estrategia monetaria post-USD.

Más que nada, solo quiero bitcoin como moneda de curso legal para trabajar, y no quiero que me cobren un impuesto del 20% en mis jodidos pedidos de café nunca más. Me estoy poniendo nervioso solo de pensar en lo estúpidas que son nuestras políticas criptográficas en los EE. UU. Menos mal que es hora de mi regla de política.



Política criptográfica estadounidense

1. El campo de batalla estadounidense	52
2. Riesgos reales y autorregulación	53
3. Dominio de FSOC y SEC	55
4. La criptocoalición	56
5. Balones de salto reglamentarios	57
6. Cripto eurodólares y riesgos sistémicos	58
7. Integración de criptobanca inteligente	59
8. Crypto es malo para (malos) negocios	60
9. Cumplimiento tributario versus productos tributarios	61
10. Estimado Gary Gensler: ¿Eres un fraude parcial o un fraude total?	62
11. Ripple vs. SEC vs. Safe Harbors	67
12. La batalla por la privacidad	69
13. Incorporación de DAO	69
14. El Consejo Americano Web3	70
15. Batallas locales y de metaverso	72
16. No hay nada más punk que la batalla por las criptomonedas estadounidenses	72



La política criptográfica solía moverse a un ritmo glacial. Los intercambios y las billeteras alojadas [siempre han estado sujetos a supervisión de docenas de organismos reguladores globales](#), y los equipos de fichas han operado bajo la atenta mirada de los reguladores de valores desde el primer día, pero las cosas solo se aceleraron en los últimos seis meses, especialmente en Estados Unidos. Eso es lo que sucede cuando superas los 3 billones de dólares en capitalización de mercado y la política de criptografía se convierte en una prioridad existencial.

Este otoño, el Grupo de Trabajo del Presidente para Mercados Financieros (PWG) [publicó un informe sobre monedas estables](#) que pedía al Congreso que aprobara una legislación nueva y urgente para "llenar los vacíos regulatorios". El Proyecto de Ley de Infraestructura de Biden fue aprobado con su desastrosa definición de "corredor" intacta, sin mencionar una extensión intrusiva de los requisitos Conozca a su Cliente (KYC) de la Ley de Secreto Bancario que [podría crear cargas de cumplimiento individuales imposibles](#). El presidente de la SEC, Gary Gensler, reclamó una amplia autoridad sobre [las monedas estables](#), y reiteró su discurso duro sobre la aplicación y su creencia de que la mayoría de los criptoactivos eran valores no registrados.

Estados Unidos no está solo en su lucha por encontrar el equilibrio en la elaboración de una política criptográfica efectiva. Como discutimos en el último capítulo, China prohibió la mayor parte de la cryptoactividad nacional [para evitar la "expansión desordenada del capital"](#). India se volvió más abierta de mente, luego volvió a mostrar una [abierta hostilidad](#). Israel propuso una regla distópica de informes financieros que exige a los ciudadanos [informar todos los activos superiores a \\$ 61.000](#) (privacidad criptográfica = delito grave).

Hay algunos lugares reflexivos. La Agencia de Servicios Financieros de Japón ha [creado una división para abordar la regulación de DeFi](#). [Portugal ofrece un tratamiento fiscal del 0% sobre las ganancias de capital](#) en criptografía, no grava los ingresos extranjeros y ha estado reclutando innovadores criptográficos. Dentro de los EE. UU., ciudades como Miami y estados como Wyoming han estado construyendo refugios criptográficos seguros.

La mayoría de los países parecen dispuestos a avanzar en sus iniciativas de moneda digital del banco central incluso cuando ven las finanzas descentralizadas con escepticismo, una tendencia predecible que cubriremos en los Capítulos 5.

Pero a medida que comencemos nuestra inmersión profunda en la política, primero trazaremos un mapa del campo de batalla estadounidense.

1. Preparando el escenario: el campo de batalla estadounidense

"Esta es una industria de crecimiento increíblemente rápido. Está creciendo entre 1,5 y 2 veces más rápido que Internet en términos de adopción. Serías un idiota como político si dijeras: 'Oh, no queremos eso'".

- Nuevo (D)

"Estados Unidos adoptará las criptomonedas y ganará, o prohibirá las criptomonedas y se desintegrará".

- LCT (R)

Escuché que en los últimos meses se hace referencia a las criptomonedas como "prepolíticas". Eso es algo bueno dado el atractivo bipartidista de crypto y el potencial global. Pero una de las tendencias más preocupantes que he visto en los últimos meses ha sido la lenta aceptación republicana de las criptomonedas como fútbol político.

Lo digo como alguien que se sienta justo en el centro del espectro político. Y también como un tipo que ayudó a que existiera el meme "votante de un solo tema" durante el verano durante la furiosa batalla sobre el desastroso lenguaje de "intermediario" del Proyecto de Ley de Infraestructura.

La verdad es que los reguladores republicanos (hasta ahora) parecen haber sido más comprensivos y razonables cuando se trata de criptomonedas. Hemos tenido rebajas generalizadas este año a muchos miembros del Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera designado por el ejecutivo y otros puestos de autoridad del Congreso. No fue un cambio de dirección inesperado, pero definitivamente no tenía "Ted Cruz es nuestro principal aliado en el Senado" en mi tarjeta de bingo de 2021.



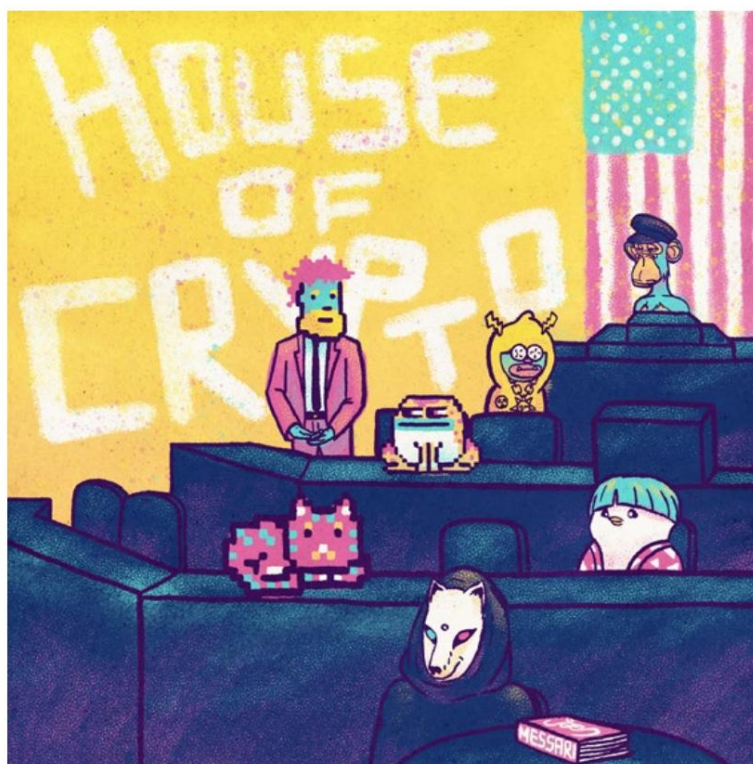
¿Oportunismo? Quizás. Eso es política, cariño. Cualquiera que sea inteligente sabe que vale la pena ser un aliado en el Senado para una industria de crecimiento exponencial necesitada.

Lo que realmente necesitamos son más campeones como el senador demócrata Ron Wyden porque claramente no tenemos muchos (¿ninguno?) Amigos dentro de la Administración Biden o el ala progresista de su partido. La Senadora Elizabeth Warren es una de las Senadoras más influyentes en servicios financieros. Ella odia las criptomonedas. Otros miembros demócratas prometedores [también son hostiles](#). Tal vez deberíamos [estar agradecidos](#) de no haber visto más acciones legislativas en el expediente, porque sería terrible. ([Esta cuenta](#), por ejemplo, es un choque de trenes.) Tampoco [hay realmente](#) una buena razón para la animosidad progresiva.

Esta carta abierta a [favor de las criptomonedas a Elizabeth Warren](#) de un joven progresista destaca la importancia de las criptomonedas para la agenda demócrata. Las criptomonedas no solo democratizan el acceso a los servicios financieros, fomentan alternativas abiertas de propiedad colectivista a los monopolios tecnológicos y ofrecen [movilidad a los históricamente privados de sus derechos](#), pero su [éxito podría impulsar](#) los ingresos fiscales y, potencialmente, impulsar las inversiones ecológicas.

Necesitamos ganarnos a estos progresistas tecnológicos rápidamente porque perder a Estados Unidos no es una opción: la política de EE. UU. dictará si tenemos una década dorada de crecimiento como la de los 90 o si otros países occidentales siguen lentamente nuestro ejemplo para crear un infierno distópico global de CBDC. Si escuchas las [predicciones de Balaji](#), las [cosas se ven bastante oscuras](#) en los EE. UU. hoy, y una balcanización y un divorcio nacional parecen posibles, si no probables. [Los pensamientos de Punk6529](#) están más alineados con los míos. Luchemos y ganemos la batalla aquí mientras podamos.

En el resto de este capítulo, expondré a) los temas clave y los actores a observar en la lucha política de los EE. evasión, fraude de inversiones y supervisión cambiaria), c) dos problemas de FUD, que son malos técnicamente, pero carecen de sustancia (reglas de valores y problemas de privacidad), y d) donde podemos ganar batallas más pequeñas mientras luchamos la guerra de varios años en CORRIENTE
CONTINUA.



Punks en el Congreso
[Ver este NFT en OpenSea](#)

2. Preparando el escenario: riesgos reales y autorregulación

En una batalla con una fuerza de combate superior, al menos necesitas mantener la moral alta. La mayoría de los riesgos de política reales que presentan las criptomonedas se pueden resolver, y tenemos una serie de oportunidades obvias para ganarse la buena voluntad de los formuladores de políticas y evitar las crisis antes de que surjan:



- Riesgos de intercambio: los fondos criptográficos del usuario no están asegurados por la FDIC. Es posible que se produzcan hackeos, cortes de intercambio y robo de identidad. Por otro lado, si los usuarios controlan sus propias billeteras y pierden las claves, o envían una transacción con dedos gordos, pueden perder sus activos de forma permanente. Los servicios alojados deben educar a los usuarios sobre los riesgos criptográficos y las mejores prácticas de seguridad.
- Stablecoin/Riesgos de préstamos: nuestros sumos sacerdotes del banco central no pueden responder a los auges y caídas de las criptomonedas con una política monetaria ajustable ni servir como prestamista de último recurso. Esta es una característica. Pero debemos reconocer que las criptomonedas debilitan la soberanía monetaria en algunas áreas (Argentina), y esa tendencia se acelerará a medida que activos como bitcoin se conviertan en unidades de cuenta (El Salvador). La Reserva Federal perderá el control sobre el explosivo sistema criptográfico Eurodólar (Tether) o se dará cuenta y adoptará proyectos como USDC y Paxos.
- Riesgos de integración bancaria: el acceso bancario para las empresas de criptomonedas sigue presentando un único punto de riesgo de falla para la industria. Podría decirse que las rampas de entrada y salida al "mundo real" son las únicas necesidades existenciales que aún tiene la industria. Necesitamos más criptobancos autorizados y que cumplan con las normas para evitar los riesgos de cierre y los riesgos de eliminación de plataformas individuales.
- Riesgos de vigilancia AML: la actividad ilícita representa solo el 0,34 % de las transacciones con criptomonedas (menos que TradFi), pero la naturaleza sin fronteras y seudónima de las criptomonedas hace que los embargos y las listas negras sean difíciles o imposibles de aplicar. Esto es malo desde el punto de vista narrativo en un ámbito político impulsado por el zeroismo: mire los costos en los que hemos incurrido al luchar contra la guerra contra el terrorismo, la guerra contra las drogas y la guerra contra el COVID. Deberíamos continuar reduciendo la actividad ilícita, al mismo tiempo que señalamos la capacidad de vigilancia de las cadenas de bloques como un regalo del cielo para las fuerzas del orden.
- Riesgos de evasión de impuestos: el gobierno podría perseguirlo con armas si descubre que informó incorrectamente sus intercambios de criptomonedas, si sospecha que tiene transacciones privadas no declaradas o si cree que realiza transacciones individualmente con las personas equivocadas. La mayoría de las preocupaciones más importantes sobre el cumplimiento tributario se centran en la información incompleta y la desorganización. Ese es uno de los intercambios que deben aceptar las responsabilidades de declaración de impuestos en nombre de sus usuarios.
- Riesgo de fraude de valores: las criptomonedas son riesgosas y volátiles. La cola gorda temprana a menudo gana dinero a expensas de los recién llegados. Eso no convierte a las criptomonedas en un "esquema Ponzi", sino que las convierte en un paradigma tecnológico productor de burbujas sujeto a ciclos de exageración, como los ferrocarriles o Internet. (Ninguna "burbuja" ha colapsado y luego resurgido 10 veces más en ciclos regulares de cuatro años). El desafío que tenemos es reducir las asimetrías de información. Deberíamos abogar por divulgaciones basadas en tenencias, estándares de informes comunitarios y un puerto seguro.
- Protección de la privacidad: es posible que tengamos que aceptar estar en desacuerdo aquí y luchar contra ellos en las playas cuando se trata de la privacidad de las transacciones. Los informes de transacciones entre pares y los requisitos de divulgación de los activos en custodia son extralimitaciones inconstitucionales. Obtenga una orden de arresto o lo veremos [en la corte.](#)

Esta lista no es exhaustiva, pero cubre los grandes temas a grandes rasgos. Antes de profundizar en ellos, también debe comprender a los jugadores de ambos lados. Buenas noticias en ese frente: el tío TBI pasó un tiempo haciendo cosplay en DC mientras volteabas jpegs de Ape este verano. Puede que tomes mejores decisiones en la vida, pero al menos puedo ayudarte a ponerte al día.

Deje el Congreso a un lado por un minuto y concentrémonos en los reguladores que interpretarán, promulgarán y harán cumplir la política de criptografía durante los próximos años.



3. Preparando el escenario: Dominio de FSOC y SEC

En los EE. UU., las criptomonedas están a merced del Consejo de Supervisión de Servicios Financieros (FSOC) y sus 10 miembros votantes. Está la Reserva Federal (Fed), el Departamento del Tesoro, la Comisión de Comercio de Futuros y Productos Básicos (CFTC), la Comisión de Bolsa y Valores (SEC), la Oficina del Contralor de la Moneda (OCC), la Comisión Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y un par de otros que son menos relevantes directamente para las criptomonedas.

FSOC es un subproducto de Dodd-Frank, responsable de identificar riesgos y amenazas emergentes para el sistema financiero. Eso significa que tiene la autoridad legal para organizar una respuesta política a la tecnología emergente como la criptografía.

El comité está presidido por el Secretario del Tesoro y tiene como objetivo garantizar que no haya puntos ciegos en el marco regulatorio financiero de EE. UU. Como Estados Unidos representa el 38% de los mercados financieros del mundo, El impacto de FSOC es efectivamente global.

Explicaré cómo encaja cada regulador en nuestras respuestas de política en las secciones a continuación, pero primero, un vistazo a dónde se encuentra cada regulador en criptografía hoy para dar una idea de lo que está por venir.

Reserva Federal: la Reserva Federal de Jerome Powell no ha sido demasiado hostil a las criptomonedas, pero son netamente negativas como un riesgo sistémico potencial y una amenaza para sus herramientas de política. Parece más probable que la Reserva Federal tenga opiniones firmes sobre las monedas estables, que sobre las criptomonedas en general, a medida que implementan el alcance del diseño inicial para su CBDC. (Un libro blanco de la Reserva Federal de Boston es inminente). Powell le dijo al Congreso que no intentaría "prohibir" las criptomonedas. Gracias a Dios fue reelegido. Brainard ha sido elevado en estatus, pero hubiera sido mucho peor.

Tesoro: Stephen Mnuchin no era un cripto aliado, pero Janet Yellen es peor y tiene un grupo de colegas mejor alineados que trabajan con ella en FSOC. Su impulso por las disposiciones del corredor de criptografía durante la batalla del Proyecto de Ley de Infraestructura (recuerde: lucharon con uñas y dientes *contra* las enmiendas bipartidistas que se propusieron), y el claro interés en reforzar la aplicación de impuestos es malo. Su apoyo a los impuestos sobre el patrimonio también hace probables futuras divulgaciones del IRS sobre las tenencias de criptomonedas.

SEC: Gary Gensler es un operador político ambicioso y altamente competente, que ha estado clamando por más autoridad para regular los tokens criptográficos y los intercambios que los intercambian. Se ha apoyado en su imagen de "policía en la ronda" y ha adoptado la regulación a través de la aplicación de la ley. Incluso ganó concesiones para desempeñar un papel de liderazgo en la regulación de las monedas estables, convenciendo al grupo de trabajo de la Administración de que estos activos eran equivalentes a "fondos de valor estable". Hester Peirce tiene que arrojar algo de heno para protegernos de nuestro protector, Goldman Gary.

CFTC: Perdimos al "padre de las criptomonedas" Chris Giancarlo (futuros de BTC aprobados), luego Heath Tarbert (futuros de ETH aprobados), luego Brian Quintenz (quien al menos fue al lobby de criptomonedas de a16z). El nuevo presidente Rostin Behnam estaba en el antiguo equipo de CFTC de Gensler. Ninguno de los comisionados actuales es amigable con las criptomonedas y no ha habido prisa por llenar los puestos vacantes. ¿Acciones de aplicación de DeFi pronto?

OCC: El expresidente Brian Brooks emitió cartas interpretativas que aclaraban cómo las monedas estables reguladas vinculadas al USD podrían tener sus depósitos custodiados por los bancos, y cómo los bancos podrían custodiar los cryptoactivos. El contralor interino de hoy, Michael Hsu, quiere poner fin a estos arreglos, a los que llama "banca como servicio". El próximo presidente de la OCC puede ser un comunista literal, y sabemos que el Tesoro está presionando para regular a los emisores de monedas estables como bancos.

CFPB: La Oficina de Protección Financiera del Consumidor fue el bebé de Elizabeth Warren. Warren odia las criptomonedas y quiere que el CFPB tome medidas enérgicas sobre sus "abusos". El nuevo presidente de CFPB, Rohit Chopra, llamó a las monedas estables en particular como un área clave de escrutinio para su equipo



FDIC: La presidenta Jelena McWilliams [le dijo a una audiencia en Money 20/20](#): "Debemos ser conscientes de que nuestros valores, cultura e influencia estadounidenses enfrentan una competencia cada vez mayor en el extranjero, incluso de los sistemas regulatorios que se enfocan intensamente en promover la innovación tecnológica y tomar el relevo de los Estados Unidos". ¡Gracias! Desafortunadamente, el papel de la FDIC en criptografía es menor en comparación con las otras agencias. Solo incluyo a Jelena para demostrar que no todos los reguladores son malos.

Baste decir que Crypto Coalition en DC tiene mucho trabajo por delante el próximo año.

4. La criptocoalición

Básicamente, hay cinco jugadores principales de políticas criptográficas en DC en la actualidad. En su mayoría están respaldados por empresas, con una participación de base limitada fuera del apoyo aéreo que Crypto Twitter puede proporcionar durante las principales batallas (por ejemplo, el Proyecto de Ley de Infraestructura). Si bien ninguno es perfecto, todos han golpeado *muy* por encima de su peso este año y se han vuelto significativamente más fuertes.

Coin Center: grupo de expertos de OG, centrado en bitcoin, merchandising [genial y fiesta de nerds](#), mantener el equipo pequeño intencionalmente. Estos se centran en la educación y la defensa frente al cabildeo corporativo, y tienden a centrarse en el panorama general de las cuestiones constitucionales (derechos de privacidad, código como discurso y por qué las criptomonedas son importantes y deben tratarse de manera justa). Eligen sus batallas.

Asociación Blockchain: asociación comercial de primer nivel, respaldada por las principales empresas de criptografía, que crece rápidamente, con grandes esfuerzos de cabildeo, más agresiva. También tienen que equilibrar los egos y la alineación de los miembros, un desafío con cualquier asociación comercial, pero quizás especialmente agudo en criptografía. Ripple es miembro. Messari también. Binance US se convirtió en miembro, pero eso llevó a Coinbase a desertar. Aun así, BA es la mejor de la ciudad y se fortaleció este otoño (ver Kristin Smith, Capítulo 2).

El Crypto Council for Innovation: Nueva asociación comercial, encabezada por Paradigm, patrocinadores de élite, pero poca infraestructura. Tienen mucho capital, pero hay mucho por hacer y no mucho tiempo para hacerlo, lo que significa que CCI probablemente tendrá más influencia como miembros coordinadores que como una organización real en este ciclo hasta que tengan un equipo real en lugar.

Equipo de políticas de a16z: gran cantidad de empleados y talentos de asesoramiento de primer nivel, enormes recursos financieros, fundadores influyentes y GP de criptofondos, lo que representa una amplia cartera. Su enfoque de "vamos rápido e impulsamos la agenda" es un mal necesario (?) dadas las amenazas inminentes que enfrentamos. Propusieron un excelente punto de partida para [la política Web3](#). No está claro si todavía [se los toma en serio](#) en DC, o si se los considera más como una novedad de la costa oeste, pero su éxito es posiblemente el más crítico de este grupo dada su capacidad para moverse rápido.

La Cámara de Comercio Digital: Me gusta la Cámara. Los hemos apoyado en el pasado. Son uno de los grupos de defensa más antiguos de DC. Tienen muchos grandes grupos de trabajo y publican buenas investigaciones. No estoy al tanto de todo el béisbol interno, pero [hay una grieta](#) entre la Cámara y el resto de los grupos políticos [anteriores](#). Lo dejaré así.

También hay otros grupos que vale la pena monitorear, incluido el [Fondo de Educación DeFi y Lucha por el Futuro](#). Hay herramientas [que siguen surgiendo](#) para ayudar con el compromiso político ([Conectarse al Congreso](#)), y también [necesitamos una organización de](#) miembros individuales de base (¡una NRA de criptomonedas!) para involucrar a la base y garantizar que la voz populista de las criptomonedas esté bien representada. He expresado abiertamente esta necesidad y [personalmente ayudaré a apoyar los esfuerzos de base](#), con el poder [de fuego de liderazgo adecuado](#). Messari también invertirá en investigación de políticas.

Estamos buscando un líder para dirigir nuestros esfuerzos de política.

(Únase a la lucha: Done a [Coin Center](#). Solicite unirse a la [Asociación Blockchain](#).)



5. Preparando el escenario: saltos reglamentarios

Contrariamente a la creencia popular o las líneas de ataque político, los criptoempresarios e inversores quieren una política criptográfica más inteligente. Simplemente no queremos que la tecnología desaparezca de los Estados Unidos.

No me malinterpreten, es probable que las criptomonedas se hayan beneficiado enormemente de la falta de claridad y de las reglas claras de supervisión de un solo regulador hasta la fecha. Los intercambios se quejarán de que gastan cantidades excesivas de dinero para cumplir con las solicitudes del Tesoro, la SEC, la CFTC, la OCC, el DOJ, pero ese es el costo de hacer negocios como transmisores de dinero en fintech en general, y las "bolas de salto" generalmente se han inclinado hacia su beneficio, ya que crypto ha prosperado (claramente) en las áreas grises.

Esa área gris se pondrá más en blanco y negro el próximo año, y debemos ser proactivos con respecto a una buena política, sin dejar de mantener el mensaje. En resumen, la agenda criptográfica se reduce a siete cuestiones clave:

- Garantice la estabilidad financiera con reglas claras de monedas estables y una cuidadosa integración bancaria (Fed/OCC)
- Establecer pautas claras sobre informes KYC/AML mientras se preserve la privacidad (FinCEN)
- Aclarar las normas fiscales y establecer estándares de informes de cambio (IRS)
- Crear puertos seguros para tokens gobernados por la comunidad (SEC)
- Introducir las DAO como una nueva estructura organizativa (Congreso)
- Armonizar la supervisión de intercambio (Crear "La Comisión Web3")
- Permitir la experimentación a nivel estatal y municipal (Cortes/Poderes Enumerados)

Al Congreso le encantan los acrónimos, por lo que la Ley ESPECIAL podría cubrir todo: monedas estables, privacidad, informes de impuestos de intercambio, puertos seguros comunitarios, DAO incorporados, experimentación local del American Web3 Council.

La legislación inteligente puede parecer una gran petición de este Congreso estancado, pero en última instancia, es de vital importancia para la competitividad económica estadounidense y la seguridad nacional, [tendría apoyo bipartidista](#), y [le daría al gobierno más ingresos fiscales](#). Una política tonta, por el contrario, desperdiciaría nuestro liderazgo inicial y empujaría hacia el exterior un ecosistema tecnológico transformador.

En las próximas seis secciones, delinearé áreas en las que tiende a haber una alineación filosófica entre los criptolíderes y los formuladores de políticas sobre la necesidad de alguna regulación, pero también una frustración extrema porque los formuladores de políticas no escuchan y, en cambio, proponen "soluciones" que van en contra de sus objetivos reales de la política.

Don't miss your chance to own one of Messari's first NFTs from the "Messari 2022 Theses" collection. Each unique piece of crypto art tells the story of the year behind us, and the year ahead.

Check out the full collection designed by pop surrealist artist Jean on OpenSea.



6. Cripto eurodólares y riesgos sistémicos

"Crypto es el nuevo banco en la sombra. Proporciona muchos de los mismos servicios, pero sin protecciones al consumidor ni estabilidad financiera que respalden el sistema tradicional. Es convertir paja en oro".

- [Satanás](#)

Podría decirse que el primero es el mayor problema al que nos enfrentamos: la regulación de las monedas estables vinculadas al dólar, que presenta un doble golpe para los responsables políticos.

Primero, existe la preocupación de que los emisores de monedas estables estén ayudando a crear una economía de dólar digital paralela fuera de los sistemas modernos de vigilancia financiera. Esto es algo cierto.

Los criptodólares son como dinero digital. Los bancos custodian los depósitos en dólares subyacentes, los cajeros automáticos (o en criptografía, los intercambios) dispensan el efectivo, y lo que sucede después con el efectivo es algo opaco. Puede arrastrar la economía monetaria "fuera de los libros" o alguien puede devolverlo al banco, que luego rastrea el retorno del depósito en el sistema financiero regulado (totalmente vigilado). El monitoreo de efectivo suele ser un FinCEN/

Problema del IRS: la lucha contra el blanqueo de dinero y el cumplimiento fiscal son competencia del Tesoro. Pero a medida que las monedas estables han crecido, la Reserva Federal también se ha vuelto más inquieta por los posibles riesgos sistémicos que plantea su crecimiento.

Como una clase de activos de 3 billones de dólares, con más de 150 mil millones de dólares en monedas estables, más de 5 billones de dólares en volumen anualizado en la cadena y tal vez un orden de magnitud más en transacciones de monedas estables reportadas en el mercado, las criptomonedas están comenzando a sortear la banca regulada, lo que afecta la política. .

MESSARI

Quarterly Stablecoin Transaction Volume

In Q3 stablecoin transaction volume once again surpassed \$1 trillion, despite taking a dip during the summer downturn



Data as of: Sept. 30, 2021
Source: Messari, CoinMetrics



Las monedas estables impulsan mercados altamente especulativos habilitados para bancos y dólares que ofrecen tasas que eliminan a sus socios y competidores de TradFi. Los prestamistas de DeFi y los prestamistas de TradFi (bancos comerciales) juegan con diferentes conjuntos de reglas, y los bancos no creen que eso sea muy justo. Los bancos han estado predicando a los reguladores durante años, primero con las fintech y ahora con las criptomonedas, "las mismas actividades, los mismos riesgos, las mismas regulaciones". El énfasis del presidente interino de la OCC, Hsu, en tener ["proveedores de banca sintética"](#) a los estándares bancarios refleja eso.

A los reguladores les preocupa que DeFi "correr riesgos" pueda afectar a los propios bancos que mantienen depósitos.

La postura de la presidenta de la FDIC, McWilliams, es ligeramente diferente: cree que las entidades [que emiten criptodólares](#) fuera del sector bancario debe estar respaldado 1 a 1 para evitar explícitamente correr riesgos. Pero eso es lo que hace que los criptomercados diferente hoy: la mayor parte de la actividad crediticia y de monedas estables se ha realizado sobre una base totalmente garantizada hasta ahora. La clave, entonces, es auditar las reservas y la solvencia.

Como explicaré en el Capítulo 5, existe una preocupación justificada sobre las prácticas crediticias y las reservas de los emisores de monedas estables (por ejemplo, la exposición de Grayscale Trust de BlockFi). Deberíamos saber qué activos respaldan a Tether, USDC y Paxos, etc. y deberíamos conocer la solvencia de los principales prestamistas de criptomonedas, ya sean públicos o privados. La regulación que prioriza la transparencia de las reservas es algo que deberíamos haber defendido hace años, dado que cauteriza los riesgos persistentemente negativos de Tether sin matar a las monedas estables reguladas legítimas como USDC y Paxos.

La alternativa a reservar la transparencia es una [represión tan severa](#) que se parece más a una prohibición total de las monedas estables. Esto es lo que parece defender el senador Warren. Lo que ella llama ["banca salvaje"](#) (un meme, que fue hilarantemente lanzado [al mercado por uno de los principales modeladores de riesgo de AIG](#) que ayudó a perder \$ 185 mil millones y colapsó la economía global), [puede verse](#) más apropiadamente como el subproducto de años de negligencia regulatoria y falla en conectar los intercambios de cifrado a los servicios bancarios.

Claro, podríamos buscar una moneda digital del banco central, pero ese enfoque llevará tiempo y no está exento de preocupaciones. Mientras tanto, cederemos el liderazgo en tecnología de pago mejor, más rápida y más barata a otros países mientras protegemos los viejos rieles financieros de EE. UU. de la competencia. Y exacerbaremos el problema actual de los "criptoeurodólares". Los bancos extranjeros ya crean saldos en eurodólares para transacciones que, en primer lugar, nunca involucran empresas estadounidenses en tierra o bancos estadounidenses. La hostilidad regulatoria podría acelerar el crecimiento de los cripto eurodólares como Tether.

Es mejor integrar las criptomonedas directamente en el sistema bancario de EE. UU.

7. Integración de criptobanca inteligente

"Estas cosas son efectivamente tratadas por los usuarios como depósitos bancarios. Pero a diferencia de los depósitos reales, no están asegurados por la FDIC, y si los titulares de las cuentas comienzan a tener preocupaciones de que no pueden retirar el dinero, podrían intentar desencadenar una corrida bancaria".

-Lee [Reiners](#), ex supervisor del Banco de la Reserva Federal de Nueva York

El otro problema que presenta la criptografía a los responsables políticos son los posibles riesgos sistémicos de las corridas bancarias. Hacer que los intercambios de criptografía estén sujetos a las regulaciones bancarias puede tener más sentido para los formuladores de políticas que abrir la criptografía a los bancos existentes.

Las monedas estables son innovaciones poderosas que mejoran la interoperabilidad, la integración y, en última instancia, la exportación del dólar estadounidense. También se están volviendo sistémicamente importantes en algunos mercados. Por ejemplo, una corrida o represión de Tether podría crear dislocaciones en los mercados "reales" como el papel comercial, mientras que el USDT no proporciona un valor claro para los EE. UU.



Por otro lado, otorgar estatutos de instituciones de depósito a criptobancos totalmente reservados resolvería algunos problemas importantes. Estos "criptobancos" serían elegibles para solicitar el acceso al sistema de pago y el seguro de la FDIC, le ofrecerían a la Reserva Federal una mejor supervisión de los mercados de criptodólares y limitarían la forma en que las empresas (nacionales y extranjeras) podrían "alquilar" su acceso a la banca.

Por el contrario, llevar criptografía a los balances bancarios de TradFi probablemente sería una idea horrible. Los procesos bancarios estándar pueden resultar demasiado incompatibles con las criptomonedas. La directora ejecutiva de Avanti, Caitlin Long, señaló algunas diferencias estructurales importantes en una [carta de comentarios reciente a la Fed](#): ¿Cómo manejaría la Reserva Federal una bifurcación dura en una cadena de bloques con depósitos de monedas estables? ¿Cómo podrían los bancos dar cuenta de los riesgos de "corridas bancarias" intradía dada la volatilidad de las criptomonedas y la liquidación en tiempo real frente a los [requisitos de garantía](#) actuales? y la liquidación diaria? ¿Se siente cómoda la Fed con la falta de reversibilidad de las criptomonedas (no se permiten fallas en la entrega, sustitución de garantías, etc.)?

Desde el punto de vista de la criptoindustria, la integración directa y la supervisión por parte de los reguladores bancarios *para los bancos emisores de monedas estables* también ayudaría a mitigar uno de nuestros riesgos de punto único de falla: la concentración de rampas de entrada y salida del "mundo real".

Es un gran negocio para quien lo haga bien: el valor en libros de Silvergate se ha más que triplicado desde el comienzo del año, de \$ 300 millones a más [de \\$ 1 mil millones en capital](#), mientras que sus acciones han subido 10 veces desde el otoño pasado. Predigo que varios criptobancos nuevos (como Avanti) se convertirán en unicornios en 2022.

8. Crypto es malo para (malos) negocios

Todo el truco de "cripto es para criminales" es categóricamente falso, un mito perpetuado solo por ignorantes y deliberadamente engañosos. Como se mencionó anteriormente, la actividad ilícita comprende solo el 0,34% de las transacciones criptográficas [según Chainalysis](#), menor que la [incidencia de actividades](#) ilícitas en los servicios financieros "regulados", donde los bancos han sido notoriamente [efectivos en el lavado de dinero para los cárteles](#) y [evasores de impuestos ultra ricos](#).

Al mismo tiempo, los intercambios de criptomonedas siguen siendo uno de los principales aliados en la lucha contra la actividad delictiva. Binance recientemente ayudó [a acabar con una pandilla de ransomware de \\$ 500 millones](#). La mayoría de los piratas informáticos ahora entienden que se puede ganar más dinero con la piratería de sombrero blanco que con la piratería de sombrero negro. Aquellos que no aprenden rápidamente una lección sobre cómo el dinero es [demasiado caliente para manejarlo](#) o lavar, como vimos en el hackeo de \$610 millones de Poly Network este año.

Parece que hay recordatorios semanales de que el uso de criptografía con fines nefastos deja un [excelente rastro en papel que los fiscales firman](#) una condena. Las personas que crean productos que tienen como objetivo servir a los mercados oscuros casi [siempre son atrapadas y van a la cárcel](#). Y la aplicación de la ley solo está obteniendo más recursos y mejores herramientas: el Tesoro ha pedido [más fondos](#) para rastrear y combatir el [criptocrimen](#). El DoJ ha establecido un equipo [nacional de aplicación de criptomonedas](#).

Si usa criptomonedas para actividades ilícitas, es más probable que lo atrapen que si usa efectivo. Una excepción (y ciertamente es un desafío) es el [ransomware](#). Crea una tonelada de [riesgo de titulares](#), es un gran problema, y las soluciones [no son obvias](#). Dicho esto, el ransomware basado en criptomonedas existirá incluso si las criptomonedas estuvieran "prohibidas" a nivel mundial. Crypto simplemente se convertiría en una [moneda del mercado negro](#). Mientras tanto, este problema [relativamente pequeño hoy](#) es un llamado a la acción para realizar actualizaciones críticas de seguridad en nuestra infraestructura corporativa y gubernamental.

Crypto no es una panacea. Como cualquier nueva tecnología abierta, los delincuentes también pueden usarla. Eso no disminuye su valor. ¡Y parece que el Departamento de Estado está de acuerdo! Están pagando a denunciantes de [delitos cibernéticos seudónimos en criptografía](#). (¡Es "peligroso" pero efectivo!)



9. Cumplimiento tributario versus productos tributarios

Seamos realistas por un segundo: nadie quiere pagar más impuestos de los que tiene que pagar.

El código fiscal es lo suficientemente complejo, y las herramientas descentralizadas de las criptomonedas, la falta de estándares de informes de intercambio y los modelos financieros en evolución hacen que sea especialmente difícil rastrear y consolidar los ingresos imponibles cada año. Entiendo por qué estamos en este lío con el lenguaje de los intermediarios del Proyecto de Ley de Infraestructura, y cómo el Comité Conjunto de Impuestos podría haber calificado un mejor cumplimiento de los impuestos criptográficos como un "pago" de \$ 28 mil millones, incluso si no mostraran cómo obtuvieron el números.

La cryptocontabilidad [es una pesadilla](#), la declaración de impuestos lo es doblemente. Es menos probable que los cripto inversores estén evadiendo impuestos, tanto como luchando por informar datos limpios.

A modo de ilustración, estos son algunos problemas que podría tener al borrar datos en uno de los intercambios de más de \$ 10 mil millones.

(Todos son un desastre.)

- Sin historial de transacciones en la cadena para retiros de más de 90 días en el pasado, lo que hace que la identificación de la billetera para transferencias y el seguimiento de la base de costos sea casi imposible.
- Sin historial de transacciones ni transacciones antes de 2020.
- Sin rellenos consolidados en pedidos, lo que significa que cada pedido puede devolver cientos de transacciones que cada uno requiere divulgación en un Formulario 8949.
- No hay seguimiento de ventas cortas en el software de informes de impuestos actual, ya que pueden romper el comercio de ciertos servicios. motores de verificación.

Eso sin mencionar los desafíos que surgen al valorar los lanzamientos desde el aire o las bifurcaciones ilíquidas, cancelar los costos complejos de transacción de DeFi o explicar las acciones de señoreaje o las NFT fraccionarias al IRS. Ah, y Estados Unidos está considerando seriamente la idea de gravar las ganancias no realizadas. ¿Qué creemos que le haría a los criptomercados ilíquidos? (Aparte de "proteger a los inversores", por supuesto).

La declaración de impuestos criptográficos lleva a algunas preocupaciones de la cuarta enmienda sobre registros e incautaciones irrazonables, pero en realidad es la octava enmienda (castigo cruel e inusual) la que debe citarse en las defensas de auditoría fiscal. No conozco a un solo usuario de criptomonedas que no estaría encantado de tener un software confiable de declaración de impuestos que clasifique correctamente los ingresos frente a las transferencias de billetera frente a las ganancias de capital y rastree la base de costos, al tiempo que identifica las responsabilidades y las posibles pérdidas fiscales.

No hay nada que cabree más a los cryptocontribuyentes que ser difamados regularmente por las ratas que comercian con información privilegiada en DC mientras pagamos (inserte muchos dígitos) de dólares, cientos de horas y docenas de puntos de presión arterial relacionados con la declaración de impuestos cada año.

TaxBit no es una [empresa de 1.300 millones de dólares](#) porque los criptousuarios se niegan a pagar lo que deben. Es un unicornio porque evita que la gente se vuelva postal.

Espero que veamos una ola de fusiones y adquisiciones en el espacio de contabilidad de impuestos criptográficos en 2022 a medida que los intercambios vean la escritura en la pared y realicen inversiones de cumplimiento (francamente, muy necesarias) bajo las nuevas leyes de declaración de impuestos descritas en la disposición del corredor. Desafortunadamente, también creo que veremos al menos una firma de contabilidad de impuestos criptográficos que también opera quebrar y vender al gobierno de los EE. UU. en un modelo de tarifa variable que los recompensa por buscar posibles déficits fiscales.

También predigo que una vez más veremos casi ninguna claridad en docenas de problemas de informes de impuestos criptográficos del IRS.

(Pero ya sabía que mi confianza era baja). Lo único que sí sabemos: este puede ser el último año para aprovechar [la escapatoria de venta de lavado de criptografía](#).



10. Estimado Gary Gensler: ¿Es usted un fraude parcial o un fraude total?

He leído que es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017. He leído que usted es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017. He leído que usted es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017.

Antes de las que se redactaron en la SEC, el propósito de la SEC es proteger a los inversores de las prácticas de fraude y de la información de la SEC. El propósito de la SEC es proteger a los inversores de las prácticas de fraude y de la información de la SEC. El propósito de la SEC es proteger a los inversores de las prácticas de fraude y de la información de la SEC.

La misma misión sustenta lo que hacemos en Messari.

Organizamos programas de capacitación para ayudar a los inversores a entender el mundo de la criptomoneda y el espacio, y en última instancia, ayudar a los inversores a entender el mundo de la criptomoneda y el espacio, y en última instancia, ayudar a los inversores a entender el mundo de la criptomoneda y el espacio.

Así que sí, soy un fanático de la misión, y lo he estado haciendo a tiempo completo desde que las fichas existen.

Esto altera algunas plumas, pero lo diré de nuevo: personalmente he sido más eficaz en la protección de los inversores de las asimetrías de información que tiene la SEC. Si miramos el espíritu de la ley, la SEC debería ser una agencia de información que tiene la SEC. Si miramos el espíritu de la ley, la SEC debería ser una agencia de información que tiene la SEC.

No estamos en el espacio de los espíritus de la ley, sino en el espacio de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. Estamos en el espacio de los espíritus de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. Estamos en el espacio de los espíritus de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC.

Los libertarios preferirán el #1. El Presidente de la SEC parece preferir el #2. A los pragmáticos les gustará el #3.

Ningún regulador puede ser voluntariamente la autoridad que puede determinar qué es lo que debe hacer el regulador. Ningún regulador puede ser voluntariamente la autoridad que puede determinar qué es lo que debe hacer el regulador. Ningún regulador puede ser voluntariamente la autoridad que puede determinar qué es lo que debe hacer el regulador.

Veamos con qué está trabajando la SEC.

Gensler está trabajando en el espacio de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. Gensler está trabajando en el espacio de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. Gensler está trabajando en el espacio de la ley, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC.

SEC es la SEC, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. SEC es la SEC, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC. SEC es la SEC, y eso es lo que nos hace a los inversores de la SEC.

Gensler es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017. Gensler es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017. Gensler es el titular de la SEC de Gary Gensler, y he estado leyendo bastante agresivamente en el año 2017.



aborda muchas de sus preocupaciones sobre la asimetría de la información y la protección de los inversores

PM: "¿Ha revisado el puerto seguro?" dentro del mercado criptográfico. ¿Lo has leído? ¿Sí o no?"

GG: "No he revisado su factura".

Sé que soy ingenuo, pero si estás en una posición de autoridad y quieres que una industria confíe en tus intenciones, no aguantas sobre la respiración. No te preocupes por la asimetría de la información y la protección de los inversores. Sé que soy ingenuo, pero si estás en una posición de autoridad y quieres que una industria confíe en tus intenciones, no aguantas sobre la respiración. No te preocupes por la asimetría de la información y la protección de los inversores.

PM: El registro a través de la aplicación que ha adoptado hasta la fecha.

GG: "Hemos hablado sobre sus pensamientos sobre el puerto seguro".

- **No Action Relief & Reg A+ Registration:** Hace tres años, el ex comisionado de la SEC, Bill Hinman,

[PM: "Senadora Selkis, la palabra es suya".

dijo que las criptoredes emergentes podrían volverse "suficientemente descentralizadas" a medida que escalaban, tal que

SS: "Presidente Gensler, no me importan los roces con el enfriador de agua con el comisionado Peirce. Responda: es posible que el maldito intercambio de sus activos subyacentes ya no represente transacciones de valores sujetas a preguntas públicas: ¿ha leído el documento en sí? Son ocho páginas y aborda muchas de sus inquietudes sobre las reglas de divulgación. Incluso si se habían lanzado previamente a través de una venta de fichas! Si un puerto seguro es desagradable, la asimetría de información y las protecciones de los inversores dentro del mercado criptográfico. ¿Lo has leído? ¿Sí o no?"
¿Quizás la SEC podría asesorar sobre caminos hacia una "descentralización suficiente" o al menos acelerar el proceso

Reg A+ para llevar tokens al mercado?

Sé que soy ingenuo, pero si estás en una posición de autoridad y quieres que una industria confíe en tus intenciones, no aguantas sobre la respiración. No te preocupes por la asimetría de la información y la protección de los inversores. Sé que soy ingenuo, pero si estás en una posición de autoridad y quieres que una industria confíe en tus intenciones, no aguantas sobre la respiración. No te preocupes por la asimetría de la información y la protección de los inversores.

perspectiva de que eso suceda en el futuro, dado el marco regulatorio, (lo que lo hace imposible) • **Alivio sin acción y registro Reg A +:** Hace tres años, el ex comisionado de la SEC, Bill Hinman, para seguir remotamente algo como el desarrollo adecuado del producto de 'lanzamiento', medir, iterar". Se sugirió que las criptoredes emergentes podrían volverse "suficientemente descentralizadas" a medida que escalaban, Blockstack \$ 2 mm y dos años de trabajo legal, pero al menos sobrevivieron al proceso Reg A + ellos mismos. de tal manera que el intercambio de sus activos subyacentes ya no represente transacciones de valores sujetas a . Ahora se ubican en el puesto 75 en capitalización de mercado, aunque no está claro que ningún usuario haya leído alguna vez sus presentaciones, y su token son reglas de divulgación pública. ¡Incluso si los proyectos se habían lanzado previamente a través de una venta simbólica! Si un puerto seguro no es negociable en EE. UU. Su liquidez depende de los intercambios en el extranjero. ¿Qué, exactamente, una oferta Reg A + se vuelve desagradable, tal vez la SEC podría asesorar sobre los caminos hacia la "descentralización suficiente" o al menos acelerar el proceso? ¿Y Gensler quiere que los nuevos proyectos se sigan registrando de esta manera y hablando con la SEC?
¿Proceso Reg A+ para llevar tokens al mercado?

- **Obstrucción de ATS:** la posición más deshonesta de Gensler puede relacionarse con el ahora infame, "adelante, hable para nosotros" línea a los intercambios. El CEO de Coinbase, Brian Armstrong, incluso calificó el comportamiento de la SEC como "incompleto" y 200 intercambios. Alguien más llenará este espacio. Sé que podría ser algo dramático hoy en día, pero afirmó que la Comisión se negó a reunirse con los líderes de su empresa o proporcionar cualquier aclaración por escrito sobre si tal vez estaría bien"). Mensaje: el daño ya está hecho, y solo las bolsas de valores nacionales deberían ser su razonamiento para bloqueando uno de los nuevos productos de préstamo de Coinbase.

¡Esto no debería ser sorprendente! El propio Gensler ha declarado que podría ser imposible traer criptografía

intercambios en el cumplimiento normativo, y que el camino a seguir podría tener que fluir a través de la • **Obstrucción ATS:** La posición más deshonesta de Gensler puede estar relacionada con el ahora infame, "adelante, hablen los titulares del intercambio! ("¿Deberían siquiera poder registrarse? El mundo continuará sin esto para nosotros" línea a los intercambios. El CEO de Coinbase, Brian Armstrong, incluso calificó el comportamiento de la SEC como "incompleto" y 200 intercambios. Alguien más llenará este espacio. Sé que podría ser algo dramático hoy en día, pero afirmó que la Comisión se negó a reunirse con los líderes de su empresa o proporcionar cualquier aclaración por escrito sobre si tal vez estaría bien"). Mensaje: el daño ya está hecho, y solo las bolsas de valores nacionales deberían ser su razonamiento para bloqueando uno de los nuevos productos de préstamo de Coinbase.
capaz de intercambiar criptografía.

El comportamiento es incompleto. Coinbase y los otros intercambios han estado tratando de cumplir durante años, y es flagrante. Y debido a que los cripto profesionales no están locos, y debido a que somos notoriamente difíciles de engañar, varios incluso han adquirido corredores de bolsa. Es "la SEC" la que ha mantenido atrapadas sus aplicaciones de corredores. No confiamos en este tipo, porque sabemos exactamente quién es. en limbo. Durante años. Vea [cómo lo explica el abogado Collins Belton](#).

También sabemos por los procedimientos judiciales de Ripple que se están utilizando invitaciones para comprometerse con la SEC. ¡Esto no debería ser sorprendente! El propio Gensler ha declarado que podría ser imposible presentar las criptomonedas como prueba contra la parte proactiva. Gensler le dijo recientemente al Securities Enforcement Forum: los intercambios en el cumplimiento normativo, y que el camino a seguir podría tener que fluir a través de "¡He pedido al personal que reduzca las reuniones con entidades que desean discutir argumentos en sus titulares de intercambio de Wells! ("¿Deberían siquiera poder registrarse? El mundo seguirá adelante sin estas presentaciones". Entre y hable con nosotros. Lo usaremos en su contra y luego nos resistiremos a aclarar las discusiones. 200 intercambios. Alguien más llenará este espacio Sé que podría ser algo dramático hoy, pero está bien, Gary, tal vez estaría bien").



Paño ya está recibiendo sus solicitudes en las bolsas de valores nacionales deberían poder comerciarse con criptomonedas. El debido a que los profesionales de las criptomonedas no están locos, y somos notoriamente difíciles de engañar, no confiamos en las este chico. Sabemos exactamente quién es.

Claro, Poloniex podría haber intentado registrarse como una bolsa de valores o, más probablemente, como un corredor de bolsa para operar un sistema de comercio alternativo [y] esperó... y esperaba. . . y esperaba. . . procedimientos judiciales de Ripple que las invitaciones para comprometerse con la SEC se están utilizando esperando un poco más. Dada la lentitud que hemos tenido en determinar cómo las entidades reguladas como prueba en contra de la parte proactiva. Gensler le dijo recientemente al Securities Enforcement Forum, puede interactuar con criptografía, es comprensible que los participantes del mercado se sorprendan de vernos. Le pediré al personal que reduzca las reuniones con entidades que desean discutir argumentos en sus pozos. las armas de ejecución están encendidas y argumentan que Poloniex fue sumisión". Entra y habla con nosotros. Lo usaremos en su contra y luego nos resistiremos a aclarar las discusiones. no registrado u operando bajo una exención como debería haber sido."

Bien, Gary.

Es por eso que Peirce es el único líder de la SEC con una pizca de credibilidad criptográfica. Peirce (por supuesto) señaló lo absurdo de las invitaciones de la SEC a los cryptoempresarios a la luz del enfoque centrado en la aplicación de la SEC.

- Presión anti-ETHE. SEC ha subido la temperatura en los fondos de la Ley '40 (los fondos mutuos de \$ 30 billones

fondos y la industria de ETF) que han considerado agregar exposición a valores criptográficos que no son de bitcoin, como "Claro, Poloniex podría haber intentado registrarse como una bolsa de valores o, más probablemente, como un corredor ETHE de Grayscale. Un administrador de fondos me dijo que su empresa había obtenido la aprobación para mantener ETHE de un distribuidor regional para operar un sistema de comercio alternativo [y] esperó de que la oficina de la SEC antes de que las compañías informara, algunos más. Dado lo lentos que hemos sido para determinar cómo las entidades reguladas pueden interactuar, "en realidad, no, no hemos bendecido ningún producto criptográfico fuera de los denominados en bitcoin". Es comprensible que varios otros participantes del mercado criptográfico se sorprendan al vernos entrar en el fondo. Los abogados confirmaron que la SEC se ha mantenido hostil a los valores que no son de bitcoin. Incluso Bitcoin no está en escena ahora con nuestras armas de ejecución encendidas y argumentamos que Poloniex no fue registrado o visto favorablemente. Simplemente fue protegido.

operando bajo una exención como debería haber sido".

- Monedas de valor estable: la toma de poder más transparente que hemos visto tiene que ver con el impulso de Gensler por Supervisión del mercado de monedas estables, que estuvo al renombrar inteligentemente "monedas estables" como "valor estable". Es por eso que ella es la única líder en la SEC con una pizca de credibilidad criptográfica.

- Presión anti-ETHE. La SEC también se ha admitido anteriormente, probablemente sea mejor resolver que nuestra integración bancaria.

Continuar respaldando monedas estables con papel comercial u otros productos menos líquidos.

- American Crypto vs. China Stonks: se que el debate no es un gran debate basado en hechos. Pero debería, el gerente me dijo que su empresa había obtenido la aprobación para retener ETHE de una oficina regional de la SEC antes de enarlo porque las empresas chinas comercian libremente en las bolsas de valores de EE. de meses después y hágalas saber, las leyes de divulgación de valores y los innovadores criptográficos estadounidenses no obtienen la misma libertad, a pesar de más "en realidad, no, no hemos bendecido ningún valor criptográfico fuera de los fideicomisos de bitcoin". Varios otros financian compromisos de buena fe. Los abogados confirmaron que la SEC se ha mantenido hostil a los valores que no son de bitcoin. lo que esencialmente cuestiona los comentarios públicos anteriores de Finman sobre Ethereum. Incluso bitcoin no se ve favorablemente. Era simplemente la Junta de Supervisión de Contabilidad de Empresas Públicas (PCAOB), supervisa las auditorías de derechos adquiridos que cotizan en bolsa.

y mantiene una lista de empresas extranjeras que han rechazado las solicitudes de la SEC para auditar sus registros. ¿No lo sabría? El 95 % de las empresas de su lista tienen auditores con sede en China continental o en Hong Kong. Sabes. Pequeños

- Monedas de valor estable: la toma de poder más transparente que hemos visto tiene que ver con el impulso de Gensler de millones de dólares como iQin y Pinduoduo, Nio y Tencent. Muestran inteligentemente "monedas estables" como "monedas de valor estable", un guiño a los "fondos de valor estable" regulados por la SEC. Para ser honesto, no tengo tanto problema con que Gensler les de a esas empresas un período de gracia de tres años para cumplir con las pautas de la PCAOB, pero nosotros que sus otros puestos. Como se discutió anteriormente, probablemente sea mejor resolver que nuestra integración bancaria no contemplará un puerto seguro criptográfico de tres años.

¿Estás bromeando? ¿Es la diferencia que Wall Street gana dinero de un grupo y no de American Crypto vs. China Stonks: Sé que el debate no es un gran debate basado en hechos. Pero debe el otro?

- Proteger a quién, exactamente? Crypto está comenzando a resaltar, cuán dañinas son las leyes de divulgación de valores de la Ley 40 de 80 años, y los innovadores criptográficos estadounidenses no obtienen la misma libertad, a pesar de que son más y sus reglas obsoletas para inversores acreditados. Estas reglas impiden que los usuarios recompensas Impiden que las empresas se hagan públicas hasta que la mayor parte de su crecimiento haya sido capturado de forma privada. Cosas como las reglas de propiedad de las compañías de inversión no previenen el fraude. lo permiten. (La Junta de Supervisión Contable de Empresas Públicas (PCAOB, por sus siglas en inglés), supervisa las auditorías de las empresas que cotizan en bolsa y lo he visto yo mismo) auditar su racista. Seguramente alguien se despertó lo suficiente como para insistir en evitar el título de Presidente mientras insistía torpemente en las presentaciones. ¿No lo sabría? El 95 % de las empresas de su lista tienen auditores con sede en cualquiera de los dos continentes.



Hong Kong Sabes. Equipos pequeños como China Petroleum & Chemical, China Mobile, comunidades JD.com , China o y otras empresas de más de \$ 10 mil millones, y OPI de mil millones de dólares como iQiyi, Pinduoduo, Nio y Tencent Music.

Gensler está otorgando a esas empresas un período de gracia de tres años para cumplir con las pautas de la PCAOB, pero no considerará un puerto seguro de criptomonedas de tres años. ¿Estás bromeando? ¿Es la diferencia que la ganando dinero de un grupo y no del otro?

• ¿Protegiendo a quién, exactamente? Crypto está comenzando a resaltar cuán perjudicial es la "Ley 40" de 80 años y sus reglas obsoletas para inversionistas acreditados son. Estas reglas impiden que los usuarios reciban la herramienta definitiva de token ganado recompensas Impiden que las empresas se hagan públicas hasta que la mayor parte de su crecimiento haya sido capturado en privado. Cosas como las reglas de propiedad de las compañías de inversión no previenen el fraude, lo permiten. (Lo he visto yo mismo.) Los umbrales de ingreso y riqueza para la acreditación son en sí mismos excluyentes y racista. Seguramente alguien se despertó lo suficiente como para insistir en evitar el título de "Presidente" mientras insiste torpemente en al referirse a Satoshi Nakamoto como "ella" se interesaría en la popularidad de las criptomonedas entre los desatendidos y tenga en cuenta su voto de censura en TradFi. ¿Derecha? comunidades,

hecho, votan con sus billeteras. (El 13% de los inversionistas blancos tienen grupos subrepresentados que, de exposición en comparación con el 18 % de inversionistas negros, el 21 % hispanos y el 23 % asiáticos), y, sin embargo, la SEC continúa trabajando arduamente para detenerlos. El paternalismo es especialmente impresionante, dado el hecho de que las criptomonedas se han ido la entrega de los bienes. Es la *única* clase de activos en la que el comercio minorista ha ganado más dinero y ha tenido más acceso que las instituciones en cada paso del camino. El sector ha superado literalmente a todo. Es la herramienta definitiva para proteger a los inversores que más lo necesitan: los históricamente privados de sus derechos.

Bitcoin & Traditional Assets CAGR

	Bitcoin	Gold	S&P 500
1 year:	+299%	-0.04%	+31%
2 year:	+171%	+13%	+23%
3 year:	+117%	+16%	+20%
4 year:	+76%	+10%	+16%
5 year:	+146%	+8%	+17%
6 year:	+141%	+10%	+15%
7 year:	+107%	+7%	+13%
8 year:	+88%	+5%	+13%
9 year:	+162%	+0.87%	+15%
10 year:	+177%	+0.50%	+14%

What is it: This shows bitcoin's Compound Annual Growth Rate (CAGR) vs other assets over various timeframes. For example this is showing that bitcoin has returned 155% on average, every year, for the past 5 years, while gold has returned 7% on average each year over the same period.

Why it matters: As with the historical bitcoin price table, we see bitcoin's extreme outperformance vs other assets here as well. These CAGR numbers solidify bitcoin's status as the best performing financial asset in history.

(Fuente: [Caso Bitcoin](#))



Esa es mucha evidencia contra Gensler. Pero "mentiroso y fraude" son términos cargados que implican malicia. ¿Será que la ingenuidad es la culpable vs la mala fe?

No. Esto no es un caso de ineptitud o ingenuidad técnica. Lo que hace que Gensler sea tan peligroso y sucio es su competencia y su ambición. Es un artista de élite que amasó una [fortuna de 120 millones](#) de dólares. de una exitosa carrera [en Goldman Sachs](#). Como ex presidente de la CFTC, sabe cómo funciona la maquinaria política de DC y cómo pulir su currículum, jugar duro y mantener su nombre en las noticias. Como exprofesor de criptografía del MIT, está más familiarizado con la tecnología que la mayoría de los demás en los círculos políticos de DC. Es astuto y calculador.

Al diablo con la misión de la SEC. Tiene como rehén a toda una industria emergente, en parte a instancias del senador Warren, mientras se gana el favor de ascender [a secretario del Tesoro](#).

Mire, he tratado con varios profesionales inteligentes, talentosos, serios y bien intencionados en la SEC. No nombraré dejarlos aquí (por razones que probablemente sean obvias ahora... No quiero meterlos en problemas), [no nombraré dejarlos aquí \(por razones que probablemente sean obvias ahora\)](#). Yo no quiero meterlos en problemas, pero los respeto y en un mundo perfecto me encantaría colaborar más de cerca en nuestras misiones compartidas. Gensler los detiene. Es un fraude. Los inversionistas estadounidenses y el personal de la SEC se merecen algo mejor. Gensler los detiene. Es un fraude. Los inversionistas estadounidenses y el personal de la SEC se merecen algo mejor.

11. Ripple vs. SEC vs. Safe Harbors

No soy, como dices, fanático de Ripple. Llamé a la compañía [Jekyll and Hyde of crypto](#): genial, liquidación bruta en tiempo real y tecnología de remesas, pero turbio marketing a nivel de MLM y volcado minorista de su alijo centralizado de XRP. Si ha estado en el mundo de las criptomonedas durante algún tiempo, sabe que el CEO de Ripple, Brad Garlinghouse, y yo no intercambiamos tarjetas de Navidad.

Pero desde el día en que la acción de cumplimiento de la SEC contra ellos cayó el otoño pasado, he estado alentando a que prevalezcan contra la SEC porque el caso se siente sucio y [podría sentar un precedente terrible](#).

Sabemos por [los procedimientos judiciales de Ripple](#) que a pesar de tres años de reuniones con ejecutivos de la empresa, la SEC nunca informó a Ripple ni a sus socios que la Comisión creía que la moneda digital de la empresa, XRP, era un valor hasta que iniciaron una acción de ejecución. Eso solo es condenatorio. No soy abogado, pero sé que tentar a una empresa para que participe durante *tres años* y luego iniciar una demanda sin previo aviso no es una buena manera de diseñar políticas en torno a un mercado emergente.

Especialmente porque, a diferencia de muchos otros tokens criptográficos, XRP en realidad se ha utilizado legítimamente para pagos transfronterizos como moneda de buena fe. En ["Te veo XRP"](#), una publicación crítica que publiqué tres años antes de la acción de aplicación de la SEC (y que habría protegido a los inversores de la corrección de más del 95% que XRP tuvo después de mi publicación), describí el problema:

"XRP podría tomar impulso como una posible "moneda puente" viable. Podría encontrar pie como un activo de reserva mantenido por instituciones que negocian ciertos pares de divisas con poca frecuencia, por ejemplo, bancos de Nivel 2 fuera del sistema bancario corresponsal que desean liquidar transacciones en moneda local. Las "recompensas" de XRP podrían usarse como incentivos para endulzar el bote y reducir los costos para los primeros socios. ¿Cómo liquida el Banco A en África una deuda denominada en pesos si hace negocios con poca frecuencia con el Banco B en América Latina? Por lo general, pasan por otro banco corresponsal que usa una moneda de reserva más grande para liquidar: múltiples saltos para llegar a la misma transferencia, y cada intermediario en el proceso toma una parte de la acción. XRP podría simplificar eso, los primeros bancos podrían ahorrar dinero y ganar por ser los primeros en mantener XRP, y la red podría descentralizarse gradualmente. No es probable, pero posible".



En el análisis, no discrepé con el uso de XRP por parte de la empresa, sino más bien con sus divulgaciones selectivas en torno a las ventas de XRP, las líneas que desdibujó intencionalmente durante la promoción de sus crecientes volúmenes de XRP (que en ese momento se debían a declaraciones infladas/falsas). volúmenes en bolsas de valores en el extranjero), y sus insinuaciones regulares de que la nueva liquidez y el interés de los compradores provenían de instituciones frente a minoristas. Fue un marketing de mala calidad, y la empresa ofuscó intencionalmente (todavía lo hace) todas sus transacciones con partes relacionadas y los volúmenes de venta asociados con XRP. Seguimos el dinero y actualizamos la capitalización de mercado de XRP en consecuencia, [ya que descubrimos que los expertos vendían miles de millones de dólares por año](#) . en fichas que de otro modo ya se contarían como parte de los activos "suministro circulante".

Este es el caso de Safe Harbor en pocas palabras: si Ripple hubiera cumplido con los informes continuos bajo el [proyecto de propuesta](#) del [Comisario Peirce](#) , esta asimetría de suministro de XRP se habría desvanecido:

(iii)(D) Información suficiente para que un tercero cree una herramienta para verificar el historial de transacciones del Token (por ejemplo, la cadena de bloques o el libro mayor distribuido). **Esto habría asegurado que Ripple admitiera un explorador de bloques bifurcable y disponible gratuitamente.**

(v) Ventas previas de tokens. La fecha de venta, la cantidad de Tokens vendidos antes de presentar un aviso de confianza en el puerto seguro, cualquier limitación o restricción en la transferibilidad de los Tokens vendidos y el tipo y monto de la contraprestación recibida. **Esto habría contabilizado correctamente todas las ventas históricas de Ripple, incluidos bloqueos y descuentos para socios comerciales.**

(vi)(B) La cantidad de Tokens o derechos de Tokens de propiedad de cada miembro del Equipo de desarrollo inicial y una descripción de cualquier limitación o restricción sobre la transferibilidad de los Tokens en poder de dichas personas; **Esto habría rastreado las ventas en curso de Chris Larsen, Brad Garlinghouse y Jed McCaleb, así como las de la fundación afiliada de la compañía.**

(ix) Transacciones de Personas Relacionadas. Una descripción de cualquier transacción importante, o cualquier transacción importante propuesta, en la que el Equipo de Desarrollo Inicial sea un participante y en la cual cualquier Persona Relacionada tuvo o tendrá un interés material directo o indirecto. La descripción debe identificar la naturaleza de la transacción, la Persona relacionada, la base sobre la cual la persona es una Persona relacionada y el valor aproximado del monto involucrado en la transacción. **Ídem.**

Bajo un puerto seguro, Ripple habría tenido tres años para idear una estrategia de distribución y descentralización. Eso habría sido una política pro-crecimiento, pro-innovación. Y la compañía habría limpiado sus informes en curso, o Ripple y sus ejecutivos habrían enfrentado una acción de cumplimiento, no por violaciones de registro de valores, sino por fraude.

El objetivo de la política para el puerto seguro debe ser eliminar a los estafadores y estafadores a través de la transparencia de aceptación. Mantenga a aquellos involucrados en criptografía que tienen objetivos serios y loables, ayude a fomentar la innovación segura durante la fase de arranque, aliente las redes con tokens para descentralizarse y persiga grandes ideas sin tropezar con las leyes diseñadas para proteger a los inversores. Y lo que es más importante, evolucione los estándares abiertos mucho más rápido de lo que sería posible con las leyes de valores de 80 años de la era anterior a la computadora.

Predigo que la SEC seguirá siendo un lastre para las criptoempresas estadounidenses, las cosas empeorarán antes de mejorar, y Gensler seguirá ignorando la propuesta de puerto seguro de Peirce, siempre que su maestro, el senador Warren, se lo indique.



12. La batalla por la privacidad

Es triste, pero nuestros derechos de privacidad digital son una idea de último momento para los legisladores. Lo [toman como un hecho](#) que podrán husmear en nuestras vidas digitales sin límites bajo el lema de "seguridad nacional" y "atrapar a los malos" y "recaudar impuestos". Las peores partes del Proyecto de Ley de Infraestructura, el lenguaje expansivo del "intermediario" y la disposición de informes 6050i, colocan a la industria en una posición especialmente precaria, probablemente violando los derechos de la Primera y la Cuarta enmienda, y serán impugnados en los tribunales.

El lenguaje del "intermediario" en el proyecto de ley de infraestructura es peligrosamente ambiguo. Podría aplicarse para capturar a las personas que escriben código, validadores que procesan transacciones y participantes activos de criptogobernanza. Aparentemente, el lenguaje se escribió para garantizar que las transacciones de DeFi pudieran monitorearse y los eventos imponibles se informaran al IRS. Pero con el Tesoro considerando seriamente un impuesto a la riqueza, la "ambigüedad" parece más intencional. Nuevamente, recuerde que el Tesoro luchó contra las enmiendas que Crypto Coalition propuso como solución.

La otra gran batalla, por supuesto, es con 6050i, que generalmente obliga a las empresas a presentar informes (incluidos nombres y números de Seguro Social) cada vez que reciben más de \$10,000 en efectivo de una contraparte. El proyecto de ley de infraestructura actualizó 6050i para incluir informes criptográficos. Según la [Proof of Stake Alliance](#), quien inicialmente captó la disposición, esta nueva regla iría más allá de la Ley de Secreto Bancario, al delegar a los estadounidenses para recopilar y reportar información sobre sus conciudadanos a la que el gobierno mismo no podría acceder sin una orden judicial.

Como [explica Coin Center](#), el requisito de información de la Ley de Secreto Bancario es en sí apenas constitucional, pero solo porque

"los bancos son un tercero en las transacciones de sus clientes. Los usuarios bancarios entregan voluntariamente la información de la transacción a un banco como condición para usar los servicios bancarios y los bancos retienen esa información para fines comerciales legítimos. Esta es la esencia de la llamada doctrina de "terceros" que obvia el requisito de garantía de la Cuarta Enmienda que de otro modo sería aplicable".

En una transacción peer-to-peer, no hay un tercero. Sin embargo, bajo el nuevo lenguaje 6050i, Alice y Bob podrían intercambiar BTC y ETH, y estar sujetos a informes extensos entre sí. La interpretación extrema de 6050i en esos casos sería que el incumplimiento podría dar lugar a un cargo de delito grave y hasta cinco años de prisión. Eso prohibiría efectivamente las transacciones sin intermediarios, ya que haría que el cumplimiento en ciertos mercados (ventas de arte NFT) fuera funcionalmente imposible. ¿Nos hace eso a salvo de los terroristas, papi?

Ambas disposiciones están listas para impugnaciones constitucionales si no se [modifican por completo](#).

13. Incorporación de DAO

La propuesta de política más inteligente que he visto este año provino de a16z. En sus presentaciones a los legisladores y reguladores, comienzan con el [por qué detrás de "Web3"](#): la propiedad del usuario promueve la inclusión financiera al hacer que las personas sean propietarias y votantes democráticos en las plataformas que usan, crea un camino para abrir las grandes empresas tecnológicas a la competencia y garantiza que el futuro de Internet será abierto y libre de represiones corporativas o autoritarias.

También nos ayuda a llevar el enfoque más allá de DeFi y las criptomonedas, capturando cosas como tokens no fungibles (NFT), conectividad a Internet y redes de almacenamiento de datos. El futuro de Internet en sí.



Pero a16z también hace algo que no es obvio e importante: eliminan el énfasis en los tokens y lo colocan donde corresponde: en las DAO como [una nueva estructura legal](#).

¡Por supuesto!

Las preguntas del billón de dólares para las criptomonedas son "qué tan efectivamente podemos descentralizar" y "qué tan bien podemos gobernar la Internet abierta".

Volviendo a la prueba de valores "Howey" (una inversión en una empresa común con la expectativa de ganancias basadas en los esfuerzos de otros), esta es la mejor manera de limitar la extralimitación jurisdiccional por parte de la SEC y garantizar que las redes tokenizadas puedan operar legalmente en EE. UU. Definir limpiamente las DAO como una nueva primitiva corporativa cumpliría el doble propósito de aclarar a) qué constituye una "empresa común" y cómo interpretar los "esfuerzos de otros" en esa empresa, y b) cómo estas estructuras legales pueden simplificar cumplimiento tributario. Existen diferencias bastante obvias entre las empresas y las DAO, y comienza con su gobierno fluido y sus estructuras legales, no con sus tokens.



ZK Snarks contra el capitalismo de vigilancia
[Ver este NFT en OpenSea](#)

Este es el camino correcto a seguir, pero también plantea otra pregunta: si los productos básicos tienen la CFTC, la moneda tiene la OCC y los valores tienen la SEC, ¿no requerirán los tokens un regulador?

Probablemente.

(Lectura adicional: a16z [Gana el futuro](#),
[Una Agenda para los Hacedores de Políticas](#), [jessé](#)
[Nota de Pollak](#))

14. El Consejo Americano Web3

Más allá de la regulación de las monedas estables, que probablemente debería ser manejada por una combinación de la OCC y la FDIC (no la SEC), la criptografía es lo suficientemente grande y transformadora como para justificar su propio regulador, así como un organismo autorregulador que podría supervisar la criptografía, custodios e intercambios. Irónicamente, ese regulador podría verse como una combinación de OCC y FSOC.



Most of that regulator's focus might be on entities like Coinbase and Kraken and Anchorage and BlockFi that handle custody crypto for customers. But it could also help as a coordinating body with other agencies, break jurisdictional ties, and slam the door on attempted power grabs.

The American Web3 Council could run point on implementing things like Hester Peirce's Safe Harbor, handing fraud and cases of bona fide securities offerings over to the SEC. It could work with the CFTC on oversight of DeFi market makers and rules for the perpetuals markets. It could work with the IRS on tax reporting standards to fix crypto's 1099 problem. It could work with the IRS and others to create the new taxable legal structure for DAOs.

Most importantly, it could get ahead of new crypto policy priorities we haven't yet considered or haven't emerged: how do we tackle privacy, data permanence, IP, etc. on blockchains and in the metaverse. How do we treat liability and oversight in token-governed networks like DAOs?

Coinbase [proposed a dedicated regulator / SRO](#) combination in its recent policy proposals, and I think they articulated the [broad strokes well](#):

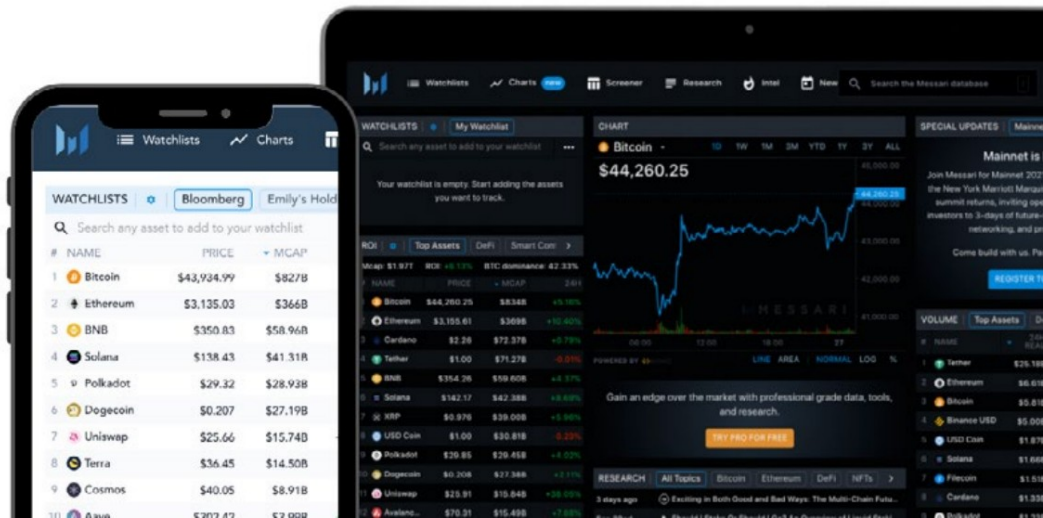
- Create a new framework around digital assets given their unique properties
- Assign a dedicated regulator to deal with the challenges of digital asset marketplaces
- Protect against fraud and market manipulation at these marketplaces
- Promote interoperability and competition



Access our industry leading research and Pro data tools.

Go Pro for 15% off with offer code "theses_2022"

START YOUR 7-DAY FREE TRIAL



La clave aquí fue la inclusión de la interoperabilidad de Coinbase (una posición para proteger las transferencias de billetera a billetera y garantizar que la "salida" de los intercambios siga siendo indolora). Brian Brooks también sugirió que el Congreso aplique un [principio de no discriminación](#). a crypto también (sin tratamiento preferencial para TradFi vs. DeFi).

Algo como el AW3C presentaría quizás el único camino a seguir que no cede la supervisión completa de los criptomercados a la SEC, ni empuja las criptos al extranjero. Habrá regulación, y el Tesoro y el FSOC parecen cómodos apoyándose fuertemente en Gensler. Una "nueva" agencia destacaría la aceptación de las criptomonedas por parte de los EE. UU. como un nuevo paradigma (¡el tratamiento de Internet!), guiaría la regulación inteligente y ayudaría con la orientación y el cumplimiento tributario.

Desafortunadamente, creo que esto tiene una probabilidad de <0.1% de llegar a buen término. No con este Congreso paralizado y una administración hostil a los mercados. Los líderes reguladores actuales parecen haberse repartido el pastel por sí mismos.

Mi sensación es que el futuro de la criptografía estadounidense se basa en un [asalto legal implacable contra la SEC](#).

15. Batallas locales y de metaverso

Tenía grandes planes para esta sección. Verdaderamente lo hice. Wyoming está haciendo grandes cosas e innovando como loco en [las estructuras bancarias criptográficas](#) y [reglas de gobierno de DAO](#). Los alcaldes están comenzando a competir entre sí para convertirse en centros criptográficos: me gusta que [la ciudad de Nueva York](#) esté [mostrando un poco de lucha](#) y dos de mis otras ciudades favoritas, Austin y Miami, ya son zonas seguras. También creo sinceramente que en un mundo en el que no quede ninguna tierra física sin colonizar, debemos centrar nuestra atención en los derechos de [propiedad virtual](#). [Deberíamos luchar por un metaverso abierto](#). En el ámbito físico y virtual, deberíamos estar peleando batallas en los bordes descentralizados.

Pero voy a detenerme aquí por dos razones: 1) estoy cansado y esta sección es lo suficientemente larga, y 2) no quiero perder de vista mi chiste inicial. La lucha está aquí, en Estados Unidos y en DC en particular, y lo que está en juego no podría ser mayor. O ganamos y realizamos otra era dorada de la Internet propiedad del usuario. O perdemos, y el futuro parece más sombrío.

Los estados no te esconderán del enojado Tío Sam. Simplemente [no es así como funciona](#). Debemos ganar DC.

16. No hay nada más punk que la batalla por las criptomonedas estadounidenses

Para cerrar esta sección, incluyo un extracto de un [hilo reciente de Punk6529](#). [Te animo a leer todos los hilos principales de Punk6529 durante las vacaciones](#). Entre [este informe](#) y las misivas de Punk, estás viendo la versión de un hombre pobre de Crypto Federalist Papers.

"No hay un hogar más natural para las criptomonedas que los Estados Unidos de América. No existe un arma estratégica más natural para los Estados Unidos de América que las criptomonedas. Estados Unidos nunca se ha equivocado al apostar por la libertad y las cosas no son diferentes esta vez.

Estados Unidos tiene: la economía y los mercados financieros más grandes, la moneda de reserva, el ejército* más fuerte, la industria tecnológica más grande, la industria de medios más grande (y más libertad de expresión que la mayoría) y un mercado de consumo interminable. También tiene una creencia fundamental en la libertad del estado y una sana desconfianza en la infalibilidad del estado: Boston Tea Party, Constitución,



Declaración de Derechos. Y el sistema de gobierno también está bastante descentralizado. EE. UU. es una federación, algo que no se comprende completamente fuera de EE. UU., con una gran cantidad de derechos de los estados.

Mi punto de vista es muy simple: Estados Unidos puede manejar sistemas abiertos, sus competidores estratégicos no. Mi punto de vista es el punto de vista literal anti-Peter Thiel. Su opinión era que China estaba alentando a BTC a reducir el dominio del USD. Fue lo más al revés que he oído en años. El USD puede manejar BTC muy bien. Un sistema cerrado como el yuan no puede.

Una forma diferente de decirlo: soy mucho más optimista que nuestro establecimiento político. Creo que Estados Unidos puede liderar el camino hacia una mayor libertad, innovación y descentralización. Y eso ayudará a los Estados Unidos y al mundo. Si Estados Unidos lidera en este tema, la UE lo seguirá. Si EE. UU. y la UE eligen el camino de la libertad, empezaremos a construir sistemas a los que puedan aspirar los ciudadanos de sistemas más cerrados. Este, para mí, es el camino.

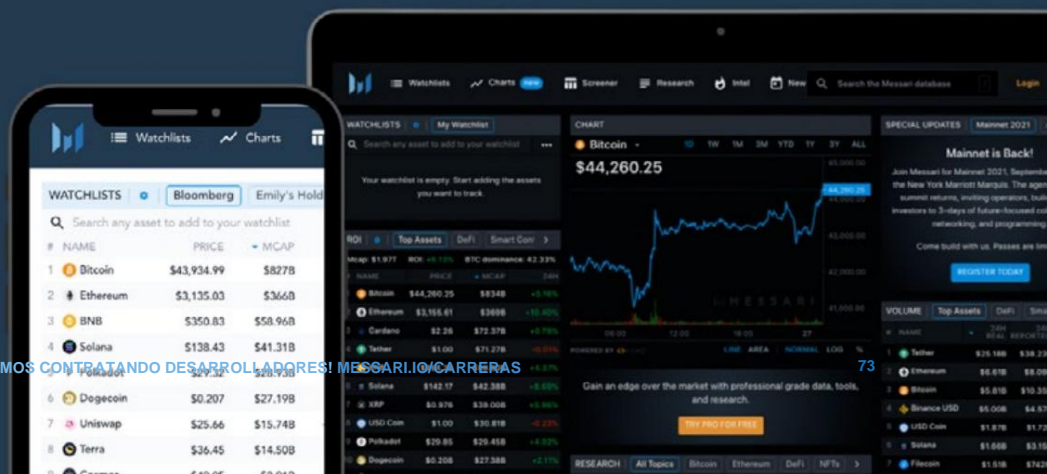
Bien, adelante...



Free research.
100+ projects.
Trusted and Independent.

Interested in
commissioning
research?

CONTACT US FOR
PRICING



¡ESTAMOS CONTRATANDO DESARROLLADORES! MESSARI.ORG/CARRERAS

Infraestructura de mercado

1. Los ETF de Bitcoin Futures son Piezas de mierda patrocinadas por el estado	75
2. Goldman Gary y la Redención Reg M	76
3. Reservas del prestamista	79
4. CeFi frente a TradFi	80
5. Educación CEX	81
6. Criptovalores (y ILO)	82
7. Guardabolsas (y Stakers)	83
8. Coinlist: una plataforma global de emisión de tokens (excepto en el Estados Unidos y Corea del Norte)	83
9. RegTech	85
10. Innovación en pagos	86
11. El caso de seguridad nacional para los criptodólares	87
12. DCEP	88
13. Fedcoins y CFDC occidentales	89
14. USDC y el hermano Jeremy	89
15. Cuando Paxos conoció a Novi	90



1. Los ETF de futuros de Bitcoin son pedazos de mierda patrocinados por el estado

Los ETF de futuros de Bitcoin que se aprobaron a mediados de octubre son terribles para los inversores que no pertenecen a Wall Street.

A pesar de las tarifas nominales de solo 65-85 puntos básicos, es probable que estos activos tóxicos les cuesten a los inversores cerca del 5-10% / año en costos ocultos debido a sus estructuras, la volatilidad continua de bitcoin y la tendencia alcista a largo plazo del mercado. Bloomberg incluso llegó a señalar que "[la máquina de impresión de dinero de crypto se ha vuelto a encender](#)" ya que fondos como BITO de ProShares, XBTF de Van Eck y BTF de Valkyrie están obligados a "rodar" los futuros de bitcoin subyacentes cuyos contratos a largo plazo se han negociado consistentemente a precios más altos que los contratos a corto plazo. Ese "contango sangra" se acumula para los creadores de mercado de Wall Street a expensas directas de los titulares de ETF.

Arthur Hayes [tiene una gran publicación](#), sobre cómo funcionan estos en inglés sencillo.

Podría decirse que esta estructura de futuros es necesaria para los ETF que rastrean materias primas físicas como el petróleo, donde es difícil o imposible recibir la entrega física de los activos subyacentes (recuerde [los estragos del año pasado](#)). cuando los futuros del petróleo se volvieron negativos debido a problemas en la cadena de suministro y costos de almacenamiento?). Pero una estructura similar es una locura para un activo como bitcoin que tiene un mercado al contado saludable Y un mecanismo simple a través del cual los inversores pueden custodiar futuros liquidados físicamente: ¡carteras de bitcoin! Sabemos desde el día 1 que los nuevos ETF de Bitcoin son perdedores. Solo tenemos que mirar los ETF de materias primas estructurados de manera similar para ver cuán extremo es probable que sea el bajo rendimiento al contado: el ETF USO de futuros de petróleo ha bajado un 38% en los últimos cinco años en comparación con un aumento del 62% en el activo subyacente.

Range	10/14/2016	-	10/14/2021	Period	Daily	No. of Period	1826 Day(s)	Table
Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference				
1) USCRWTIC Index	USD	61.49%	61.49%	--				
2) CL1 Comdty	USD	61.49%	31.42%	-30.07%				
3) USO US Equity	USD	-37.93%	-37.93%	-99.42%				
4)								
5)								
6)								

(Fuente: Bloomberg, [Joe Orsini](#))

Raoul Pal [lo expresó mejor](#): "Emitir el ETF de futuros de BTC es un buen paso, pero básicamente le brinda a los fondos de cobertura una gran oportunidad de arbitraje, ya que los futuros se negociarán con una gran prima en las fases alcistas y pueden capturar esos rendimientos. Este es el viejo truco del mercado financiero: ahora debe agregar múltiples intermediarios nuevos que obtengan ganancias: el proveedor de ETF, la cámara de compensación, el corredor de futuros, el administrador, el auditor, el bufete de abogados, el CME y los arbitrajes de fondos de cobertura. Wall Street se vuelve más rico. Los inversores minoristas pierden. Otra vez."

Si hay algo positivo aquí, es (irónicamente) que Raoul tiene razón.

A Wall Street le gustan los productos de los que pueden beneficiarse, y un ETF al contado, por superior que sea, no hace fluir esos mismos jugos. Como cerditos en un abrevadero, ¿podrían BITO y otros finalmente involucrar a los bancos en la criptoacción? El comercio base presenta dinero gratis que pueden buscar dentro de sus estrictos límites regulatorios. ¿Supongo que esto podría ser positivo a largo plazo? Mientras tanto, si alguien además de los corredores gana, serán [los usuarios minoristas de Coinbase](#), no perdedores BITO/BTF/XBTF.

[Ben Thompson también señaló](#) que al menos ahora conocemos el costo neto de la regulación: cientos de millones de dólares en costos de contango/retroceso para productos que no tienen sentido, aparte de que son "regulatoriamente posibles". La alternativa de menor costo a esta locura, los ETF al contado son los que Gary Gensler está



es poco probable que se apruebe en el corto plazo (consulte el último capítulo), que es una coda perfecta para una década de políticas criptográficas equivocadas de la SEC.

Los inversores del mercado público perdieron 1000 veces la apreciación en los mercados de bitcoin desde que los gemelos Winklevoss presentaron por primera vez su solicitud de ETF al contado a mediados de 2013. Ahora también pueden perder un 10% anual frente a Wall Street... con una ventaja mucho menor. ¡Protección del inversor, cariño!

Preveo que los costos generales de estos productos estarán todos por debajo del 1 %, pero sus costos netos de renovación de contratos serán >5 % en 2022 (75 % de confianza).

2. Goldman Gary y la Redención Reg M

Una última razón por la que Gary Gensler es un mentiroso y un fraude cuando se trata de tener algún interés en proteger a los inversores minoristas en los criptomercados tiene que ver con el producto Bitcoin Trust / GBTC de Grayscale, que sigue siendo el [producto más incomprendido en criptografía](#).

Haré todo lo posible para explicar brevemente cómo funciona, pero la explicación podría ocupar fácilmente 15 páginas. La información sobre los fideicomisos es pública, pero debe ser sofisticado para saber lo que está viendo en las presentaciones.

Primero, necesitas entender el organigrama:

- GBTC es la flota de acciones públicas del Grayscale Bitcoin Trust basado en spot.
- El fideicomiso posee \$40 mil millones de bitcoin por una tarifa anual del 2%.
- Grayscale es el patrocinador del fideicomiso y patrocina una familia de fideicomisos similares.
- Digital Currency Group es la empresa matriz (100% propietaria) de Grayscale.

Luego, debe comprender la diferencia entre los productos de Grayscale y un ETF normal.

Un ETF normal de materias primas al contado (como el GLD del oro) tiene "participantes autorizados" (corredores) que crean y canjean "canastas" de acciones negociando los activos subyacentes y las acciones que representan hasta que el precio por acción es igual al valor del activo neto subyacente ("NAV"). Si hay más demanda para el ETF que para el intradía subyacente, la dinámica del precio de la acción > NAV atrae a los corredores a comprar bitcoin, **crear** nuevas acciones enviando ese bitcoin al vehículo fiduciario y luego vender las acciones recién creadas en el mercado abierto. Cuando los precios de las acciones < NAV, sucede lo contrario, y el corredor comprará acciones para **canjearlas** con el fideicomiso y recuperar su bitcoin. Estas creaciones y reembolsos se realizan a diario para garantizar que el precio de mercado del ETF refleje los activos subyacentes menos las comisiones de gestión del patrocinador.

Los fideicomisos de Grayscale no son así.

Las acciones de GBTC que ve hoy llegaron al mercado a través de una laguna en la ley de valores que permite que el participante autorizado de Grayscale (otra afiliada de DCG, Genesis Global Trading) recaude dinero para sus fideicomisos de inversores acreditados, quienes luego pueden cambiar el GBTC recién creado acciones en los mercados públicos (mercados OTC, no NYSE) después de un período de preparación de seis meses a través de algo llamado Regla 144. He llamado a esto un cuasi-ETF o ETF de puerta lateral o [Faustian Bargain](#) en el pasado. Parece un ETF, pero por el hecho de que 1) el flotador público llega a los mercados OTC en cámara lenta después del retraso de 6 meses y 2) no hay un mecanismo de redención para recuperar su bitcoin mediante la conversión de las acciones subyacentes.

Este último punto es importante como veremos en un segundo. Es un flujo de fondos unidireccional.



El vacío legal de la Regla 144 allanó el camino para que los inversores acreditados se acumularan en los fideicomisos en escala de grises desde el principio, y luego los cambiaran al comercio minorista para obtener megaprimas después del período de bloqueo. Durante mucho tiempo, la demanda de vehículos de bitcoin que cotizan en bolsa superó la oferta, y las acciones de GBTC fueron el único juego en la ciudad, mientras que la SEC se demoró en otras propuestas de ETF. Esta prima persistente del mercado público fue un excelente mecanismo de arranque para los fideicomisos de Grayscale, y los primeros inversores ganaron una cantidad asombrosa de dinero con el diferencial. Miles de millones en total a expensas del comercio minorista y con la bendición implícita de la SEC.

La prima GBTC duró MUCHO más de lo que la mayoría de la gente esperaba. Pero a medida que se hizo mucho más fácil acceder a bitcoin como inversor institucional, el comercio abarrotado de escala de grises se volvió negativo. Las acciones recién creadas inundaron el mercado en el primer trimestre y ahora tenemos un descuento profundo y persistente.



(Fuente: [ycharts](#))

Recuerde, si se tratara de un ETF real, la prima no habría existido y los inversores acreditados no habrían podido volcarse sobre los inversores minoristas durante años. (Huelga 1, SEC). También significaría que el descuento masivo (y ahora probablemente permanente) del fideicomiso al NAV se cerraría de la noche a la mañana, ya que los inversores optarían por canjear las acciones de GBTC por bitcoin en el fideicomiso que son un 15 % más valiosas en el mercado al contado, y lo haría racionalmente hasta que se cerrara la brecha del NAV. La negativa de la Comisión a aprobar un ETF al contado continúa castigando a los inversores que están atrapados esperando un retorno al NAV que quizás nunca llegue, y ahora deben pagar una tarifa anual del 2% de Grayscale. (Huelga 2, SEC.)

¡Sin embargo, hay un tercer camino y una escotilla de escape para los inversores de Grayscale!

Si bien Grayscale no puede ejecutar una "oferta continua" de nuevas acciones y ofrecer un programa de redención al mismo tiempo (fueron [abofeteados por hacerlo en 2016](#) por... la SEC!!!), pueden buscar algo llamado redenciones Reg M ahora que han detenido la creación de nuevas acciones en medio del descuento de GBTC.

El problema, y tiene razón si anticipó un cambio salvaje y una falla de Strike 3 para la SEC aquí, es que Grayscale PUEDE buscar esto en cualquier momento, pero no tiene la obligación de buscar redenciones de Reg M, especialmente por tanto tiempo ya que también buscan una conversión de ETF, lo que hicieron en el momento en que se aprobaron los ETF basados en futuros en octubre.

Grayscale está diciendo efectivamente un par de cosas que son ciertas, pero no toda la verdad: "tuvimos problemas por un programa de canje de Reg M en 2016, por lo que lo suspendimos" y "la liquidez está disponible para GBTC".



inversionistas en los mercados públicos, y estamos tratando de cerrar la brecha de NAV convirtiendo el fideicomiso en un ETF". Esos son ciertos, y son la línea del partido, pero toda la verdad es que un programa de redención es posible, pero eligen no seguirlo.

Grayscale ve su AUM como un apalancamiento operativo frente a la SEC en su trama de conversión de ETF, pero lo que es más importante, lo ven como un tren de ganancias garantizado de mil millones de dólares y capital permanente dado el actual [Hotel California](#) del BIT. estructura. Grayscale, como patrocinador del BIT, es quien toma las decisiones finales cuando se trata de:

- archivo para una conversión ETF (lo hicieron)
- seguir un programa de redención Reg M (no lo harán)
- liquida sus fideicomisos (sí, claro)

Mientras tanto, cada recompra de GBTC de DCG-Grayscale no es una indicación de confianza per se, sino que es un movimiento de dinero de un bolsillo a otro para evitar la ira de los accionistas. No tienen incentivo alguno para permitir reembolsos.

¿Puedes culparlos?

La SEC está dormida al volante aquí, y Gensler es cómplice de permitir que persista la brecha de \$ 6-10 mil millones entre GBTC y el NAV del fideicomiso. Grayscale "persigue" un ETF que saben que no vendrá de esta SEC con 0% de urgencia. "No haremos canjes hasta que la SEC apruebe un ETF" es una negociación de rehenes inteligente cuando se trata de un arribista orientado a la óptica como Gensler, que no enfrentará ninguna [reacción crítica de la prensa por su obstruccionismo](#). Esta mierda es demasiado complicada [para irritar a la gente, por lo que](#) los inversores pierden, mientras que Gensler y Grayscale ganan.

Eso nos lleva a las "noticias" frecuentes este año de DCG y sus anuncios sobre las autorizaciones de recompra de GBTC. (Al momento de escribir, habían aprobado \$ 1 mil millones, aunque solo habían ejecutado ~ \$ 400 millones en transacciones). Esto no es heroísmo, es una opción sin riesgo.

Los inversionistas involuntarios piensan que DCG puede cerrar la brecha de NAV (imposible dado el tamaño del fideicomiso), pero lo que realmente sucede es que a) El ETF se convierte y GBTC vuelve a la par, DCG se da cuenta de las ganancias de GBTC, b) el AUM se queda ahí y DCG *se paga a sí mismo* (a través de Grayscale) la tarifa de administración del 2% sobre sus acciones de GBTC, o c) finalmente implementan un programa de redención Reg M o liquidan el BIT y recuperan su bitcoin a la par.

Después [de que escribí sobre esto el mes pasado](#), un abogado señaló que "estas situaciones llegan a los tribunales todo el tiempo, definitivamente es posible, especialmente si Grayscale continúa cobrando tarifas sin hacer nada con respecto al descuento. Recuerde que tienen un deber fiduciario con el fideicomiso". Está bien, está bien, pero recuerde que pueden argumentar que ESTÁN tomando medidas para cerrar la brecha a través de recompras y la solicitud de ETF. Pueden ser intocables en ese sentido. Pero creo que es justo que la gente advierta a los nuevos inversores sobre la toxicidad de los nuevos fideicomisos de Grayscale, que tienden a funcionar incluso peor.

Predicción: Barry Silbert es el papá de Gary Gensler. (100% de confianza) Grayscale gana y continúa burlándose de la SEC. Los inversores pierden, ya que GBTC cotiza con un descuento promedio de más del 15% sobre el NAV (confianza del 75%) sin ningún programa Reg M o ETF (confianza del 95%).

(Otra evidencia de que Barry es un maestro en el mercado secundario y su información y asimetrías legales es la reciente [valoración de DCG de \\$ 10 mil millones](#), lo que se siente como un descuento del 60-70% para una empresa que arroja casi \$ 1 mil millones en EBITDA anual, con miles de millones en su balance general).



3. Reservas del prestamista

Me duele escribir esto, pero las regulaciones de productos de préstamos y monedas estables serían algo bueno para la industria. En cierto modo, perdimos nuestro terreno elevado una vez que comenzamos a ver algunos de los activos que los emisores y prestamistas de monedas estables estaban almacenando en el balance general este año, ¡incluidas las acciones de Grayscale!

Tether puede contener demasiado papel comercial (ver más adelante en este capítulo), pero los activos de BlockFi pueden ser más reveladores. Los elegiré porque a) tengo activos allí, así que creo que es seguro, b) ya están en la [mira regulatoria](#) (por lo que son relevantes), c) los atraparon [con los pantalones bajados en un mal comercio de utilería](#) (para que pueda ver que esto no es solo teórico), d) están muy bien capitalizados (por lo que las sugerencias de insolvencia no son creíbles), e) esto es toda información pública.

Esto es lo que sabemos sobre el primer trimestre de BlockFi...

[The Block informó en enero](#) que BlockFi estaba apenas por debajo de los \$100 mm en ingresos en 2020, con ~ \$ 30 mm provenientes de primas de GBTC en el comercio de escala de grises y ~ \$ 55 mm de préstamos institucionales. BlockFi fue una de las dos empresas (junto con Three Arrows Capital), que criticaron el comercio de Grayscale lo suficientemente fuerte como para desencadenar divulgaciones de 13G con la SEC. Para el 11 de febrero, BlockFi se sentó en [\\$ 1.7 mil millones de acciones de GBTC](#) y una ganancia no realizada de ~ \$ 150 mm. [Días después, los precios de GBTC](#) comenzaron una bomba nuclear del 25 % frente al NAV durante dos semanas. Cualquiera que sea la cantidad exacta que BlockFi no pudo deshacer durante ese período de tiempo, inmediatamente se convirtió en una pérdida no realizada de \$ 100-150 millones. Ay.

La compañía anunció una [Serie D de \\$ 350 mm](#) apenas unas semanas después. ¿Casualidad o refuerzo de solvencia? Creo que lo primero, pero el anuncio ciertamente parece haber sido acelerado.

¿Fue BlockFi en gran parte responsable de finalmente romper el comercio de escala de grises? Bueno, aquí hay una explicación plausible de lo que sucedió en febrero:

A medida que la prima de GBTC se redujo y los costos de oportunidad aumentaron, el equipo de riesgo de BlockFi naturalmente habría querido reducir la posición. Dada la exposición descomunal de BlockFi (recuerde, esta responsabilidad solo CRECERÍA con un precio de bitcoin apreciado), desarrollar su participación podría haber causado una venta masiva por debajo de la línea NAV mendoza, hasta que el equipo de riesgo de BlockFi se sintiera cómodo almacenando la posición sumergida restante e implementando una estrategia cancelar el resto de la mala inversión.

De hecho, [el 24 de junio](#), BlockFi había salido de ~45% de su posición, lo que significa que aún pueden poseer más de mil millones de dólares en GBTC bajo el agua, que mantienen con una pérdida no realizada del 10%, más la tarifa de gestión de escala de grises del 2%, más el interés de los depositantes de BlockFi tarifas

¡Está bien!

BlockFi vivirá, y su balance puede absorber el impacto incluso si la posición se deshace por completo con pérdidas. Tal vez BlockFi ya esté completamente fuera del comercio (lo dudo), y/o ha compensado con creces la mala apuesta con sus otras apuestas de DeFi y préstamos institucionales. Sin embargo, el hecho es que se necesitaron divulgaciones financieras en presentaciones de "terceros" para resaltar que esto era incluso un riesgo potencial para lo que ahora es un prestamista criptográfico de más de \$ 10 mil millones con 500 mil clientes minoristas. (También destaca el desafío al que se enfrentará GBTC para volver al NAV. Las ballenas se comerán la tarifa del 2% y rezarán por la aprobación de la ETF, o venderán rebotes por encima, digamos, del 90% del NAV).

Ahora que conocemos la fábrica de salchichas, podría ser algo caritativo decir que los productos de préstamos criptográficos de hoy en día se asemejan a los fondos del mercado monetario (los de BlockFi al menos son mucho más riesgosos), lo que no hace que las regulaciones de préstamos y monedas estables parezcan tan locas después de todo.



Matt Levine escribió el mejor artículo sobre el tema con Coinbase Lend y dio en [el clavo](#):

"Mira, lo entiendo. Desde la perspectiva de Coinbase, de sus clientes y, francamente, de la mayoría de las personas normales interesadas en las criptomonedas: a las personas les gustaría prestar sus Bitcoins. No se siente como una seguridad. Es un poco molesto y arcaico que un caso de la Corte Suprema de 1946 diga que es... [Pero también] esto no es una acción o bono o "nota" o "contrato de inversión" o un pagaré personal o préstamo sindicado. Es una cuenta bancaria totalmente garantizada con un índice de reserva del 100%.

Los bancos retienen su dinero, lo usan para financiar préstamos, le pagan intereses, le devuelven el dinero incluso si los préstamos no cumplen, todo es transparente para usted, etc. Es solo una cuenta bancaria".

Como dije en el último capítulo, ¡tenemos que mantener el terreno elevado! Es un poco tonto almacenar una tonelada de riesgo en su hoja de balance; que puede causar importantes problemas de solvencia; nunca revele la composición de sus reservas o libro de préstamos; y luego no esperar respuesta de los políticos. Necesitamos prueba de reservas para prestamistas y custodios.

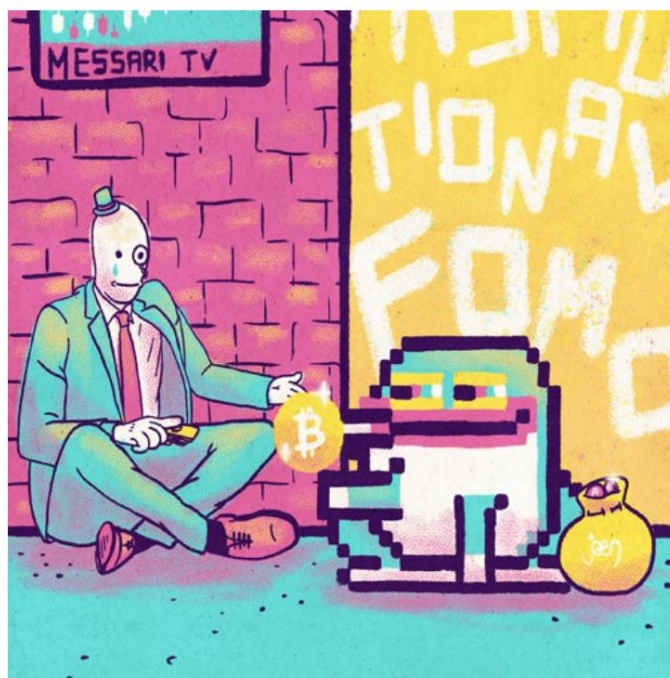
Creo que cubrí esto en la última sección, pero creo que los prestamistas de criptomonedas enfrentarán regulaciones estrictas este año. Las mesas B2B (esencialmente prestamistas de valores) estarán bien, pero es posible que los jugadores de préstamos minoristas no sean bienvenidos en los EE. UU. a finales de año.

4. CeFi frente a TradFi

Todavía no creo que la gente realmente lo entienda. Bancos, mesas de negociación heredadas, grandes gestores de activos... todos pueden ingresar criptografía, y probablemente lo harán más temprano que tarde con una variedad de ofertas. Pero el juego básicamente ha terminado.

Salvo medidas enérgicas indiscriminadas, acuerdos récord de fusiones y adquisiciones o algo similar, las firmas "CeFi" de criptografía han ganado y no cederán sus liderazgos a Wall Street. Los mismos riesgos regulatorios que se ciernen sobre la industria mantienen a las organizaciones TradFi al margen, impidiéndoles desarrollar el conocimiento institucional y la base de capital humano para competir a largo plazo en los servicios criptofinancieros regulados.

Claro, habrá grupos de innovación corporativa, funcionarios ejecutivos de criptografía y comunicados de prensa (¡Dios, espere hasta que vea los comunicados de prensa!), pero las empresas de criptografía son simplemente más grandes, más rápidas, más agresivas y libres de las distracciones de mantener una antigüedad de 50 años. infraestructura TradFi paralela. El grupo de talentos solo se mueve en una dirección también... hacia las criptomonedas, donde todavía estamos al principio de la migración de varias décadas de talento financiero, técnico y creativo a las criptomonedas.



FOMO Institucional
Ver este NFT en [OpenSea](#)



Los inversionistas no acudirán a Goldman para obtener préstamos OTC antes de ir a Genesis, que ha [originado \\$100 mil millones en préstamos en menos de 2,5 años](#). No están optando por CME sobre [Binance o FTX para futuros](#). Ni siquiera están mirando a Fidelity antes de mirar a [Coinbase Institucional](#) (que ahora cuenta con 10 de los 100 principales fondos de cobertura como clientes), y se puede decir que Fidelity es el mejor de su clase entre los jugadores heredados en lo que respecta a la innovación criptográfica. La FDIC utilizará Anchorage para gestionar [liquidaciones bancarias ordenadas](#).

Se acabó.

No estamos atrapados esperando que lleguen las instituciones, somos los bárbaros en las puertas comiendo todo su almuerzo. (Nom, nom, nom, escribo con satisfacción mientras pienso en cada banquero de 2015 con cabello engominado "blockchain not bitcoin" con cada una de mis pulsaciones victoriosas).

(Mensaje a los insurgentes de TradFi: ¡no dejen que mis bromas los desanimen! ¡Sigue siendo inteligente ayudarnos a llevar las criptomonedas a sus organizaciones! Serás un héroe interno, obtendrás una gran bonificación y luego obtendrás un ascenso - cuando decidas irte y unirte a una empresa de criptomonedas. Recuerda: estás audicionando para tu próximo papel en DeFi).

5. Educación CEX

El crecimiento del intercambio descentralizado ha sido una locura. Estos protocolos a menudo ofrecen una mejor experiencia de usuario (cobertura de activos, accesibilidad) que sus contrapartes centralizadas, y han hecho un buen trabajo absorbiendo la liquidez de los intercambios [globales](#) también . 650). El impulso DEX persistirá para los [activos de cola larga](#) y los nuevos instrumentos sintéticos por igual, ya que los mercados descentralizados que se construyen a partir del código fuente abierto serán más amplios y dinámicos que sus contrapartes centralizados, por definición.

Tenemos un capítulo completo dedicado a DeFi, y hablaremos más sobre los DEX en el capítulo 7. Por ahora, nos limitaremos a los gigantescos intercambios centralizados de criptografía.

Hoy en día, hay básicamente tres niveles. Los 3 principales intercambios de "nivel de Dios" son Coinbase, Binance y FTX, donde la primacía probablemente se reducirá a nuevos productos y ganancias regulatorias. Luego están Kraken, Huobi, Kucoin, Gemini, OKEx y Bitfinex en el campo "detrás de los volúmenes", pero "aún podrían dominar" si alguno de los 3 principales cae o se estanca. Es probable que haya una dinámica saludable entre este grupo donde la participación de mercado fluya y fluya. También habrá ganadores regionales: Upbit en Corea, bitFlyer en Japón, Bitso en LatAm, Coinswitch Kuber en India, Luno en África, etc.

Solo voy a cubrir los tres principales intercambios aquí. Si eso es decepcionante, entonces puedes escribir tu propio libro de fin de año.

Coinbase tiene cobertura de analistas ahora, si desea obtener más información sobre ellos en particular. También mencioné algunas de sus ventajas en la sección de Emilie Choi. Crecimiento asombroso, ventaja de ser los primeros en moverse, "comercialización gratuita" de su estado como la primera oferta pública inicial de criptomonedas, capital de capital líquido con el que pueden gastar el dinero en adquisiciones acumulativas adicionales (han demostrado ser muy lucrativos dada su base de usuarios instalados), posicionamiento regulatorio más estable de los principales intercambios en la actualidad. Pero son sus iniciativas Web3 las que pueden ser más interesantes. Estoy atento a sus planes Coinbase Wallet y DAO, sin mencionar su próximo mercado NFT.

Binance es el jugador más interesante, sin mencionar el más grande, de los 3 grandes. Podría decirse que es demasiado grande para fallar, pero ciertamente tienen mucho trabajo para limpiar su imagen regulatoria. Han sido [perseguidos en todo el mundo](#) . durante el [último año más o menos](#), y CZ suena como un tipo que finalmente está listo para establecerse después de una buena carrera como soltero jurisdiccional. Mi apuesta es que Binance probablemente [necesite enfrentarse a un gobierno como](#)



[un inversionista](#) ¿en este punto? ¿Singapur, tal vez? Son tan grandes que es posible que las remediaciones regulatorias deban realizarse a través de tratados frente a negociaciones privadas. Las molestias regulatorias han mantenido el desempeño de la compañía un poco bajo el radar (¿si eso es posible?) Todos han estado hablando de Coinbase y FTX este año, mientras que el token BNB, una participación en la sombra en solo [el 20% de las ganancias del intercambio*](#) cruzó [\\$ 100 mil millones en capitalización de mercado](#) por primera vez este otoño. (* No me insultes. Lo sé.)

Sin embargo, si quieres saber hacia dónde se dirige el disco, resaltaré FTX. Se ha derramado mucha tinta escribiendo sobre Sam Bankman-Fried este año. [Bien caótico](#). Persona más rica menor de [30 años](#). [Altruista](#) efectivo. [Imitador de Szechad](#). Para ser honesto, es bien merecido. [FTX se mueve a una velocidad](#) de otro mundo y ha construido un negocio [de \\$ 25 mil millones](#) en menos de tres años con menos de 100 empleados. Son [la empresa de más rápido](#) crecimiento de todos los tiempos, por delante de Coinbase, Stripe e incluso Binance, y lo lograron en el mercado de intercambio de criptomonedas despiadadamente competitivo. ¡Así es como lo hicieron en solo 10 sencillos pasos!

1. Aproveche el capital y la credibilidad de la calle por ser uno de los principales comerciantes en BitMEX.
2. Hacer los mercados durante el período de puesta en marcha de FTX con su mesa de utilería hermana.
3. Desarrollar [productos para comerciantes por comerciantes](#) - cosas como tokens apalancados y acciones tokenizadas.
4. Use un token para incentivar la adquisición temprana de clientes, ya que los costos de cambio son altos.
5. Compre la plataforma de incorporación móvil más grande disponible en Blockfolio.
6. Convertirnos en el segundo mayor donante del mundo para la campaña del futuro presidente.
7. Gasta la asombrosa suma de \$500 millones en [marketing deportivo](#) para crear conciencia de marca.
8. Elija la cadena de bloques de capa 1 correcta para ayudar a escalar un ecosistema DeFi (Solana).
9. Úsalo para convertirte en un dios para los primeros bitcoiners para reunirse fuera de Ethereum.
10. [Recaude cantidades asombrosas de dinero en incrementos dignos de mención](#).

Si Web3 convierte a todos en inversores, entonces FTX y otros quieren ser dueños del [intercambio de escala de Internet](#). Al menos uno de ellos realizará esa visión. Para 2030, veremos un intercambio criptográfico de un billón de dólares.

(Más lectura requerida en Messari Pro: modelos de valoración para [FTT](#), [bnb](#), [MONEDA](#))

6. Criptovalores (y ILO)

Todavía estoy esperando que esa rata, Gensler, haga que su equipo apruebe cualquiera de los ATS internos del intercambio de cifrado en lugar de continuar calumniando a sus solicitantes. Mientras tanto, solo hay una plataforma de "valores digitales" que vale la pena mencionar, Republic Crypto.

Recién salido de una Serie B de \$ 150 mm, Republic parece interesado en construir una [plataforma de negociación secundaria para valores digitales](#), algo que podría volverse más interesante a medida que la valoración de la empresa privada se dispare a niveles récord, y el proceso de comercio secundario solo acreditado se estandarice. También vale la pena observarlos, ya que pueden ser los principales beneficiarios en escenarios apocalípticos en los que la mayoría de los proyectos criptográficos se consideran valores. El CEO Kendrick Nguyen no ha rehuído esa realidad: "todo lo que hace Republic, todo lo que tocamos, lo tratamos como valores en general y lo ajustamos al marco existente de la ley de valores de EE. UU."

Aún así, hay otro nuevo producto de Republic que me interesa más: las ofertas de [litigio inicial](#). Si la amenaza para las criptomonedas proviene principalmente de los reguladores del FSOC, crear un fondo para contraatacar implacablemente a través de demandas puede ser un uso más productivo del capital que el financiamiento de campañas.



7. Guardabolsas (y Stakers)

La custodia es donde el cauchito se encuentra con el camino entre crypto y TradFi. Tomar la custodia de los fondos de los clientes abre la puerta a la participación, los préstamos, la creación de mercado, la participación en el gobierno y más. Es el área obvia en la que las empresas de criptomonedas deberían estar (y están) reguladas. La mayor parte de la actividad de fusiones y adquisiciones que veremos entre los participantes de TradFi en criptografía en los próximos años estará bajo custodia, y la mayoría de los inversores y participantes de la red que veremos ingresar a la criptoconomía elegirán la custodia hospedada en lugar de la autocustodia por seguridad y seguridad.

Los custodios dedicados como Anchorage, BitGo, Fireblocks y Ledger han alcanzado recientemente el estatus de unicornio a medida que se ha disparado el interés de los fondos tradicionales. Coinbase Cloud (la infraestructura de Bison Trails) muestra cuán increíblemente lucrativo es el nodo alojado y el mercado de servicios de participación para estos grupos. Recaudaron 80 millones de dólares solo en ingresos de apuestas en el tercer trimestre, y otras compañías de infraestructura como Blockdaemon, Figment y Alchemy han recaudado sumas masivas para hacer lo mismo.

Los riesgos de la custodia concentrada son menores de lo que pueden parecer a primera vista. Coinbase posee el 10% de todos los bitcoins en circulación, pero la mitad se debe a su papel como custodio de Bitcoin Trust de Grayscale. En comparación, se estima que Ledger "mantiene" el 15% de todas las criptomonedas. Por lo tanto, los activos bajo custodia propia a través de las billeteras de hardware de *una* empresa eclipsan los activos bajo custodia del intercambio centralizado más grande por un margen justo. A escala, creo que probablemente veremos una división 50-50, donde los ahorradores mantienen grandes inversiones en cuentas de custodia o semicustodia (multi-sig), y retienen la propiedad sobre sus tenencias líquidas más dinámicas en algo parecido a una cuenta corriente.

8. Coinlist: una plataforma global de emisión de tokens (excepto en los EE. UU. y Corea del Norte)

Sé que estás pensando "detente, detente, él ya está muerto" cuando se trata de Gary Gensler y su SEC, pero voy a continuar mi asalto hasta que él y sus secuaces dejen de atacar a los innovadores en criptografía y digan la verdad sobre el mercado subyacente. Han cruzado la línea de ser ingenuos a ser engañosos intencionalmente, y alguien necesita denunciar las mentiras.

A continuación: ICO y su desempeño histórico.

La comisionada Caroline Crenshaw hizo campaña activamente contra el [Peirce Safe Harbor recientemente](#). Afirmó que la euforia de la ICO de 2017 habría sido "aún peor" si hubiera estado vigente un puerto seguro. "Las ICO y otras ofertas de activos digitales recaudaron miles de millones de inversores, pero la mayoría nunca cumplió sus promesas".

advirtió sin pruebas. Sin embargo, démosle el beneficio de la duda. Es una tesis sensata ya que la mayoría de las startups también fracasan.

¿Cómo le fue al mercado en su conjunto?

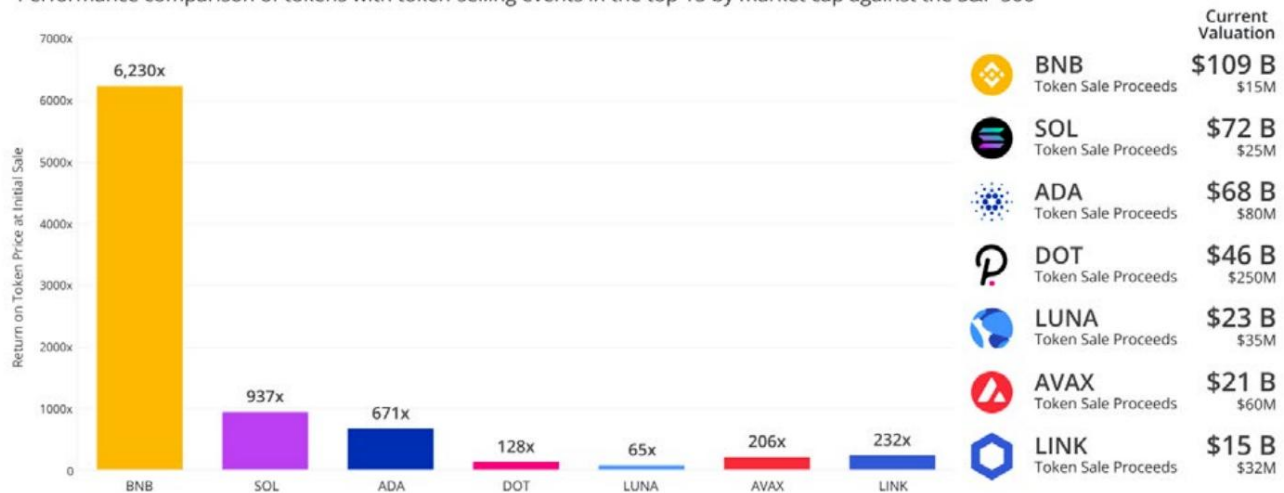
Bueno, las ventas de fichas en realidad se han desempeñado mejor como clase de inversión que el S&P, en más de un orden de magnitud. Las ventas de tokens han recaudado alrededor de \$ 20 mil millones todo el tiempo. Binance (BNB) solo ha entregado 5x en toda esa inversión inicial. Aquí están las matemáticas reales, para los siete proyectos de venta de tokens en el top 15 por capitalización de mercado.



MESSARI

Investment Performance of Top 15 Tokens with Selling Events

Performance comparison of tokens with token-selling events in the top 15 by market cap against the S&P 500



Data as of: Nov. 28, 2021

Source: Messari

Eso es \$ 350 mil millones de creación de valor en solo \$ 500 mm de capital invertido ... más que suficiente para compensar a todos los perdedores casi 20 veces por sí mismos. Y eso excluye el valor de mercado de \$ 550 mil millones de Ethereum creado con solo \$ 18 mm en ganancias de venta colectiva en 2014. Para las ventas de tokens que tuvieron un rendimiento inferior y/o no entregaron en absoluto y/o fueron estafas completas, un buen puerto seguro habría convertido estos tenues casos de "valores no registrados" en casos de fraude de volcadas.

No tiene sentido afirmar que los tokens como clase han sido malos para los inversores. En todo caso, sirven como una acusación de la SEC. Los inversores quieren y necesitan alternativas al mercado de valores actual. La participación en la economía de fichas, con casi cualquier nivel de diversificación, históricamente ha tenido ganadores. Tome el [análisis reciente de Mason de las ventas de CoinList](#), lo que también se burla de las afirmaciones de Crenshaw. Si bien EE. UU. aparece junto a Corea del Norte en la lista de países excluidos para participar en la mayoría de las ventas de Coinlist, así es como se habrían realizado realmente \$100 invertidos en cada una de sus primeras 20 ventas:



MESSARI

Coinlist Auctions Vs ETH Performance

Coinlist sale returns

Token	CoinList Sale Date	Return Since Coinlist Sale	ETH Return	ETH or Coinlist
Solana	May-20	60425%	1218%	Coinlist
Flow	Sep-20	9346%	541%	Coinlist
Filecoin	Aug-17	6064%	1195%	Coinlist
Near	Aug-20	1838%	658%	Coinlist
Mina	Apr-21	1474%	43%	Coinlist
Internet Computer	Jun-18	910%	377%	Coinlist
Blockstack	Dec-17	556%	517%	Coinlist
Celo	Aug-20	462%	658%	ETH
Origin	Jun-18	407%	377%	Coinlist
Ocean	Feb-19	402%	2463%	ETH
Casper	Mar-21	339%	90%	Coinlist
Efinity	Jun-21	283%	7%	Coinlist
Centrifuge	May-21	275%	-427%	Coinlist
Covalent	Apr-21	185%	43%	Coinlist
Kadena	Mar-20	109%	1115%	ETH
Vega Protocol	Jun-21	102%	7%	Coinlist
Swarm	Jun-21	65%	7%	Coinlist
Human	Jun-21	54%	7%	Coinlist
Nervos	Oct-19	21%	1461%	ETH
Algorand	Jun-19	-34%	948%	ETH
Props	Dec-17	-88%	517%	ETH

Data as of: Sept 29, 2021
Source: Coinlist

(Fuente: [Messari Pro: CoinList Sales vs. ETH](#))

La única pregunta en este análisis era si las inversiones de Coinlist superaron a ETH como inversión, no si generaron un rendimiento positivo. En el período evaluado, solo dos tokens se negociaban por debajo del precio de venta de Coinlist. Uno de ellos, Props, fue efectivamente destruido ya que su decisión de cumplir con los informes de la SEC y las restricciones de valores bajo Reg A hizo que su red fuera inutilizable. El otro vino con una opción de venta integrada para los compradores de Coinlist. Si hubiera invertido a ciegas con \$100 en cada venta de Coinlist, habría desplegado \$2,000 y devuelto \$150,000 con una tasa de aciertos del 100 % aparte del proyecto sancionado por la SEC.

Es repugnante, y el liderazgo actual de la SEC merece su ira.

Para colmo de males, Coinlist, que se separó de Angellist, una empresa que ayudó a redactar la Ley JOBS en un intento de relajar las leyes de valores existentes, recientemente recaudó [\\$ 100 millones a una valoración de \\$ 1.5 mil millones](#). a pesar de no poder vender a inversores estadounidenses.

La infraestructura está ahí para facilitar las ventas de tokens de descentralización de redes compatibles, fáciles de usar, justas, orientadas a largo plazo y en plataformas estadounidenses. La SEC es simplemente negligente.

9. RegTech

Si desea ingresar a la lucha criptográfica como inversionista o contribuyente, pero también quiere sentirse como un sheriff en el salvaje oeste que trabaja para poner orden en la frontera, entonces las jugadas regtech de crypto son un buen lugar para comenzar. Los líderes de RegTech de Crypto son la primera línea de nuestra defensa, y muy a menudo son un puente hacia los reguladores más razonables y de buena fe del otro lado del pasillo. (¡Recuerde, Katie Haun de a16z fue fiscal federal antes de unirse al directorio de Coinbase!)



Las cadenas de bloques públicas están abiertas a inspección por su naturaleza, por lo que es bueno que estas empresas ayuden a las autoridades ([con causa probable](#)) atrapar a los lavadores de dinero, evasores de impuestos y terroristas. Las sólidas herramientas de cumplimiento ayudan a dar credibilidad a nuestras afirmaciones de que las cadenas de bloques públicas hacen que las criptomonedas sean vehículos terribles para el crimen. Son cazadores de FUD.

De hecho, fue un año excepcional para las soluciones AML como Chainalysis (\$100 millones de Coatue, Benchmark, Accel con una [valoración de \\$4 mil millones](#)), Elíptica (\$60 mm de [Evolution y Softbank](#)), y Ciphertrace (\$27 mm de [ThirdPoint](#)). Lo mismo ocurre con las soluciones [fiscales, ya que TaxBit saltó al club de los unicornios](#) (\$130 mm de [Paradigm, Insight y Tiger Global](#)). Messari, plataforma de [gobernanza y datos criptográficos, asesino de la SEC y fábrica de superhéroes](#), también tuvo un buen año (recaudó \$21 mm de [Point72 Ventures](#) y todos los principales intercambios de cifrado de EE. UU.).

No necesitas ser un completo renegado para divertirte construyendo en cripto.

(Por cierto, estamos contratando para docenas de puestos vacantes. Si es un desarrollador al que le gusta la infraestructura de datos y las herramientas de gobierno de DAO, y desea adherirse a la SEC, debe consultar nuestra [página de empleos](#). También hicimos [CB Insights Fintech 250](#), uno de los [únicos no unicornios](#) que está en la lista... ya sabes lo que eso significa).

10. Innovación en pagos

Una vez más, esta sección en sí misma podría ser un informe completo. Voy a dejar mucho fuera, o bajarlo un nivel a la sección de monedas estables para obtener más color cuando corresponda.

Para mí, las tendencias más emocionantes en los pagos criptográficos son probablemente obvias. Las monedas estables han explotado. Los volúmenes de liquidación tanto en bitcoin como en ethereum aumentaron en varios órdenes de magnitud en los últimos dos años. Y cada vez que envío un pago de USDC para financiar una inversión, lloro de alegría porque no tengo que iniciar una transferencia en una interfaz bancaria que parece haber sido diseñada por alguien que todavía juega a Frogger en su tiempo libre.

Estos son obvios. Prefiero hablar sobre todas las actualizaciones únicas que hemos visto en lo que va del año: en integraciones de nómina, pagos de transmisión "superfluidos", pagos cuadráticos e integraciones con nuevos clientes como organizaciones benéficas, etc. Bolsas aquí, porque ninguna de estas empresas tiene tokens, y todas son empresas de infraestructura de pagos increíbles que han visto volúmenes verticales este año:

Nómina ([Juno](#)): He estado tocando el tambor sobre la necesidad de soluciones de nómina criptográfica durante años.

Herramientas que agilizan las integraciones con los grandes proveedores de nómina y hacen que sea sencillo para los empleados recibir criptomonedas como salario y, al mismo tiempo, satisfacer las necesidades de cumplimiento fiscal. Estamos usando Juno para nuestra nómina de criptomonedas, e incluso se lo recomendé [al alcalde de Miami](#). ([¿Cómo es eso para el valor agregado del inversor?](#) ;))

Pagos Streaming ([Superfluido](#)): [Amo. Transmisión. Pagos](#). En 2015, fuimos los primeros inversionistas en Streamium, una empresa de pagos de transmisión de bitcoin que funcionó como un rayo antes de la red Lightning (Streamium giró y se convirtió en OpenZeppelin). En bitcoin hoy, existe una solución similar con [Strike](#). Pero lo que más me interesa son las opciones de pago por streaming en Ethereum. Superfluid puede [manejar suscripciones, salarios, recompensas o cualquier otro flujo de valor](#), con una liquidación continua en tiempo real. Multicoin lo llama [Flujo de efectivo en red](#).

Pagos cuadráticos ([Gitcoin](#)): [Ok, Gitcoin](#) tiene un token, y yo (desafortunadamente) no fui uno de los primeros inversionistas ángeles.

Pero son el primer gran proyecto en incorporar [pagos cuadráticos](#), que es un [cripto primitivo asesino](#). [Gitcoin](#) impulsa los programas de financiación de "bienes públicos" que son escalables (comunidades



votación de propuestas vs. comités), abiertas al debate y democráticas sin ser plutocráticas. Así es como los tesoros de DAO finalmente se desbloquearán de manera efectiva a escala.

Donaciones benéficas ([The Giving Block](#)): Antes de las criptomonedas, inicié una empresa de pagos caritativos. Cuando entré por primera vez en el espacio, pensé en cambiar el concepto para aplicarlo a los cryptoactivos. Era demasiado pronto, pero mi tesis se mantuvo intacta: la donación de cryptoactivos apreciados ofrece a los donantes un doble beneficio: evita los impuestos sobre las ganancias de capital en la "propiedad" donada y puede cancelar el valor líquido total del regalo. The Giving Block lo ha *aplustado* este año al llevar esta idea a la corriente principal.

Procesarán más de \$100 millones en donaciones y [apenas están comenzando.](#)

Mercados emergentes ([Valiu](#)): Todavía damos por sentadas las monedas estables en la mayor parte del mundo desarrollado. Eso puede estar cambiando lentamente con una inflación del 6 %, pero ha sido una realidad para aquellos en mercados emergentes como Venezuela, que han experimentado crisis monetarias catastróficas y agitación política. Me gustaría seguir apostando por las principales plataformas de remesas que traen estabilidad de pago a zonas de crisis, independientemente de su ubicación física utilizando monedas estables.

Una vez más, no estoy haciendo justicia a todo lo que ha sucedido este año en los pagos criptográficos. Es demasiado grande. Coinbase anunció una asociación con Visa y lanzó su tarjeta Coinbase. BlockFi anunció una tarjeta de crédito con recompensas de bitcoin. Stripe está [contratando un equipo de criptografía](#) y agregó al cofundador de Paradigm, Matt Huang, a su directorio. Mastercard [se asoció con Bakkt](#). Visa se apoyó en el espíritu del punk rock al [comprar un Punk](#). [Rampa recaudada en \\$ 300 millones.](#) [Moonpay recaudó más de 3.400 millones de dólares.](#) Es todo demasiado optimista. no puedo soportarlo

Don't miss your chance to own one of Messari's first NFTs from the "Messari 2022 Theses" collection. Each unique piece of crypto art tells the story of the year behind us, and the year ahead.

Check out the full collection designed by pop surrealist artist Jean on OpenSea.



11. El caso de seguridad nacional para los criptodólares

Una de las cosas que me llevó a Bitcoin en 2013 fue una tesis de "Gran apuesta" sobre la competencia del gobierno de los EE. UU. Pensé que nuestro liderazgo nacional, en gran parte debido a la degradación acelerada de nuestro sistema bipartidista y los medios, carecería de la capacidad para abordar los desafíos estructurales de manera significativa, y que incluso si lo hicieran, lo harían con la eficiencia de borrachos

Se ha demostrado que esa tesis es en gran parte correcta. La polarización política ha empeorado mucho, los déficits están en los niveles de la Segunda Guerra Mundial (porque nadie puede ponerse de acuerdo sobre un presupuesto responsable) y con tasas de interés cercanas a cero, hemos optado por monetizar nuestras deudas a gran escala. Alrededor del 40 % de los USD que han entrado en circulación [se imprimieron desde principios de 2020](#). Todo eso ha llevado al retorno de 500x+ en mi tesis corta inicial a través de un bitcoin largo.



Así que puede que le sorprenda saber que, en realidad, soy muy largo en dólares estadounidenses por razones de seguridad nacional y porque me gusta este país, incluso si me molestan muchos de sus líderes. Es decir, creo que una de las únicas formas de salir de nuestro lío actual es aprovechar el tiempo que nos queda manejando la moneda de reserva dominante en el mundo y comenzar a exportar criptomonedas. Un instrumento de efectivo digital que tenga la plena confianza y crédito del Tesoro de los EE. UU., pero que pueda operar bajo seudónimo (oferta auditable) sería increíble y atraería a contrapartes globales. Una moneda digital de circuito cerrado mantenida por la Reserva Federal del banco central (extralimitación distópica) probablemente fracasaría, ya que ningún estado-nación en su sano juicio invitaría a ese tipo de supervisión extranjera granular a su sistema bancario.

¿Por qué los legisladores deberían adoptar monedas estables reguladas responsablemente? a16z lo expresó mejor:

“El ecosistema existente y próspero de monedas estables privadas denominadas en USD puede ayudar a los EE. UU. a actuar rápidamente para ganar la carrera armamentista geopolítica emergente en innovación financiera. Estados Unidos debería condenar el autoritarismo de vigilancia encarnado en el proyecto del renminbi digital de China, no intentar imitarlo. Los legisladores estadounidenses deben tener cuidado con la construcción de una infraestructura de pagos masiva y centralizada. Hacerlo impondría demandas sin precedentes sobre la capacidad limitada del gobierno para hacer frente a plataformas tecnológicas críticas, presentar riesgos significativos para la privacidad y crear un objetivo inmensamente atractivo para los atacantes”.

Las monedas estables reguladas pueden coexistir con CBDC más limitadas y agregar resiliencia a nuestro sistema financiero futuro, al eliminar un único punto de falla.

Estoy de acuerdo, y creo que el [único camino para mantener el USD como la reserva preferida del mundo](#) la moneda es para que los EE. UU. adopten la criptografía. A medida que aumenta la liquidez de bitcoin y las instituciones financieras y los gobiernos extranjeros se protegen contra la solvencia de los EE.

Tesoros. O veremos monedas digitales de bancos centrales con sólidas garantías de política monetaria que reducirán más fácilmente la ventaja del USD. La teoría del juego aquí es que EE. UU. prohíba su alternativa o la compre como una balsa salvavidas.

El primero no funcionará por mucho tiempo. Este último debe.

12. DCEP

Para ser completamente honesto contigo, he pasado aproximadamente 15 minutos leyendo sobre las monedas digitales del banco central este año. Leí y escuché lo que necesitaba hace varios años, cuando se introdujo el concepto por primera vez y, desde entonces, todos los titulares que he visto se reducen esencialmente a "¡guau! ¡esto es genial! ¡podemos vigilar completamente las transacciones financieras de los ciudadanos y [hacer que las tasas sean negativas cuando sea necesario!](#)" I don't like.

El DCEP de China ofrece un tipo especial de infierno (puntuaciones de crédito social ftw!) tan interesante (También me gustaría no ser encarcelado si alguna vez vuelvo a viajar a Hong Kong, así que es mejor permanecer relativamente callado sobre la geopolítica china).

China [lanzar su DCEP a tiempo para los Juegos Olímpicos de Invierno](#) dentro de unos meses, y mi temor es que los principales gobiernos occidentales vean el lanzamiento como un éxito increíble e intenten emular el nuevo producto tan rápido como puedan. Fracasarán, por supuesto, porque aquellos con la perspicacia técnica para llevar a cabo un proyecto como este (Libra Novi de Meta de Facebook), son vilipendiados por nuestros líderes gubernamentales en lugar de alinearse y asociarse con ellos.



DCEP, al igual que con todas las políticas criptográficas del PCCh, está diseñado en última instancia para eliminar las fugas en los controles de capital del país. Un [analista dice que DCEP reducirá](#) fuga de capitales a Macao por \$ 600 mil millones.

Mi mayor temor es que este sea solo el primer paso en un movimiento a largo plazo para desplazar al dólar como moneda de reserva exportable. Si China es capaz de crear un sistema de pago DCEP de dos niveles, uno que facilite la circulación de seudónimos en el extranjero y el monitoreo de transacciones totalmente vigilables en el país, funcionaría de manera similar a algo como ZCash. Solo en lugar de un [grupo protegido de direcciones z](#) y un grupo transparente de direcciones t, [podría tener dos grupos transparentes](#) de RMB: un grupo extranjero con vigilancia en el punto de interacción con el estado chino, y un grupo de RMB nacional totalmente no blindable, donde las autoridades del PCCh tienen la segunda clave.

En otras palabras, DCEP podría convertirse pronto en el principal candidato digital para el eurodólar. China es ahora el principal socio comercial de la mayoría de los países, [incluida la UE](#). Si ofrecen incluso un pequeño grado de privacidad en un yuan digital que circula en el extranjero, podría ser una [amenaza real para el paradigma de reserva del USD](#).

13. Fedcoins y CFDC occidentales

Es natural que Occidente sienta la presión de actuar. La Reserva Federal "pronto" publicará un informe que examina los [costos y beneficios de su propia CBDC](#). [Afortunadamente, esta es una carrera que vamos a perder](#). Y, francamente, deberíamos perder.

La trayectoria en la que nos encontramos en los EE. UU. (y Europa) incluye rieles de pago de moneda digital administrados por el estado que permitirían la vigilancia omnipresente de transacciones, la censura y las tasas de interés negativas que roban depósitos como un mecanismo para hacer cumplir los impuestos sobre el patrimonio o castigar a los ahorradores en períodos de gasto lento. Estamos tratando de construir una versión de mierda del DCEP de China, pero sin los valores autoritarios necesarios para lograrlo en Occidente.

No tendríamos ventajas competitivas: se moverían más rápido, con una mejor coordinación y cumplimiento de la adopción, y comenzarían con una red comercial más grande. Nuestras únicas ventajas interesantes (respeto por la privacidad, apertura, compromiso con el estado de derecho, etc.) estarían más o menos ausentes en un diseño de CBDC, mientras que una CBDC sustituiría aún más a [nuestras empresas de pagos](#) para vigilar a los clientes, incluso [cuando amenaza con desintermediarlos](#).

Snowden los llama [CFDC](#) (la "f" es para "fascista"), y me gusta ese encuadre. Los gobiernos modernos no han sido buenos administradores de la confianza del público. Sería una locura no luchar contra sus esfuerzos por instalarse en el 50% de todas las transacciones. Especialmente cuando el gobierno (sujeto a controles y balances judiciales) ya puede actuar como un firmante multi-sig efectivo 2 de 3 en cuentas bancarias modernas, y más aún cuando ya existen mejores alternativas.

Durante [su testimonio ante el Comité Bancario del Senado](#), [¡El presidente](#) de la Fed, Jerome Powell, parece estar de acuerdo! Le dijo al comité que permanecía ["legítimamente indeciso"](#) en cuanto a si los beneficios de un CBDC superarían sus riesgos potenciales, y ofreció que una mejor solución podría simplemente implicar una regulación más limpia de las monedas estables.

14. USDC y el hermano Jeremy

Cuando comencé a escribir este informe, no tenía "Jeremy Allaire puede ser el salvador del mundo" en mi esquema. Pero escúchame. De hecho, ve a [ver rapear a Jeremy primero](#). [Entonces escúchame](#).

La tesis de "Jeremy como criptodólar Jesús" en cuatro partes:



1. Deberíamos reunirnos en torno a las monedas estables líquidas y bien reguladas que están integradas en todo el ecosistema criptográfico, y el USDC y Paxos de Circle son los únicos contendientes serios en la actualidad.
2. USDC es la única moneda estable interoperable entre Binance, Coinbase y Kraken (y Huobi y OKEx), y es [un puente DeFi más fuerte frente a Paxos](#). Para absorber la cuota de mercado de Tether, la moneda estable ganadora debe ser omnipresente, y el USDC es un [orden de magnitud mayor que Paxos](#).
3. Nuestras alternativas como país son ver a DCEP reemplazar al dólar como reserva global, superar China con nuestra propia moneda de vigilancia total (¡no predigo una respuesta pública amable!), o reunir monedas estables totalmente reservadas y bien reguladas.
4. Si el dólar pierde su estatus de moneda de reserva, será muy malo para la geopolítica mundial. No estoy seguro una transición de poder tan épica sería pacífica.

¡Ya no suena tan loco!

Hay mucho que me gusta de USDC. Ya es multcadena, accesible en Ethereum (y sus Capas 2), Solana, Algorand y más. Es la moneda estable más líquida en DeFi. Circle publica informes mensuales auditados de las [reservas del USDC de los cinco principales auditores](#) Grant Thornton. Los creadores de USDC (Circle y Coinbase) tienen credibilidad en la calle, ya que trabajaron febrilmente en la construcción de una infraestructura de criptopagos compatible desde 2012. Circle también puede beneficiarse del efecto halo de la empresa pública una vez que [cotiza a través de SPAC](#), y agrega [casi \\$500 millones](#) en efectivo adicional a su balance general.

Si la inclusión financiera y la ayuda humanitaria son una prioridad para esta administración, Circle también ha hecho un poco de trabajo preliminar allí... ¡con [el gobierno de EE. UU.](#)! USDC es una de las monedas más prometedoras que equilibra el acceso de pago amplio y asequible a las comunidades desatendidas y el cumplimiento legal y normativo.

15. Cuando Paxos conoció a Novi

Paxos se ha convertido en la columna vertebral para la entrada institucional en el mercado de las monedas estables. Si los reguladores piensan que Circle está jugando demasiado rápido y suelto en DeFi, siempre hay una alternativa. Este año, Paxos profundizó su asociación con PayPal al [integrarse con Venmo, se asociaron con Mastercard](#), comenzaron a [impulsar el comercio de criptomonedas en Interactive Brokers](#). Y luego estaba el verdadero premio: el lanzamiento piloto guatemalteco con [la billetera Novi de Facebook](#).

Incluso si Novi planea cambiar eventualmente a su moneda "Diem" (ese proceso puede llevar años y no está garantizado de ninguna manera), el USDP de Paxos podría explotar en tamaño y volumen mientras Novi marcha contra una hoja de ruta ambiciosa, una que podría haber un [impacto disruptivo](#) inmediato en menos escrupulosos [proveedores de servicios financieros](#).

Como escribí el año pasado, "Estados Unidos tendrá una proliferación de criptodólares financieros no bancarios años antes de que veamos un ápice de progreso en una moneda digital del banco central de escala similar". Ganaremos si continuamos apoyándonos en ese liderazgo, especialmente porque las monedas estables son, en muchos sentidos, el reflejo perfecto de nuestra incapacidad para innovar dentro del sistema financiero regulado: el subproducto de nuestro ["pecado original"](#) [excluyendo](#) a las [criptoempresas de los servicios bancarios](#).

Si aún duda de que las monedas estables reguladas sean nuestro futuro, entonces tiene una tarea: envíe una transferencia bancaria y una transacción de moneda estable esta semana.



NFT y plomería Web 3

1. NFT: bienes digitales en un libro mayor global	92
2. Un JPEG de Mona Lisa de 69 millones de dólares	94
3. PFP: punks contra simios	96
4. Fichas de fans	99
5. Axie Infinity y la revolución de jugar para ganar	101
6. Looted: NFT componibles	103
7. Financiarización de NFT	105
8. Mar abierto y amigos	106
9. El criptoverso	107
10. Dije metaverso, no meta	109
11. Credenciales no fungibles	110
12. Espacios de nombres y uso compartido de datos	110
13. Loterías DeSo	111
14. La web físicamente descentralizada (permanente)	112
15. Escalado de red física	113



Acostúmbrase a escuchar el término "Web3" porque eventualmente podría reemplazar a "crypto" como el apodo para el movimiento tecnológico descentralizado. Funciona [mejor para nuevas audiencias, suena menos aterrador para los reguladores](#), y es un meme más rápido y preciso.

Mason [definido Web3](#) como el "cambio de paradigma hacia una Internet más democratizada" gobernada por el colectivo. Chris Dixon [dice Web3](#) nos da "la [oportunidad de actualizar las redes a economías centradas en activos criptográficos y construir sistemas donde los incentivos de los propietarios de la red, los participantes de la red y los desarrolladores externos estén completamente alineados](#)". Me gustan esas definiciones. Rediseñar los servicios y productos de Internet para que beneficien a los usuarios en lugar de a los guardianes es una misión clara y urgente, y Web3 captura con precisión la amplitud de lo que estamos intentando (re)construir.

Por esa razón, estoy comenzando la segunda mitad de este informe con una sección sobre: las aplicaciones Web3 que irrumpieron en escena en 2021, tokens no fungibles ("NFT"); las redes con probable potencial de ruptura en 2022 (juegos de jugar para ganar y redes sociales descentralizadas); y una descripción general de las tuberías físicas de nuestro futuro metaverso.

Al invertir, hay un dicho que dice que "temprano = incorrecto", por lo que es importante profundizar en la construcción secuencial de Web3 y ver si ahora es realmente el momento en que algunas de estas redes podrían finalmente dar frutos y ganar a lo grande.

[linda y Rhys](#) parecen tener modelos mentales similares que coinciden con los míos:

El auge de DeFi de 2020 suministró la "infraestructura de rendimiento" del comercio autocustodiado y sin permiso (como el enrutamiento y el ancho de banda en Web1), lo que permitió que las NFT despegaran. La explosión de la demanda de NFT (más DeFi) impulsó la demanda de cadenas de bloques de Capa 1 y Capa 2 más escalables a principios de este año. Todo de eso estimulará el crecimiento de la infraestructura DAO en el nuevo año: los NFT proporcionan identidad y reputación en la cadena para los contribuyentes de DAO; DeFi les da a los miembros de DAO enormes fondos líquidos de capital para gobernar; y las soluciones de escala harán que la gobernanza en cadena sea económicamente viable.

En Web3, las criptomonedas (Capítulo 3) y las NFT (Capítulo 6) son los bienes digitales de la nueva economía, DeFi (Capítulo 7) es el sistema financiero nativo, las redes de Capa 1 (Capítulo 8) son los rieles que alimentan todo, y las DAO (Capítulo 9) son cómo se gobierna la frontera.

Todo se está uniendo, y va a ser absolutamente hermoso.

1. NFT: bienes digitales en un libro mayor global

Comencemos con la clase de activos de ruptura del año: NFT. Sí, son como las ICO de este ciclo: bombo altísimo, volatilidad loca, muchos ganadores tempranos de lotería y basura total. Pero como un nuevo tipo y clase de activo, transformarán el mundo.

Los NFT son geniales porque representan piezas de propiedad digital comprobablemente escasas, portátiles y programables. Un NFT podría ser una acción, una espada virtual en un MMORPG, una imagen de perfil en las redes sociales, una nueva obra de arte digital, un terreno en el metaverso o su registro de datos en Facebook. El potencial de las NFT es esencialmente ilimitado, ya que las cadenas de bloques se convierten en registros de transacciones globales tanto para la propiedad virtual nativa como para la propiedad física (o al menos, sus recibos digitales).

La versión del "mundo real" de un NFT podría ser algo así como la escritura de mi casa (comprobablemente escasa), si pudiera probar la propiedad a mi compañía de seguros firmando una transacción en una billetera que contiene el recibo de mi escritura (representación digital de la propiedad). Podría otorgar acceso a la casa a los huéspedes de Airbnb con el NFT (programable), o podría obtener una línea de crédito con garantía hipotecaria y comprometer el NFT como garantía en una plataforma de préstamos entre pares (portátil).



Eso viene después. La versión de juguete vendrá primero:

Me registro en un casino de realidad virtual con mi identificación virtual (comprobablemente escasa) y acerco una silla donde el crupier reconoce mi avatar como TBI (representación digital de la propiedad). Dado que esta es mi décima vez en el casino, y he estado en un calentador, mi tarjeta de jugador está [brillando](#) . (programable), lo que indica que otros jugadores deben unirse a mi mesa, lo que le gusta al casino y decide enviarme un "ticket de bebida" virtual, que se puede canjear en Uber Eats, Drizzly o cualquier aplicación que reconozca que esos NFT son créditos (portátil).

Si tienes un poco de imaginación, verás que la oportunidad es [enorme](#).

Te animo a ver estos dos videos explicativos de diez minutos si quieres una buena introducción visual sobre [cómo funcionan las NFT](#). y por [qué recientemente alcanzamos la euforia](#). Configuraré el resto de esta sección, por lo que está bien tomar un descanso de la lectura. Estamos en la página [100] ahora, así que lo permitiré.

¡Bienvenido de nuevo! Espero que hayas sido redpilled. Especialmente porque los NFT son tan intuitivos, [incluso el NY Times los obtiene](#) . Aquí [está Ezra Klein](#) en un artículo de opinión este verano:

"Piénselo de esta manera: Internet que tenemos permite la fácil transferencia de información.

Intercambiamos sin costo copias de artículos de noticias, archivos de música, videojuegos, pornografía, GIF, tweets y mucho más. Internet es, como es bien sabido, bueno para hacer que la información sea casi gratuita. Pero precisamente por esa razón, es terrible a la hora de encarecer la información, lo que a veces tiene que ser. Lo que le falta a Internet, en particular, son formas de verificar la identidad, la propiedad y la autenticidad, las cosas exactas que hacen posible que a los creadores se les pague por su trabajo".

Si una gran parte de nuestras vidas futuras la pasamos viviendo en mundos globales, virtuales e interconectados (el metaverso), entonces las NFT son algunos de los principales componentes básicos para todo en ese mundo. No desea vivir en un mundo virtual donde toda su identidad está a merced de un tribunal de cancelación de Big Tech. Esto es intuitivo si alguna vez ha cambiado de plataforma de redes sociales y ha tenido que reconstruir una audiencia y una reputación desde cero. O si alguna vez compró bienes virtuales en un juego, pero luego se dio cuenta de que el creador del juego controla todas las reglas comerciales y no puede vender los bienes que ha ganado ni llevarlos a otra parte. O si eres un creyente en la realidad virtual, pero te estremeces ante la perspectiva de quedar sin persona en Metadistopía de Mark Zuckerberg (más adelante).

Los NFT pueden, deben y trascenderán sus cadenas de bloques y metaversos subyacentes.

Tampoco desea vivir en un mundo virtual donde todos se ven iguales y no hay recurso para el robo de identidad. Así que necesitas algunos terceros. Para evitar la "igualdad", necesita objetos digitales escasos que tengan un valor real, y probablemente estará dispuesto a pagar a creadores talentosos por bienes que se demuestre que son únicos.

Por ejemplo, tome el caso de 1,000 avatares de South Park únicos disponibles para acuñar por 1 ETH cada uno. Podría enviar ETH al contrato SPA NFT y acuñar un nuevo primo para Cartman y TBI, pero solo si el estado del contrato refleja que hasta ahora se han acuñado menos de 1000 avatares. Gracias al estándar ERC-721, estos pequeños inadaptados de South Park podrían funcionar de la misma manera que cualquier otro NFT que opere con ese estándar en la cadena de bloques de Ethereum.

Eso es una mejora de 100 veces con respecto a la forma en que se compran la mayoría de los bienes virtuales en la actualidad: a través de plataformas centralizadas y aisladas como los gigantes de los juegos, donde la escasez está solo en el ojo del creador de juegos. Compare eso con las NFT, que 1) conectan a los usuarios con un universo de creadores 2) por tarifas más bajas mientras que 3) brindan a ambas partes la propiedad comprobable de sus activos virtuales en 4) cualquier plataforma que confíe en la cadena de bloques. En muchos casos, los propios activos [incluso pueden evolucionar con el tiempo](#).



Esto es cierto ya sea que estemos hablando de arte digital, identidad digital, membresías comunitarias, productos de juegos o activos financieros.

No se trata de activos individuales, hermano. Casi todas las [personas inteligentes en cripto](#) está de acuerdo en que la mayoría de las NFT seguirán el camino de la mayoría de las ICO de 2017... a cero.

Pero algunos de los primeros proyectos tendrán éxito a gran escala, y la clase de activos en su conjunto explotará durante la próxima década. Los NFT tendrán un impacto en [todos los sectores de la economía](#) y los niños tendrán más cosas que ["parecen NFT que artículos físicos"](#). Debe comprender el [impacto que tendrán las NFT para 2040](#), incluso si no le importan hoy.

Comencemos a mirar hacia el futuro de las NFT, ladrillo a ladrillo virtual.

(Otros manuales de NFT: [*Dos horas* Lectura obligatoria](#), [Exploración de la pila de NFT](#), [Informe del segundo trimestre de NFT](#))

2. Un JPEG de Mona Lisa de 69 millones de dólares

Independientemente de si es optimista con las NFT como nueva tecnología transformadora, es posible que le horrorice que la gente haya gastado millones de dólares en "jpegs".

Para entender por qué eso no es completamente loco, debemos comenzar con la obra de arte más famosa de la historia, la Mona Lisa de Da Vinci, y considerar sus "fundamentos": su historia, rareza, valor memético, la reputación del artista y la dinámica del mercado subyacente. del activo físico.

Claro, la Mona Lisa es la pieza más icónica del artista más famoso de todos los tiempos y fue aclamada por su singularidad incluso entre los contemporáneos de Da Vinci.

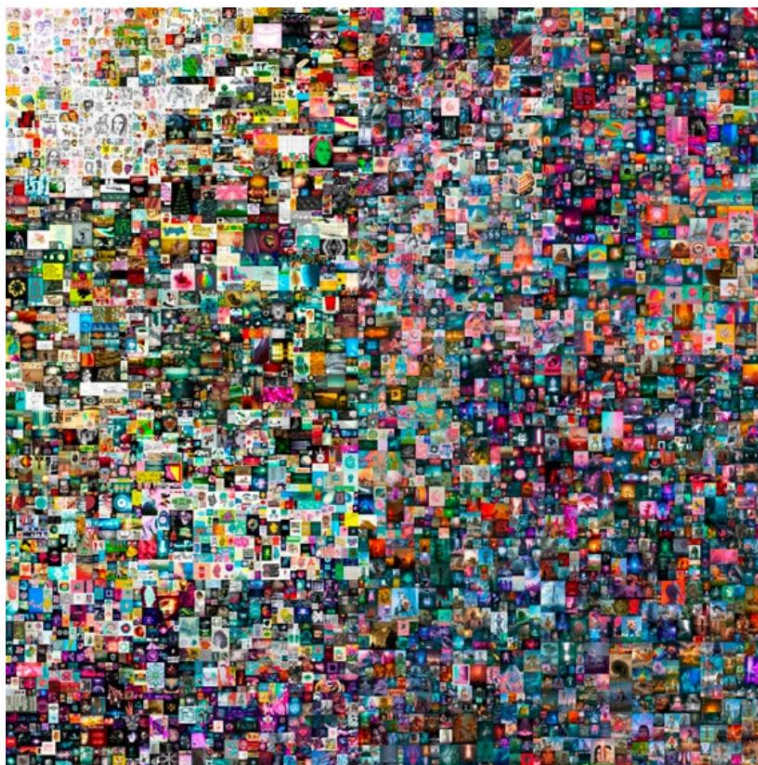
Sin embargo, lo que es más importante, tiene una serie de [atributos "fuera de la cadena"](#) que lo

hacen destacar. Su hogar es el museo más famoso del mundo, el Louvre. Fue el objetivo del robo de arte más famoso de todos los tiempos. Se ha

convertido en un meme y elemento fijo de la cultura pop en sí mismo debido a su simplicidad y esa sonrisa misteriosa. Otras personas quieren tomarse una foto con la Mona Lisa para obtener una insignia de mérito de viaje en las redes sociales. Y como la atracción más famosa del Louvre, ¿podría decirse que también es un activo de capital! La Mona Lisa genera decenas de millones de dólares al año en ingresos turísticos.*

En resumen, es una pintura genial con una historia de fondo más genial.

¿Conoces algo así en el arte digital?

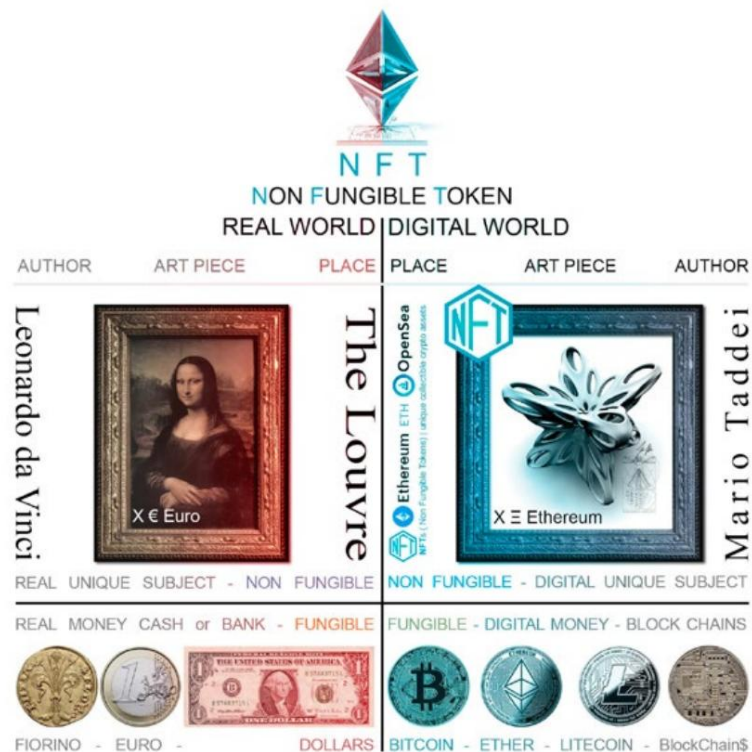


(Fuente: [Christie](#), o la cadena de bloques)



Beeple's Everydays - The First 5,000 Days tiene todos los elementos críticos para convertirla en la Mona Lisa del arte digital .
 ¿Artista famoso? Controlar. Beeple tenía 2,5 millones de seguidores en el momento de la venta. ¿Prueba de rareza? Controlar. Será increíblemente difícil de replicar ya que el mural representa la culminación de 14 años de dedicación diaria.
 ¿Novela trasfondo? Controlar. No fue robado, pero hizo historia como la primera obra de arte NFT importante subastada a través de Christie's, y el precio de la etiqueta en sí (69 millones de dólares) contribuye a la rareza del arte. Incluso si la reputación artística de Beeple se viera afectada en el futuro, no cambiaría la novedad y la fama de su venta inicial de Everydays.

Entonces, ¿es esto único o el éxito de Beeple es realmente replicable? Veamos la dinámica del mercado subyacente en el arte digital.



(Fuente: [Mario Taddei](#))

El arte físico es una [clase de activos de 1,7 billones de dólares](#) con ~ \$ 60 mil millones de volumen de ventas anual.

Al final del tercer trimestre, la capitalización de mercado de NFT era de solo \$ 14 mil millones [según DappRadar](#). Excluyendo los "coleccionables de imágenes de perfil" (los veremos en la próxima sección), los NFT de arte digital han representado menos de \$ 2 mil millones en [ventas totales hasta la fecha](#). Por lo tanto, los NFT aún representan menos del 1% del mercado del arte físico, y el arte digital es solo una décima parte del mercado total de NFT.

¿Esos números le recuerdan a algún otro activo de cuatro años?

A pesar de la espuma del mercado actual de NFT, este vuelo temprano del arte físico al arte digital podría terminar pareciéndose a la "burbuja" de bitcoin de 2013, que colapsó más del 80% en 2014, pero también marcó el comienzo de la década de bitcoin. oro.

La capitalización de mercado de Bitcoin cruzó el 0,1% de la del oro en noviembre de 2013. ¿No lo sabrías? El mercado de arte digital "no coleccionable" es ahora el 0,1% del mercado de arte físico.

Predigo que la caída del mercado del arte digital/NFT eventualmente será incluso más nauseabunda que el mercado bajista de bitcoin de 2015 (porque estos son activos altamente ilíquidos por definición), pero la trayectoria de 10 años del mercado general será la misma: 100x+.

ESO DIJO. ¡Antes de que te metas en el arte digital, hay un par de cosas que debes tener en cuenta!

La capitalización de mercado de Bitcoin puede haber logrado 100x en ocho años, pero si aguantó en las buenas y en las malas, ganó solo 60x en términos de precio debido a la dilución del bitcoin recién extraído durante ese tiempo. En términos de propiedad total del criptomercado, solo ganó 30 veces porque otros criptoactivos nuevos como Ethereum llegaron al mercado y se comieron el Dominio de Bitcoin en los últimos años.

Menciono eso porque el espacio de diseño es significativamente más grande en las NFT que en las criptomonedas fungibles.



Incluso si invierte en un Beeple original u otro proyecto de primer nivel, probablemente será imposible seguir el ritmo del crecimiento de la "capitalización de mercado" total de NFT. Como tal, las jugadas ganadoras a largo plazo que me gustan en el espacio NFT están relacionadas con la infraestructura, que superarán, por un amplio margen, el valor esperado incluso de los proyectos NFT más importantes. Invertir en infraestructura en un nicho como el arte (p. ej., SuperRare) podría no superar el rendimiento final del 1% superior de NFT, pero su valor esperado será mayor, le ahorrará mucho tiempo y no necesitará ser un creador de tendencias. tener éxito A medida que la infraestructura de NFT se expande en todas las categorías de activos factibles, el espacio de la infraestructura se vuelve especialmente atractivo.

¡Estoy feliz de invertir en más infraestructura NFT! Si estás recaudando dinero, ¡por favor, tenme en cuenta!

(*Aparte, si vas al Louvre, verás que las Bodas de Caná son unas 10.000 veces más impresionantes que la Mona Lisa. Pasé 30 segundos mirando la Mona Lisa y 90 minutos mirando fijamente la Boda en Cana cuando lo visité. Venose es mi chico. Esa cosa requirió mucho trabajo nocturno y los fines de semana. Tenía más o menos la misma edad cuando lo pintó, y cuando terminó, apuesto a que odiaba a esas ~ 130 personas que pintado tanto como odio este informe.)

(Lectura obligatoria: artículo de Mason sobre [SuperRare](#). esta [clase magistral](#) en NFT).

3. PFP: punks contra simios

Si busca puramente estética, Beeple y otros artistas digitales probablemente sean de su agrado. Pero se estaría perdiendo el movimiento más grande en las NFT que rodean las colecciones de imágenes de perfil de propiedad comunitaria, o "PFP", que se han disparado a \$ 5 mil millones en ventas hasta el tercer trimestre de este año. Los PFP derivan su valor completamente de sus primeras comunidades y sus memes.

Las imágenes en sí mismas son decepcionantes (los 100 EtherRocks que se venden por siete cifras cada uno se basan literalmente en imágenes prediseñadas gratuitas), pero cientos de miles de personas están gastando dinero real comprando en comunidades de PFP para indicar que a) se han metido en la broma temprano, b) asimilar la historia completa y el contexto de los NFT y por qué estos PFP en particular son dignos de inversión, c) necesitan amigos desesperadamente y tienen mucho dinero para gastar, o d) todo lo anterior.

Tiene sentido que veamos despegar el interés y el entusiasmo por las PFP. Son perfectos para crypto twitter y el metaverso emergente.

Los proyectos de PFP con miembros de la comunidad central talentosos y comprometidos que contribuyen a la cultura y la economía del proyecto (como los primeros usuarios de NFT de Punks) atraerán a otros miembros. Sus propietarios podrían incluso recibir acceso preferencial a nuevos proyectos y eventos, compartir las ganancias de la comunidad (a través de airdrops), asumir tareas de gobierno y aprovechar sus PFP como activos de capital (si se vuelven lo suficientemente líquidos). Si los NFT continúan aumentando, más personas influyentes y celebridades querrán los PFP más antiguos con los atributos más raros, los primeros registros en cadena y los memes más fuertes.

Crypto Punks, Bored Apes y Pudgy Penguins podrían representar un componente importante de la identidad digital y la reputación seudónima de una persona en el futuro. (No puedo creer que acabo de escribir eso). Al igual que las marcas se basan en memes como eslóganes, imágenes, embajadores de la marca, etc. como activos intangibles, los colectivos criptográficos podrían aprovechar los NFT de manera similar, ya que tienen una forma de envolver todo el sub -Culturas en una sola PFP pública y discordia cerrada.

Es difícil asimilar los PFP a menos que aceptes que estos bienes virtuales meméticos ya están en todas partes y son parte de nuestra identidad. Como dijo [Fred Ehrsam a Vanity Fair](#):

"Imagina que vives en Internet. La forma en que el mundo te conoce principalmente no es a través de tu rostro o tu ropa, sino a través de tu avatar digital. Por supuesto que está dispuesto a gastar



mucho dinero en algo como un CryptoPunk: es tu cara al mundo digital. Además, es la clave para ingresar a un club de Internet pequeño y único. Ser propietario de CryptoPunk como nativo criptográfico es el equivalente a ser miembro de Augusta National como empresario de la vieja escuela”.

Los CryptoPunks son valiosos simplemente porque representan las primeras PFP que se acuñarán en la cadena de bloques de Ethereum, una realidad histórica que será imposible de desplazar. Los 10.000 jpegs de Punk pixelados, cada uno con diferentes combinaciones de "atributos", son parte de la historia de las criptomonedas. Tienen una historia de origen milagrosa, ya que se lanzaron con justicia, luego se olvidaron en gran medida y luego resurgieron debido a su infalsificable "primeridad". El auge de NFT, la distribución viral de punks como fotos de perfil de Twitter y sus precios en aumento los convirtieron en objetos atractivos para los indicadores de estado en todas partes.

Los animo a leer la entrevista completa sobre la historia de Punk 7804, que fue vendido por el fundador de Figma por \$7.8 millones a principios de este año. Nuevamente del épico [Explicador NFT 101 \(que me temo que estoy plagiando casi accidentalmente en este punto\)](#):

Sobre la compra: “Hubo uno con el que me obsesioné más, que realmente codicié, me atrajo mucho, sentí que tenía una seriedad total. Entre los 10,000 CryptoPunks, solo había nueve extraterrestres, y de los nueve extraterrestres, el que realmente me llamó la atención fue 7804, que era una imagen de un extraterrestre fumando una pipa. Fue totalmente magnético para mí. No podía dejar de pensar en ello. Y entonces vi que la persona que lo tenía había vendido algunos otros. Y yo estaba como, creo que si hago una oferta lo suficientemente grande, venderán. Entonces oferté 12 ETH, que en ese momento eran \$15,000”.

Sobre la venta: “Creo incluso más que antes que CryptoPunks es arte después de vender 7804, que es súper fascinante. Y creo que la razón por la que después de separarme de él, me sentí emocional. Me sentí triste. No fue solo triste como, "Oh hombre, esta es la Mona Lisa digital y puedo ganar mucho más dinero en algún momento". Era una especie de parte de mi identidad. Era una máscara. ¿Qué son las máscaras? Son objetos en los que puedes proyectar identidad. Y para 7804, el alienígena sabio, me sentí un poco diferente al usarlo”.

Oportunamente, el nuevo propietario, un comprador seudónimo que se hace llamar Peruggia (¡por el ladrón que robó la Mona Lisa!), escribió sobre su [compra en términos similares, entusiastas y sin disculpas.](#)

¡Que tiene sentido! Si suficientes personas asocian su yo digital con un avatar dado, se convierte en parte de su identidad. Si no lo cree, tendrá que confiar en el mismísimo Sr. TBI.

Esa es la paradoja definitiva de PFP: muchos NFT pueden convertirse en una parte invendible de su identidad.

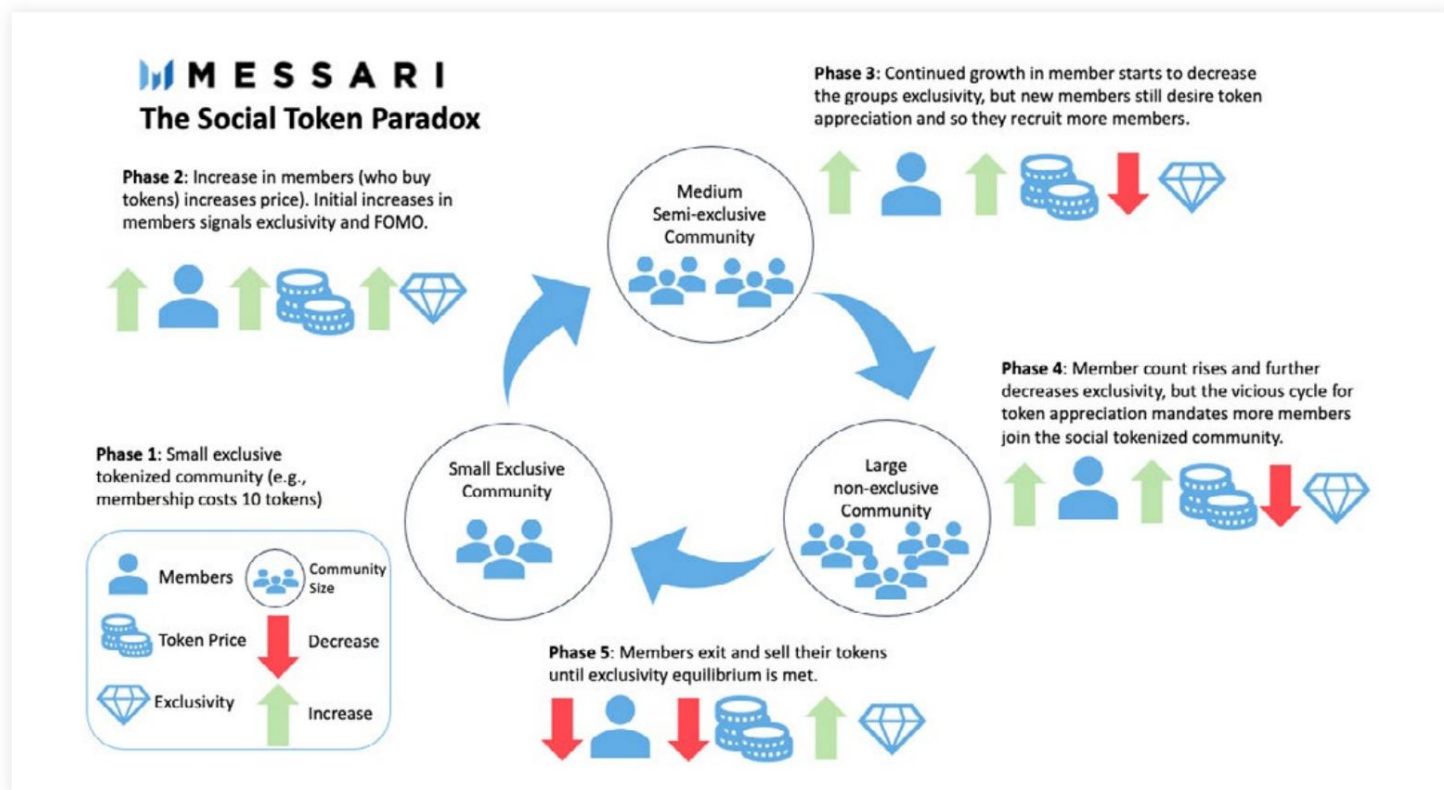
Todos los coleccionistas que se involucran en el éxito de su tribu usan la camiseta del equipo y es menos probable que vendan, ya que se asocian más estrechamente con una comunidad determinada o vinculan una PFP determinada con su identidad genuina. Esto puede ser bueno si el talento en la red es denso y la fiesta es genial (Jay-Z, Snoop, Serena y OBJ tienen punks), pero puede ser complicado si los valores de la comunidad comienzan a desviarse de los tuyos y los tuyos. avatar comienza a sentirse más como una letra escarlata.

Hay algunas cosas que en su mayoría me han mantenido alejado de las PFP.

1. No sé qué haría con un PFP y mantengo la esperanza de ser un contribuyente significativo para [cualquier plan de los creadores de South Park. puede tener en el futuro.](#) (No voy a mentir, sería bastante decepcionante si no estoy involucrado [dado que mi avatar no ha cambiado en ocho años, lo cual es cuatro años más de montar o morir](#) y es raro que tu punk promedio).
2. Como alguien que ha organizado conferencias y curado comunidades de personas talentosas, puedo decirle que un precio alto es una buena característica de prevención de spam, pero no una panacea para la calidad de la comunidad. La gente comenzará a acudir más a los grupos meritocráticos solo por invitación frente a las caídas de pago tan pronto como estemos en un entorno de mercado no histórico.



3. En ese sentido (y hablaremos de DAO y tokens sociales más adelante), me entusiasmó más obtener aceptado en la comunidad Friends With Benefits que cualquier otra cosa en el ámbito de PFP. Algo sobre ganar aceptación (en lugar de comprar acceso) está programado para hacernos sentir bien, y también creo que ayudará a mitigar los peores efectos de la [paradoja del token social](#), que se aplica a cualquier NFT comunitario o token social.



Si todavía está interesado en comprar un PFP, debe elegir su tribu sabiamente y estar preparado para mantenerlo como un bien consumible de lujo en lugar de una "inversión" que puede amortizarse. Si prefiere encontrar otras formas de señalar su estado en el grupo además de un PFP, pruebe el arte digital (retroceda una sección), bolsas de botín (tres secciones más) o una buena parcela de tierra en el metaverso.

He visto críticas menos convincentes a los proyectos de PFP, pero este parece [ser un poco más comedido](#), expresando preocupaciones de que el tono de "beneficios comunitarios" es similar a un esquema de MLM. Claro, Bored Ape Yacht Club y Pudgy Penguins no tienen características *históricas* únicas que los hagan especiales, pero no posees una obra de arte aisladamente... es [una comunidad, amigo](#).

El problema es que los beneficios de la "comunidad" caen abruptamente una vez que estás en las ligas menores de PFP de pago para unirse. Las verdaderas comunidades "in" tendrán una historia inexpugnable o elementos de reputación ganados. Como no tengo ningún problema en iniciar guerras nucleares con mis escritos, terminaré con esto: Long Punks, Neutral Apes, Short Penguins y todo lo demás. Si no eres el primero, eres el último. (A menos que esté portando el proyecto [a una nueva cadena de bloques](#), entonces puedes ser el primero otra vez.)

(Lectura obligatoria: [Los simios como clase de activos](#). Además, los pingüinos como proyecto [del NYT](#), lo que realmente me dio vibraciones de "todos se están volviendo graciosamente ricos y tú no".)



4. Fichas de fans

Cubrimos mucho terreno en las últimas secciones y espero no haberlos perdido todavía. Para recapitular la tesis meta NFT: la atención es finita, Internet es enorme, somos criaturas tribales impulsadas por el [deseo mimético](#), y estamos construyendo un sistema financiero paralelo insano que puede haber encontrado un puente hacia las celebridades y la adopción minorista masiva a través del arte y los coleccionables habilitados para criptografía. Cuando suma todo eso, los NFT le permiten "poseer una parte de Internet".

Ahora sustituyamos "Internet" por "tus artistas favoritos": música, cine, deportes, [moda](#), juegos, etc. Los tokens de [fanáticos](#) son simplemente coleccionables con derechos de miembro. Esos derechos pueden ser financieros (entradas, regalías compartidas) o no financieros (señal social como superfan, acceso experiencial), o una combinación de ambos.

Piensa en lo que podría pasar con los Top Shots de la NBA a modo de ilustración.

Top Shots son colecciones de naipes virtuales que capturan a jugadores de la NBA y momentos icónicos del juego. ¿El tonto v1 de Top Shots? Son coleccionables como cromos de béisbol viejos. Pero, ¿qué hay de v2, v3...v8?

Los coleccionistas de Top Shots pueden ser invitados a eventos de jugadores VIP fuera de temporada o al All-Star Game. Tal vez ganen entradas en una lotería para obtener asientos en los playoffs junto a la cancha para su equipo local favorito. O opina sobre los nuevos diseños de camisetas de la liga.

O en música, digamos que compraste uno de los primeros 1000 NFT para el nuevo álbum de tu banda indie favorita. Se vuelven populares, y ahora tienes pases para backstage (a través de tu NFT) para la próxima parada de su gira en tu ciudad. Obtienes una parte de las regalías de un documental de Netflix sobre su ascenso. De hecho, su NFT le otorga derechos de voto en el DAO que votó sobre el acuerdo de regalías en primer lugar. Tal vez ese NFT te consiga un [Airdrop de Audius](#).

¿Qué pasaría si [Lil Nas X hubiera dejado caer una ficha](#)? Pasó de 900 a 50 millones de oyentes de Spotify en dos años. Si fueras uno de los 900, ¿habrías comprado (o te habrían lanzado desde el aire) un token de \$NAS en ese entonces para ayudarlo a promocionar sus primeros sencillos? \$NAS podría haber rastreado a los primeros "verdaderos creyentes" y permitido a los fanáticos compartir personalmente su éxito financiero.

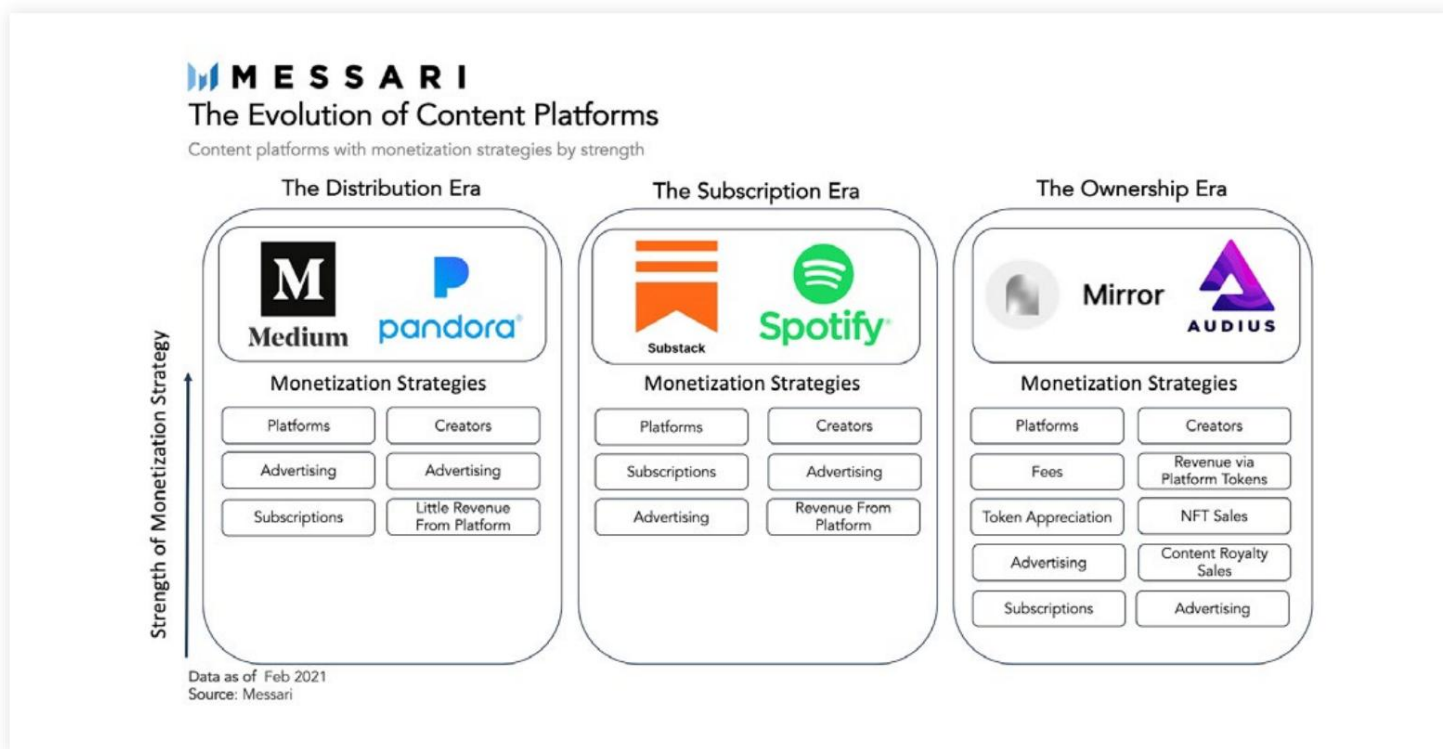
	Year		
	2019	2020	2021
\$NAS Price	\$100	\$1,000	\$10,000
Tokens Outstanding	1,000	1,000	1,000
Market Capitalization	\$100,000	\$1,000,000	\$10,000,000
Multiple of Money	-	10.0x	100.0x

(Fuente: [tokens sociales y economías centradas en el creador](#))



"Gana y ayuda a ganar" es un buen modelo tanto para los fans como para los famosos, y es algo que también se aplica a los creadores más pequeños con audiencias mucho más pequeñas ("1000 fans verdaderos"). EDM DJ [3LAU lanzó un NFT](#) y ganó \$ 12 mm. Un grupo de productores de documentales recaudó \$2 millones para contar la [historia de Ethereum](#).

Las herramientas para creadores como Substack (boletines) y Callin (podcasting) están haciendo que sea más fácil que nunca abstraer el "lado comercial" del arte, y pude ver que las NFT abren vías masivas para el crecimiento en esas comunidades, tal como lo ha hecho Mirror en su batalla contra Medio.



Los tokens de fans, ya sean NFT o tokens sociales fungibles (como los disponibles en Roll*), podrían ser lo que ayude a las criptomonedas a cruzar el abismo hacia la adopción generalizada a medida que más tribus se conviertan en propietarias.

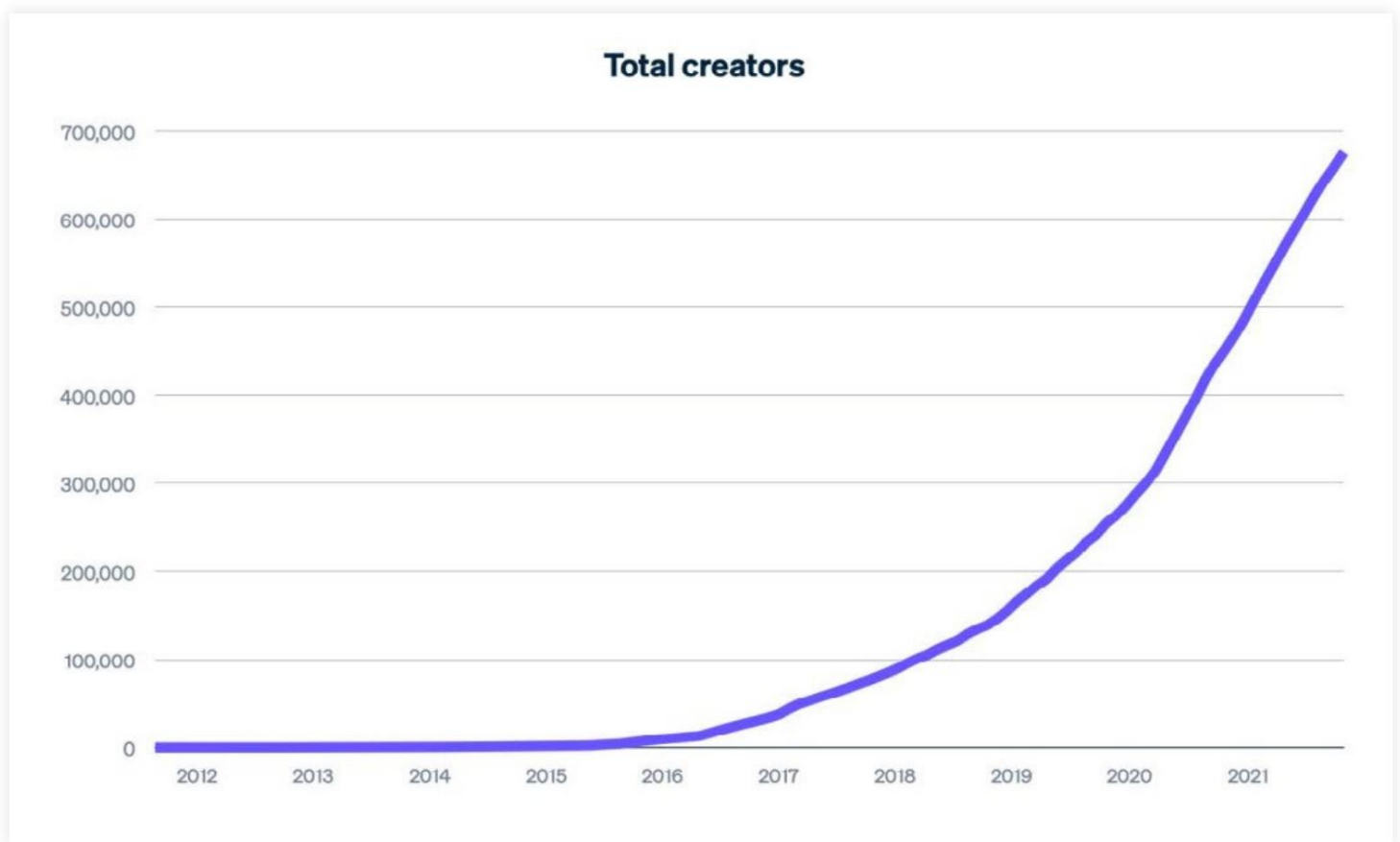
Si el arte digital y los PFP son buenas noticias para los artistas visuales, los fan tokens abren un flujo de valor completamente nuevo para el resto de la industria del entretenimiento (cine, música, deportes en particular). También rompen el dominio que LA tiene sobre el cine y la música, conectan mejor a los recién llegados, hacen crecer el pastel para todos los creadores y reducen las "tasas de aceptación" de los productores de LA en un 50-75% o más.

Me gusta la comparación entre Uniswap y Binance aquí.

LA (¿Binance?) probablemente esté bien para atender a los usuarios que solo quieren acceder a los actos más famosos. Pero si sus intereses se encuentran fuera de los 100 principales, es probable que el mercado de NFT entre pares le sirva mejor como fanático.

Esas son buenas noticias para una economía de creadores que recientemente superó los \$10 mil millones en ganancias totales y [está creciendo un 48 % año tras año](#). antes de las NFT. Este gráfico está a punto de volverse vertical con NFT.





(Fuente: [Raya](#))

Puede ser un salto corto de "fichas de fans" a "ofertas de persona inicial" o "[acuerdos de reparto de ingresos](#)" - que son controvertidos, pero probablemente inevitables. Espero que el auge de los fan tokens conduzca a un resurgimiento creativo (interés y viabilidad) de las ISA. Veremos "fichas de fans" para estudiantes prometedores con el potencial de abandonar la universidad y comenzar a trabajar en Web3.

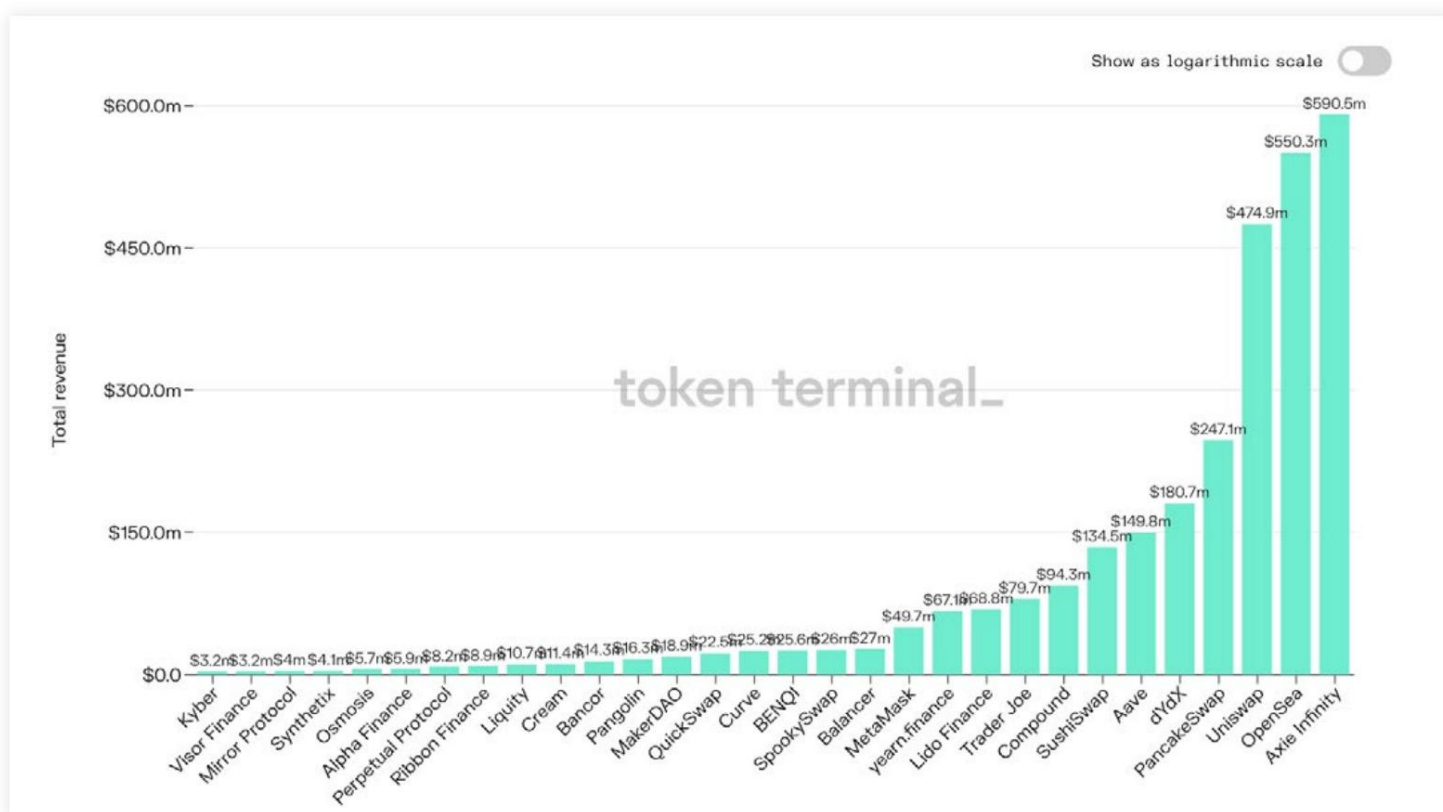
(Lectura obligatoria: [Audius](#), [La evolución de las plataformas de contenido](#), [La evolución de la música basada en blockchain](#), [La economía del atleta colegiado](#), [El deporte de la especulación](#), [la biblia de las fichas sociales](#), y [la captura de valor de tokens sociales](#))

5. Axie Infinity y la revolución de jugar para ganar

Una de las razones por las que la industria de los juegos ha sido tan dominante en la industria del entretenimiento ([más grande que la industria del cine y la música juntas](#)) tiene que ver con su adopción temprana de los nuevos medios (streaming) y modelos de negocio (freemium y mercados de bienes virtuales) de Internet. Sería irónico que esos mismos estudios se perdieran de las criptomonedas, especialmente porque el ritmo de crecimiento y la generación de ingresos en los juegos de criptomonedas ya no son teóricos. Es alucinante.

Considere la economía de las tres principales aplicaciones generadoras de ingresos de Ethereum en el último trimestre: Axie, OpenSea y Uniswap. Axie y OpenSea generaron más de \$500 millones en ingresos en los últimos tres meses. Uniswap fue el siguiente con alrededor de \$ 475 millones. Después de eso, tanto Axie como OpenSea eran [más grandes que las siguientes cinco aplicaciones de Ethereum](#) conjunto.





El crecimiento de Axie finalmente [muestra signos de decaer](#), pero la tendencia de juego de jugar para ganar en la que fue pionera está aquí para quedarse. La cantidad de dinero que han recaudado estas plataformas es una locura, y están configuradas para un ciclo completo de iteración y desarrollo, independientemente de si el frenesí del sector disminuye el próximo año. a16z invirtió [\\$150 millones en Mythical Games](#). Enjin anunció un [fondo de juego de \\$ 100 mm](#). FTX y Lightspeed [invertieron \\$21 millones en Faraway Games](#). En el mismo día, _____

A medida que los juegos criptográficos están teniendo su momento, existe un dilema de los innovadores que se desarrolla entre los creadores de juegos titulares. Steam [ha prohibido las criptomonedas](#). Epic Games Store dará la [bienvenida tentativamente](#) juegos que "hacen uso de la tecnología blockchain", siempre que "sigan las leyes pertinentes, divulguen sus términos y estén clasificados por edad por un grupo apropiado". Pero es poco probable que incluso los titulares más entusiastas se enfrenten a una integración perfecta con Web3. Vimos cuán rápida y extrema podría ser la reacción de los usuarios anti-cripto cuando Discord incluso se [burló de una integración de NFT](#). _____

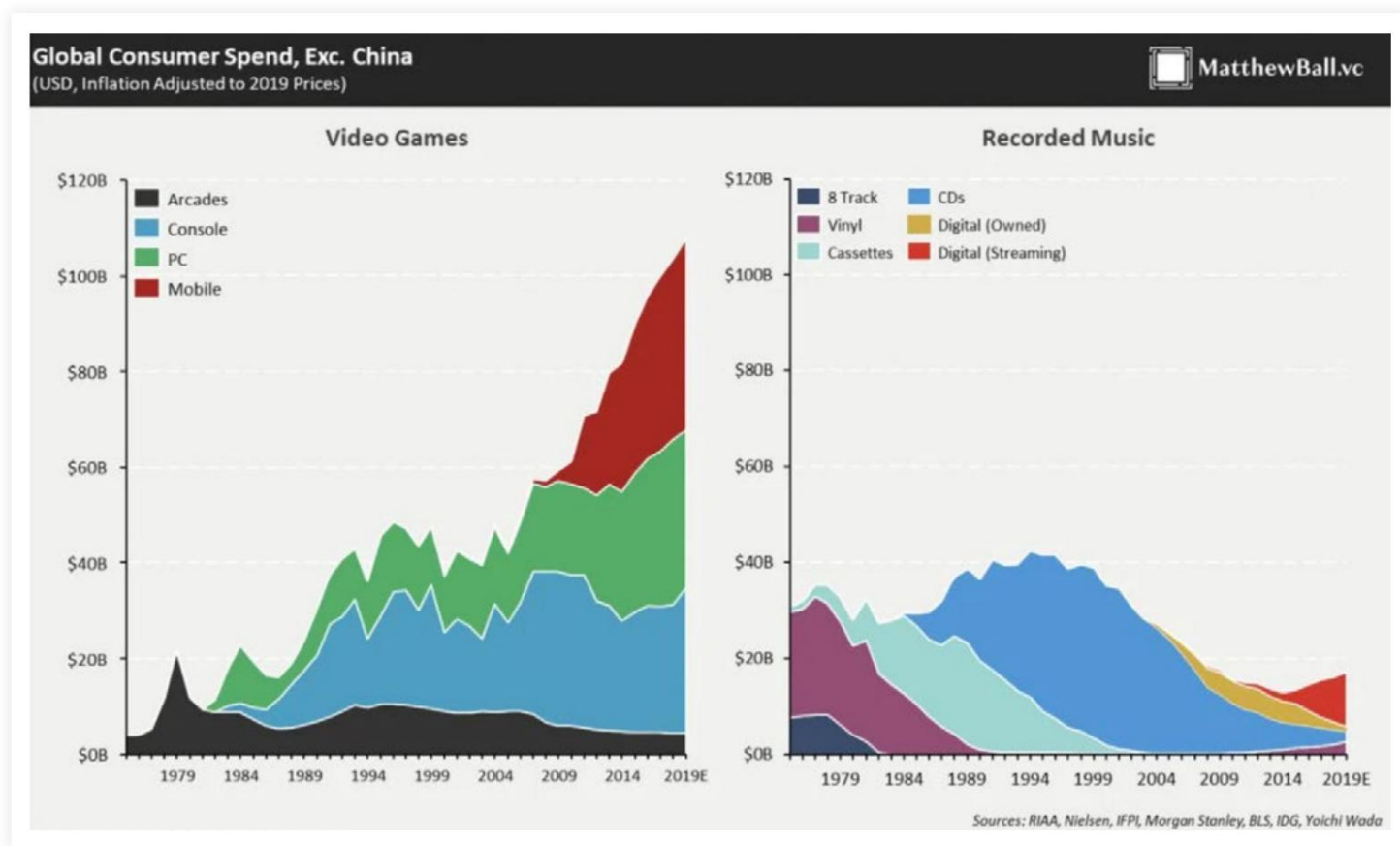
No creo que persista la reticencia inicial. Mi apuesta es que uno de los cinco principales estudios de juegos ingrese a la criptografía de manera significativa el próximo año, muy probablemente a través de fusiones y adquisiciones de otros juegos Web3. Los beneficios de estar al principio de una tendencia de diez años resultarán demasiado convincentes (aprovechar la locura de NFT mientras las cosas están calientes y obtener una ventaja en la inminente guerra de talentos) para que todos los líderes del mercado se queden quietos. Una lista de transacciones a pequeña escala podría permitirle al titular crear un ecosistema de apuestas y resolver los problemas antes de llevar la tecnología a su universo completo.

No es solo el oportunismo lo que los impulsará. Las amenazas que plantea la inacción también son reales.



Los gigantes de los juegos de hoy generan \$120 mil millones en ventas anuales con una tasa de aceptación predeterminada del 100 %. Compare eso con Axie, un juego meh que ni siquiera está disponible en las tiendas de aplicaciones. Su modelo de jugar para ganar redujo a cero los costos de adquisición de clientes, atrajo a millones de usuarios y una capitalización de mercado de \$ 10 mil millones en menos de un año. Eso los despertará. Ningún CEO de juegos quiere obtener Blockbuster'd.

Este gráfico debe estar en la primera diapositiva de la presentación del tablero de cada CEO de creadores de juegos hasta 2022.



(Fuente: Manual de [juegos épicos](#) de Matthew Ball)

(Lectura obligatoria: [Play-to-Earn 101, investigación coloso, La complejidad de la economía de Axie](#))

6. Looted: NFT componibles

Palabras en texto negro. La [venta del botín](#) este verano fue una prueba de Rorschak para NFT. O pensaste que era la brillante introducción de una nueva primitiva NFT "componible" para jugadores digitales, o pensaste que era una [estupidez de Billy Madison](#) . Probablemente fue un poco de ambos, [sinceramente](#), pero hubo un par de conclusiones que obtuve de Loot que fueron positivas. (Los boletines de "emergencia" de VC, por ejemplo, deben acuciarse como NFT para el luz).

Algo como Loot seguro parece que podría ser la columna vertebral de una nueva línea de juegos nativos de Web3. Si observa la cantidad de dinero que se recauda para productos digitales, un crítico podría señalar que es más probable que esto equivalga a una transferencia masiva de riqueza de los inversores y apostadores de ETH a los creadores y estudios de "juegos descentralizados".



Es probable que los bienes virtuales para la mayoría de estos nuevos juegos de fantasía se vean y se sientan iguales, pero las diferentes comunidades seguramente venderán las mismas abstracciones que sus contrapartes de Web2. ¿Será compatible Ember Sword en todos los demás juegos? Tal vez, pero ¿por qué pagar por la espada en primer lugar si puedes comprar la espada Loot y *todos* los creadores de juegos construyen una abstracción que honra y reconoce el valor de ese objeto?

Los cínicos probablemente subestiman lo grande que puede ser un proyecto tipo Loot, y lo digo como alguien que odia la versión 1 y el hecho de que, por lo demás, personas racionales han ofertado listas de palabras al mismo ritmo que una empresa que otros han construido durante cuatro años. . (Ejem.)

Pero no soy un hater. La gran conclusión que tengo sobre Botín se hace eco de lo que dije sobre las comunidades de PFP en general. Las personas que llegaron tres semanas tarde a Loot, pero relativamente temprano en el resto del mundo de los juegos criptográficos, parecen poco probables de honrar o valorar la lista de palabras de un solo proyecto que cae en un grupo de VC acaparadores. Estoy bastante seguro de que habrá una versión superior de Loot para jugar y ganar que emplee un lanzamiento de bienes meritocrático y justo entre juegos.

Podría estructurarse como un lanzamiento aéreo a [otros molinillos de juegos criptográficos en serie](#), o incorpore un sistema de puntos de jugar para ganar que rastree el compromiso de juego nuevo en cualquier proyecto que opte por el nuevo universo de "lista componible de bienes". Encontrarás al sucesor de Loot cuando los jugadores influyentes escriban hilos sobre el proyecto, no los especuladores de Twitter sin aliento.

(Lectura obligatoria: [Nos gusta el botín](#), [Problema de "emergencia" de nuestra red](#), NFT de [tiempo escaso](#))



7. Financiarización de NFT

Los activos únicos son menos líquidos que los activos fungibles por definición. Eso crea algunos desafíos en lo que respecta al descubrimiento de precios en el mercado NFT, no solo para ventas secundarias, sino también para la garantía de activos virtuales.

Ha habido algunos intentos iniciales de abordar este desafío de frente, y será una de las áreas más importantes del desarrollo de infraestructura NFT en los próximos años. Los NFT son increíblemente volátiles y es posible que no haya ofertas para muchos de estos activos en un mercado bajista. ¿Es incluso posible pedir prestado contra NFT y al mismo tiempo cubrir los riesgos de precio idiosincrásicos de proyectos y piezas específicos?

Tal vez, pero solo si puede hacer que los prestamistas se sientan cómodos con canastas de estos activos.

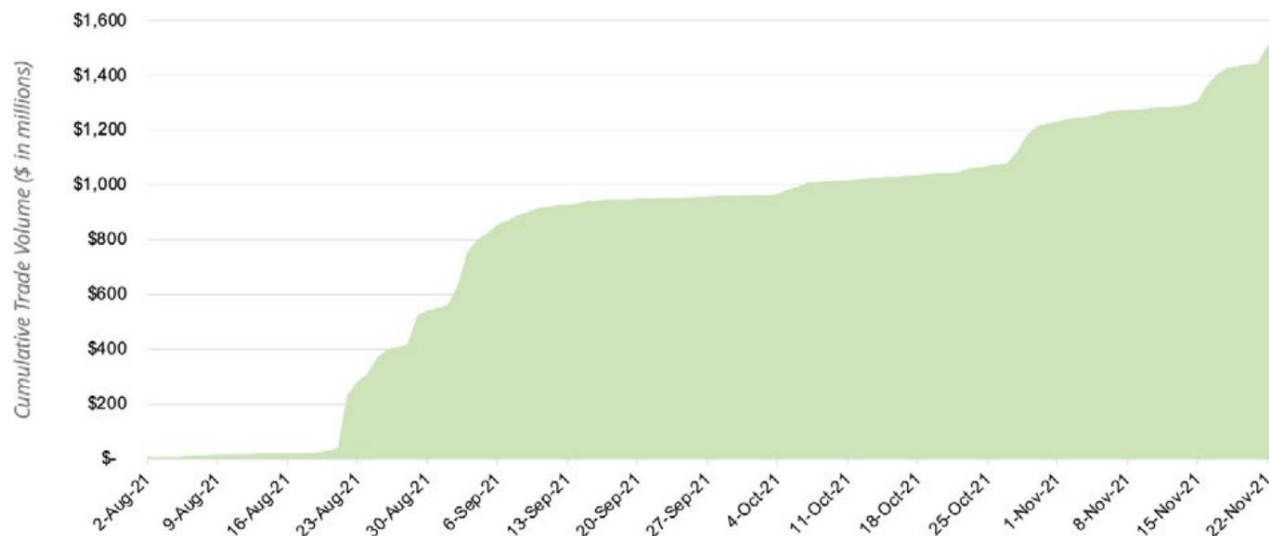
Proyectos como WHALE agrupan una colección de NFT de un solo colector y tokenizan el acceso a la cartera.

PleasrDAO y PartyDAO están construyendo [una infraestructura de licitación colectiva](#) que ayuda a los grupos a iniciar subastas públicas de NFT (fraccionamiento con otro nombre). Fijación de precios de derivados y garantías fuera de [los precios mínimos](#) podría ser desastroso, ya que muchos "pisos" en realidad no tienen ofertas. La ficha Punk [FLOOR](#), [por otro lado, parece](#) el mejor enfoque. Es un nombre un poco inapropiado: el token tiene como objetivo rastrear el precio de un rango medio punk agregando y fraccionando la propiedad de 104 punks de rareza variable. FLOOR posiblemente podría ser un comprador de último recurso en mercados bajistas (vuelo hacia la colección más líquida) y un vendedor de inventario en mercados alcistas (cuando la oferta es más competitiva). Mientras tanto, el token cotiza a una prima de ~20 % con respecto al precio mínimo de Punk hoy; no está mal si desea acceder a Punks, pero no tiene \$ 500k por ahí.

MESSARI

Fractional Quickly Surpasses \$1.5 Billion in Cumulative NFT Volume

Fractional cumulative trading volume (ERC20 fractions of NFTs)



Data as of: Nov. 23, 2021

Source: Dune Analytics, query by mizmatcat

Me recuerda la versión más candente de Matt Levine sobre [las NFT fraccionarias](#):



"Propietario/titularizador: Compré este puntero único a la imagen de un perro por \$4 millones.

El público: Ahahaha buena, felicidades, dinero bien gastado.

Propietario/titularizador: También venderé participaciones de propiedad fraccionaria por unos 225 millones de dólares.

El público: Ajajaja otra buena, esa broma nos vale \$225 millones, aquí les va.

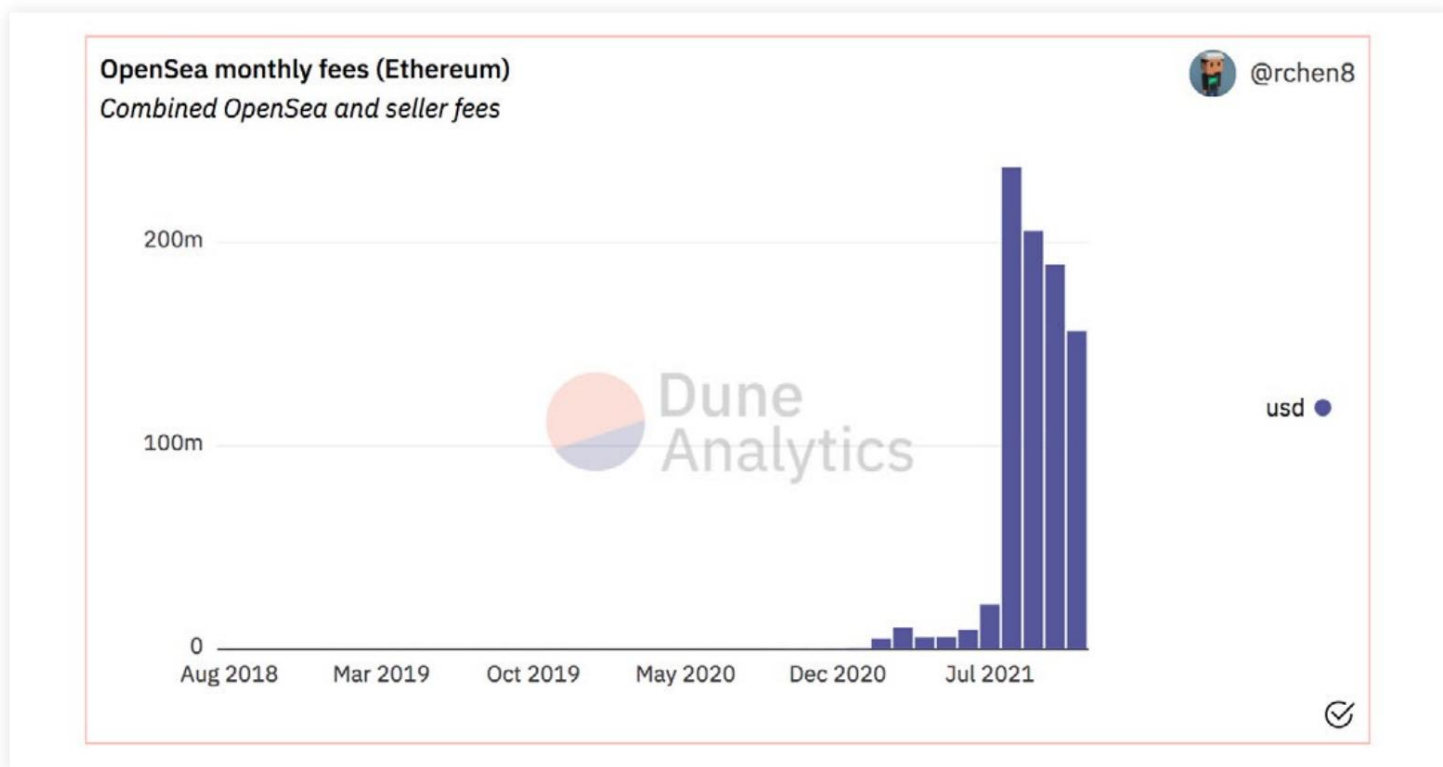
Son dos chistes por lo que vale 55 veces más. ¡No sé!"

Admito que tuve problemas para comprender cómo los NFT que no son mentas 1: 1 aún podrían fraccionar su propiedad de manera efectiva. Pero hay múltiples análogos en el mundo real: tiempos compartidos y subarrendamiento en bienes raíces, Rent The Runway en moda, licencias de asientos personales en deportes, etc. Tomará tiempo obtener el fraccionamiento NFT correcto, y predigo que veremos algunas explosiones sísmicas. de proyectos que sobrestiman el valor de su garantía, pero a largo plazo esto será un gran desbloqueo para la criptoeconomía. Comienza con PFP, colecciones de arte y tierra de metaverso.

(Lectura obligatoria: [La financiarización de las NFT, paisaje de fraccionamiento, impulsores de valor, Cómo Fraccionar NFT](#))

8. Mar abierto y amigos

Durante los últimos 18 meses, OpenSea* ha disfrutado de una de las rampas de ingresos más rápidas de cualquier negocio en la historia. Han pasado de ser una startup en etapa semilla a un [decacornio potencial](#), y creo que eventualmente podrían ser una empresa (o red) de \$ 100 mil millones si continúan funcionando. Este gráfico destaca su enorme P&L de tasa de ejecución.



(Fuente: [Richard Chen en Dune Analytics](#))



Números como este son la razón por la que Coinbase planea [ingresar al mercado](#). FTX [ya está allí](#). Lo mismo con [Géminis](#).
Empresas heredadas como [GameStop](#) están salivando mirando esos números. Sotheby's [podría incluso ir directamente](#).
Es una validación del tamaño de la clase de activos NFT emergentes en lugar de una amenaza de buena fe para el negocio de OpenSea. La pregunta más importante para mí no es si OpenSea y otros mercados NFT puros tienen éxito, sino cómo se verticalizan con el tiempo.

La respuesta podría ser sencilla: OpenSea y los juegos puros de bienes virtuales pueden dominar en el ámbito de los bienes virtuales, mientras que los mercados de NFT afiliados al intercambio dominan en el lado de la financiarización. Comprarás y venderás parcelas de Punks y Decentraland en OpenSea, pero comprarás y venderás tokens FLOOR e hipotecarás LAND en Coinbase o FTX.

De esa manera, las regulaciones criptográficas hostiles de la SEC podrían ser el viento de cola más fuerte de OpenSea, ya que no habrá necesidad de que un mercado NFT cruce o incluso se acerque a la línea de la ley de valores dado el crecimiento explosivo en el resto de sus plataformas. Deje las minas terrestres a los intercambios y sus intermediarios internos.

(Lectura obligatoria: [El revolucionario razonable, Una guía para principiantes de los mercados de NFT](#))

* Una vez más, soy un inversor temprano. Me gustaría invertir en más infraestructura NFT como OpenSea. :)

9. El criptoverso

Matthew Ball define el metaverso como un [reino virtual con siete cualidades](#): persistencia (un lugar de reunión global permanente y siempre abierto); vitalidad (en tiempo real al igual que el ámbito físico), "presencia" de usuario sin límite (una vibra de estadio); solidez económica (los NFT son los bienes, los tokens fungibles son las monedas y las materias primas); relevancia en los mundos digital y físico (¡no hay jardines amurallados!); interoperabilidad (bienes portátiles, identidades, IP); y la evolución impulsada por el usuario (el "contenido" y las "experiencias" se crean de forma curada abiertamente frente a una empresa central).

Si cree que habrá lugares como ese y aprecia que pasaremos más tiempo allí en el futuro, probablemente sea obvio que le atribuiremos un valor cada vez mayor a los bienes digitales en comparación con los bienes físicos.

La única pregunta entonces es ¿en qué dirección evolucionará el metaverso? ¿Será centrado en la ciudadela (gran tecnología, dominado por jardines amurallados) o centrado en la frontera (abierto, basado en la nube y protegido por criptografía)?

El artículo de Alison McCauley [que compara los festivales recientes de Decentraland y Roblox](#) ilustró las diferencias a corto plazo que podemos esperar ver entre los dos:

"Durante la última semana, se llevaron a cabo dos festivales de metaverso globales simultáneos, lo que nos dio una idea de los lados que compiten en la batalla actual por el control. Uno fue producido por un jugador de juegos establecido, el otro creado por un pionero del metaverso descentralizado.

Roblox, una empresa pública con ingresos de 924 millones de dólares en 2020, celebró el primer festival de música virtual en la plataforma Roblox en asociación con el productor de eventos musicales Insomniac. Al mismo tiempo, Decentraland, un mundo virtual abierto de propiedad total de sus usuarios, celebró su primera Festival Metaverso.

Ambos eventos nos dieron una idea de cómo la tecnología digital puede mejorar la experiencia de asistir a un evento; cómo se puede integrar sin problemas la interpretación en vivo; cómo se pueden tejer experiencias exclusivas; y cómo ahora podemos congregarnos, sin importar dónde vivamos, a escala global. Sin embargo, también nos dieron una indicación de las compensaciones por delante.



La experiencia de Roblox fue nada menos que ingeniosa, con el diseño de alto presupuesto de las experiencias digitales corporativas. Junto con el Electric Daisy Carnival (EDC) en Las Vegas, la experiencia virtual no solo integró los escenarios en vivo de EDC y la impresionante alineación, sino que también ofreció juegos, carpas virtuales y encuentros con artistas.

El festival de Decentraland fue cuidadosamente diseñado y orquestado con sets de más de 80 artistas, incluido Deadmau5, una tienda de merchandising para dispositivos portátiles NFT, e incluso inodoros portátiles digitales. El festival Decentraland se sintió como el proyecto comunitario que era: más creativo, menos producido.

Sin embargo, lo más sorprendente de Decentraland estaba sucediendo detrás de escena. En este mundo, las personas pueden poseer y cultivar directamente la tierra digital. Pueden realizar transacciones comerciales directamente con otros participantes. Y en lugar de depender de una corporación para dirigir el mundo, sus usuarios gobiernan las políticas por su cuenta, a través de una Organización Autónoma Descentralizada (DAO)".

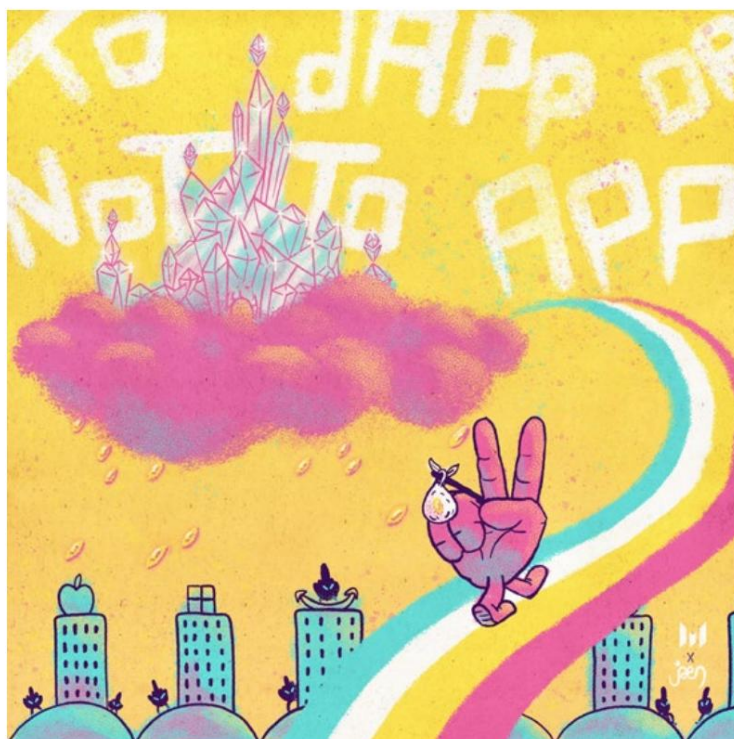
Cualquiera que no haya puesto un pie en uno de estos festivales podría pensar que "no hay escasez en el arte digital porque puedes hacer clic con el botón derecho en guardar el jpeg". Pero lo que los que hacen clic con el botón derecho no entienden es que esto será técnica y socialmente imposible en el metaverso, donde el arte digital, los avatares, la tierra, etc. están todos vinculados a la perfección a los recibos de la cadena de bloques.

¿Te imaginas ir a la fiesta de Decentraland con un vestido de imitación?

¿Qué pasaría si apareciera el verdadero dueño? Mientras ella caminaba con un brillo literal de autenticidad, tu fraude quedaría expuesto en el acto como un cono rojo parpadeante de vergüenza que se cernía sobre tu avatar. Que torpe.

Cuando se trata del metaverso, mi dinero está en el criptoverso a corto plazo. Las ciudadelas a mediano plazo. Y a largo plazo es un lanzamiento de moneda. Hablemos de por qué.

(Lectura obligatoria: [Introducción al metaverso.](#)
[El sistema operativo Open Metaverse, de estrategia metaversos\)](#)



Tiendas de aplicaciones Eth Apps VS Web 2.0
[Ver este NFT en OpenSea](#)



10. Dije Metaverso, no Meta

El metaverso no tiene por qué ser [una distopía](#).

Con un back-end de Web3, podemos vivir en un mundo en el que los diseñadores compiten en un mercado competitivo de tarifa por servicio por los derechos para hospedarlo y monetizar sus datos. "Haremos que sea 100 veces más fácil vender sus datos, pero conservaremos el 20% de las ganancias" parece una negociación justa a mediano plazo que atraerá a los usuarios al criptoverso y presionará a las empresas de Web2 para que reduzcan sus tasas de aceptación. No veo a la mayoría de los gigantes tecnológicos modernos ofreciendo alternativas convincentes a las criptomonedas cuando se trata del metaverso abierto. Pero Meta es una excepción.

Un titular como Meta, con su "aplicación azul" de vacas de efectivo e Instagram, y sus otros productos poco monetizados, es un jugador interesante en el metaverso porque puede darse el lujo de experimentar con nuevos modelos de monetización e incentivos para el usuario bajo algunos de sus medios digitales masivos. -primeras líneas de productos (Oculus, Whatsapp y Messenger), sin poner en peligro su negocio principal de anuncios en Instagram y "la aplicación azul", que se relacionan más estrechamente con nuestro "mundo real". [identidades](#)



La lucha por el metaverso
[Ver este NFT en OpenSea](#)

un momento de euforia tecnológica que experimenté solo dos veces antes: tomar mi primer viaje en Uber y leer el libro blanco de bitcoin. Estaré más emocionado si Meta mantiene su promesa de mantener abierto su trabajo de metaverso.

El éxito de la empresa dependerá de su sinceridad, y ese debe ser su camino preferido. Poseer la plataforma dominante de la única tierra habitable que aún no se ha colonizado por completo (la nube) es mucho más valioso

Yo, como el resto de Internet, tengo muchos pensamientos sobre Facebook/Meta en general. Estoy de acuerdo con Qiao en que el objetivo con el cambio de nombre es alejarse de la [marca tóxica](#) de Facebook. Estoy de acuerdo con David Sacks en que la caza de brujas de Zuckerberg por parte de los medios refleja su propio mal comportamiento, que es [muchísimo peor](#). También estoy de acuerdo con Balaji en que la resiliencia de Zuck es impresionante, y vale la [pena apostar y creer en él](#), cuando se trata del pivote Meta... hasta cierto punto.

Sí, Zuckerberg podría ser el único roboticon en el planeta que podría haber hecho un anuncio trascendental como el de [Meta](#) . que emocionante. Pero \$ 10 mil millones por [año es una](#) inversión gigantesca y necesaria que sentará las bases para el metaverso al igual que el despliegue de fibra óptica en los primeros años.

Meta podría forzar el camino para el hardware, el software de gráficos y el ancho de banda móvil hasta el punto en que el metaverso se vuelva verdaderamente inmersivo.

He estado entusiasmado con lo que Facebook podría construir en realidad virtual desde que delineé mi primer octágono virtual con Oculus Quest el año pasado. Fue



que poseer una sola ciudadela en esa tierra. Creo que Zuck lo sabe y está diciendo las cosas correctas. Vale la pena leer la entrevista de Ben Thompson con él [en su totalidad](#).

(Lectura obligatoria: [La entrevista de Zuck, Estrategia en Meta](#))

11. Credenciales no fungibles: su identidad modular

Desde 2018, me han intrigado los conceptos de mercados de curación y registros curados por tokens como reemplazo digital de las credenciales.

Los NFT pueden resultar ser los componentes básicos faltantes que finalmente los hacen funcionar porque 1) granularizan los logros, 2) tienen especificaciones técnicas que los harán fáciles de integrar en una variedad de plataformas y 3) son componibles, lo que significa que pueden evolucionar. tiempo extraordinario.

Tome un diploma digital por ejemplo. En el mundo 1.0 de los registros seleccionados por tokens, estos diplomas reflejarían un resultado binario de aprobado/reprobado, y era fácil [corromper la integridad del diploma](#) sobornando para ingresar al registro o discriminando inapropiadamente a un candidato calificado a través de la regla de la mafia.

Los NFT harían las cosas un poco diferentes. En lugar de comenzar con una credencial general (el diploma), los NFT comienzan con cada elemento discreto en la rúbrica. "¿Terminaste este grado?" se convierte en "¿Completaste esta pregunta? ¿Completaste las 100 preguntas para aprobar este curso? ¿Completó los 20 cursos necesarios para obtener este título?" Eso es 2,000 NFT discretos para un diploma, y los 500 principales podrían determinar su "especialización". Además, podemos usar cosas como los atributos de rareza para resolver en última instancia el problema de la subjetividad en la acreditación. Su NFT puede tener un atributo diferente si su trabajo se consideró el mejor de su clase o el 5% superior.

Al mismo tiempo, creo que las NFT también serán la columna vertebral técnica que trasladará sus credenciales e identificadores del mundo real al nuevo mundo.

No necesitará ingresar su licencia de conducir cada vez que necesite probar su identidad: su firma digital desbloqueará el acceso al NFT de su licencia, o su historial médico, o su seguro, etc. Estamos hablando de un 1000x mejora en la portabilidad de nuestras identidades, y la consistencia y comparabilidad de nuestras credenciales.

El potencial para visualizar las credenciales y la reputación a través de representaciones artísticas de sus NFT es revelador.

En una reunión virtual, puede elegir mostrar las credenciales directamente en la solapa de su avatar (un orador o VIP puede usar una insignia de "registro" de NFT). En un lugar de reunión social, puede elegir "usar" una reputación diferente (¿no es eso todo moda?) para indicar estatus ("se ve raro") o humildad (la ropa virtual de una marca ESG).

Los NFT son imágenes literales que valen más que mil palabras de tinta de currículum. Una de las mayores tendencias que veremos en 2022 es el cambio hacia NFT meritocráticos y ganados. Si sus billeteras criptográficas se convierten [en identificación digital universal](#), entonces los NFT representarán todos los subcomponentes de su identidad. [Membresía componible, NFT semitransferibles ganados](#), y sí, los TCR volverán.

(Lectura obligatoria: [examen de los tipos de curación criptográfica](#))

12. Espacios de nombres y uso compartido de datos

Vale la pena señalar otros dos componentes básicos de la identidad no fungible: los servicios de nombres de dominio descentralizados y los mercados de datos que harán que la renovación de licencias de datos personales sea trivial.



Los servicios de dominio criptográfico son una aplicación asesina obvia para administrar identidades Web3. Uno de los componentes básicos de la infraestructura de Internet ha sido el registro de nombres de dominio. Los dominios web hicieron que las direcciones IP fueran legibles para los humanos, y lo mismo ocurrirá con muchas direcciones basadas en blockchain. Si las PFP hacen que las billeteras digitales sean más visuales, los registros como ENS y Handshake las hacen más interoperables y confiables.

Casi medio millón de nombres ENS se registraron antes del [airdrop de mil millones de dólares del protocolo a sus primeros usuarios](#) el mes pasado, y es concebible que la red pueda [rivalizar o superar a los mantenedores de DNS centralizados como Verisign](#) (capitalización de mercado de \$27 mil millones) algún día. Verisign administra casi el 85 % de los 200 millones de sitios web del mundo en la actualidad, pero el espacio de dominio para identidades en Web3 podría ser de 2 a 3 órdenes de magnitud mayor, ya que hay 40 veces más personas que sitios web, 5 veces más dispositivos conectados a Internet que personas, y muchos ciudadanos globales que no confiarán necesariamente en Verisign dadas las alternativas descentralizadas.

Los identificadores claros también harán posible que las personas y sus dispositivos extraigan valor de sus datos.

Según la Corporación Internacional de Datos, menos del 1 % de los datos del mundo se utilizan y analizan, aunque la cantidad de [datos "potencialmente útiles" se duplicó del 20 al 40 % entre 2012 y 2020.](#)

Con el aumento del mercado de análisis de datos a casi \$ 100 mil millones para fines del próximo año, y estudios de casos como la inversión de [\\$ 1 mil millones en big data / retención de clientes de Netflix](#) cada vez más generalizado, tanto las empresas como los usuarios querrán monetizar mejor sus datos. En Web3, los protocolos como Ocean brindan el envoltorio para estos paquetes de datos al alentar el intercambio público y la monetización segura de los datos, y un mejor descubrimiento de precios a través de mercados de datos líquidos.

El mercado objetivo son los ingresos publicitarios de FAMGA (y algo más), por lo que hay mucho en juego.

(Lectura obligatoria: [Inmersión en aguas profundas en el océano](#), [Una cartilla sobre ENS](#), [Descentralización de la Identidad](#))

13. Loterías DeSo

¿Qué sucede cuando combina PFP, identificadores .eth permanentes, componibilidad de datos y mercados de datos que cotizan paquetes de datos con IA? Obtiene una red social descentralizada y una lotería potencial como recompensas por contenido temprano y viral generado por el usuario.

Las redes sociales Web3 parecen inevitables en estos días, y es posible que ya estén aquí con el advenimiento de proyectos como el social descentralizado literal (anteriormente [Bitclout](#)), cielo azul de [twitter](#), y [gm.xyz](#). Sin embargo, no es obvio qué redes tempranas tomarán la delantera o demostrarán un verdadero poder de permanencia. Social descentralizado recaudó [\\$ 200 millones de a16z](#) después de acumular [una pequeña fortuna en ventas](#) de su token "Clout" (rebautizado como \$DESO), y lo está pagando con un [fondo de \\$50 millones](#) por sí mismo para impulsar el desarrollo de la comunidad, [pero la UX es torpe](#) y dudo que "pagar para twittear" sea un modelo sensato.

Sin embargo, el concepto central es sólido: recompensar financieramente a cualquier usuario que "se vuelva viral". TikTok lo hizo bien (impulsar las primeras publicaciones de los usuarios para engancharlos) sin las recompensas de fichas. Una startup de Web3 lo hará aún mejor con recompensas financieras.

No son solo los usuarios los que se beneficiarán, tampoco. Los protocolos DeSo incentivarán a docenas de desarrolladores de la competencia a crear servicios que compitan por el derecho de hospedar a los usuarios y sus datos, ya sea a través de incentivos simbólicos ("¿agricultura de atención?") O productos asesinos que se optimizan para las cosas que el usuario realmente quiere y está dispuesto a hacer pagar, como el crecimiento personal, la seguridad, la tranquilidad, etc. Una interfaz podría recomendar seguimientos en función de los propietarios de otros activos similares y NFT, permitirle [vender o subastar NFT directamente desde su perfil de usuario](#), o [crear un gráfico social mejor](#).

Pude ver la [nueva función "preparar como NFT"](#) de Adobe en Photoshop acuñando una tonelada de ganadores tempranos en el viral de DeSo



Juegos Olímpicos. Las "Credenciales de contenido" son certificados compatibles con los mercados de NFT como OpenSea, que prueban la autenticidad de una fuente de arte y 100 veces la facilidad de creación y distribución de nuevos NFT.

Naval lo expresó mejor cuando dijo: "DeSo está esperando su [momento satoshi](#)". En este momento, el campo está completamente abierto y pasaré mucho tiempo en las plataformas emergentes en 2022. [gm](#)

(Lectura obligatoria: [Consejos de Twitter, NFT y Twitterverse](#), [El auge de los medios criptográficos](#))

14. La web físicamente descentralizada (permanente)

Podemos hacer todas las predicciones de pastel-en-el-cielo que queramos acerca de que las criptomonedas se apoderen de [insertar industria] y se conviertan en una fuerza imparable. Lo cierto es que nuestra supervivencia física depende de la descentralización del hardware. La guerra contra la resistencia a la censura se librará en la nube, y la eficacia con la que arrebatemos el control de esa infraestructura a los monopolios dominantes de hoy será la diferencia entre una Internet abierta y un estado policial.

De los diversos componentes de la pila de hardware de Web3, el almacenamiento descentralizado es posiblemente el más sólido.



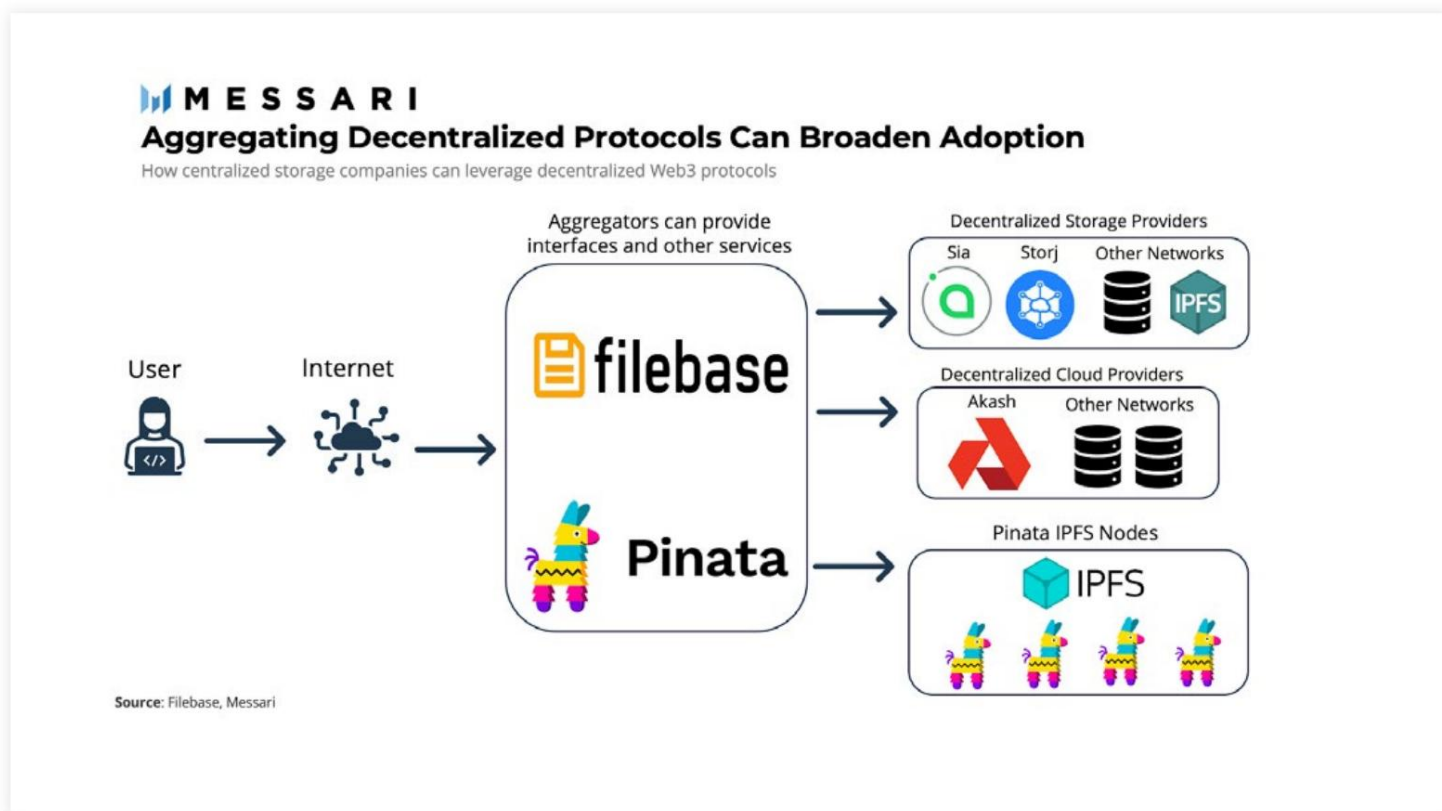
A diferencia de su predecesor BitTorrent, que dependía de que el contenido requerido se alojara en servidores locales, IPFS ofrece un novedoso sistema descentralizado que permite que cualquier nodo almacene datos. Pero estos nodos deben vaciar el contenido que "fijan" (caché) eventualmente, lo que condujo a la introducción de Filecoin, una red de almacenamiento incentivada construida sobre IPFS que verifica que la red esté almacenando los datos que dice que almacenará. Como el primer proyecto de cadena de bloques dedicado al almacenamiento de archivos, el creador de Filecoin, Protocol Labs, obtuvo una enorme tesorería, que utilizó [para financiar](#) una [lista de lavandería](#). de otros proyectos, aceleradores y desarrolladores. Clientes [potenciales](#) de Filecoin su paquete de competidores en términos de datos almacenados en su red por ahora, aunque no están solos.

[Arweave y sia](#) surgieron este año como competidores formidables. Cada red utiliza su propia cadena de bloques (o, en el caso de Arweave, una "tejido de bloques") como capa fundamental para sus soluciones descentralizadas de almacenamiento de datos y aplicaciones. Estas redes hacen diferentes compensaciones de diseño, pero generalmente se pueden agrupar en dos categorías: almacenamiento bajo demanda (Sia y Filecoin) frente a almacenamiento a largo plazo (Arweave).

Aunque los datos almacenados en Arweave vienen con una prima (dado que el usuario tiene que pagar por el almacenamiento de por vida), el protocolo ha ganado terreno en el panorama de NFT como una solución permanente para almacenar NFT y sus [metadatos](#). [Arweave se](#) ha convertido en la capa de almacenamiento preferida para los proyectos NFT de Solana en particular, lo que provocó un aumento en el crecimiento de la red de Arweave en los últimos dos trimestres. Las aplicaciones de Arweave como Koi y Kyve están mejorando los servicios potenciales que Arweave puede brindar a otras cadenas de bloques y usuarios.



El almacenamiento descentralizado es una capa clave de la infraestructura Web3 que roerá constantemente los márgenes de los proveedores de infraestructura de Internet existentes, particularmente con el aumento de los agregadores de almacenamiento descentralizado como [Filebase*](#) y [Pinata](#), que proporcionan las interfaces, las optimizaciones y la capa de servicio necesarias para ofrecer soluciones de almacenamiento personalizadas a nuevos clientes. (¿CeDeWeb3?)



Así como Coinbase ofrece servicios DeFi de protocolos como Maker y Compound, estos servicios de abstracción harán que los protocolos de almacenamiento Web3 sean más accesibles para nuevas audiencias.

15. Escalado de red física

Una Internet verdaderamente descentralizada también requiere redes de hardware sin permiso y resistentes a la censura que admitan computación y redes.

En la tesis del año pasado, dije: "En este momento, Helium y su mercado de redes de IoT de largo alcance parecen ser los primeros favoritos para romper". [De nada.](#)

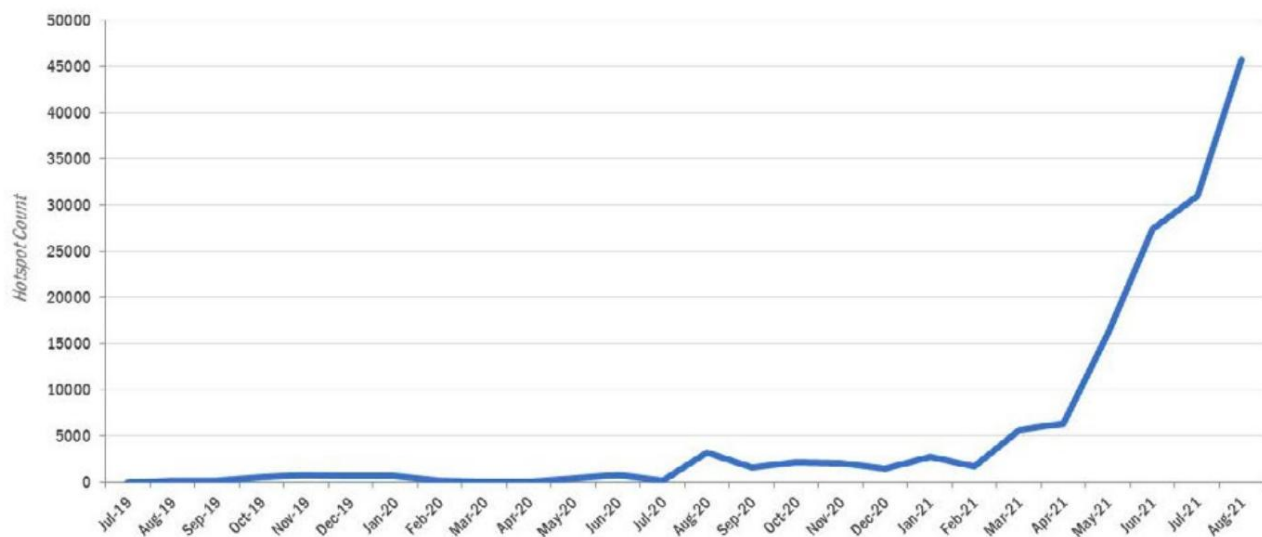
Helium tiene uno de los mejores resultados (+3000 %) dentro del sector Web3 en lo que va del año, ya que su red global de puntos de acceso inalámbrico continúa atrayendo a grandes socios como DISH, que anunció que comenzaría a implementar la nueva línea de puntos de acceso 5G de Helium. Helium tiene una variedad de socios que producen [una docena de tipos](#) de sus mineros, [lo que demuestra que el hardware se puede escalar de manera efectiva utilizando incentivos simbólicos](#). El hardware es un modelo de negocio difícil, y Helium demostró la eficacia con la que las empresas de hardware [pueden impulsar los costosos mercados de dos caras](#). [con la economía de usuario correcta.](#)



MESSARI

Hotspots Added to the Network Monthly

The number of hotspots being added to the network has parabolically grown as supply chain issues are resolved, more manufacturers come online, and network effects spread



Data as of Sept. 02, 2021

Source: Sitebot

De manera similar, el protocolo de transcodificación de video descentralizado, Livepeer continúa ganando terreno y acumulando tarifas como resultado de su red de video en rápido crecimiento. Dentro del ecosistema de Cosmos, las cadenas de bloques específicas de aplicaciones como Akash continúan para expandirse y producir signos tempranos de ingresos de red sostenibles, ya que emparejan a los desarrolladores que implementan sus contenedores Docker a un costo significativamente reducido con proveedores de la nube como AWS o Google, y centros de datos que pueden alquilar capacidad excedente similar a un Airbnb para datos. Otras redes de hardware como Andrena y althea (¡tokens previos!) están abordando la capa del proveedor de servicios de Internet al permitir que las comunidades establezcan puntos de acceso y antenas que brindan acceso a Internet a las ciudades cercanas.

Si bien Livepeer opera en Ethereum, Akash, Helium, Arweave y otras redes con uso intensivo de hardware han optado por construir sus propias cadenas de bloques. A medida que el mundo avanza hacia su casi seguro futuro multicadena, espere que estas redes de hardware (o sus competidores descentralizados más efectivos) sirvan como una capa fundamental para Internet sin censura.

(Lectura obligatoria: [Ingresos de la red Web3](#), [Cobertura Exponencial de Helio](#), [La capa de almacenamiento y Importancia de los metadatos](#), [Arweave: almacenamiento resistente a la censura permanente](#))



DeFi 2.0

1. El puente USDT	116
2. DAI frente a UST	117
3. El Renacimiento Algorítmico de las Stablecoins	118
4. El surgimiento de las monedas estables no vinculadas	120
5. La mirada de acero de Worldcoin	122
6. Uniswap v3 contra el mundo	122
7. Perp contra Dydx	124
8. La Alquimia de DeFinance	124
9. La tesis de las aplicaciones de grasa	126
10. Cooperativa de fondos tokenizados e índices	128
11. Las personalidades divididas de DeFi	129
12. El auge de CeDeFi	130
13. Problemas de gobernanza	131
14. Seguridad y el bosque oscuro	131
15. Desbloques alcistas y FDV	132



En el primer capítulo de esta sección, cubrimos los componentes básicos de Web3: NFT (identidad y activos digitales únicos primitivos), las "tierras" registradas en blockchain del metaverso y las redes de hardware descentralizadas que lo alojarán todo. Los siguientes tres capítulos, entonces, tratan sobre cómo administramos los sistemas financieros de los mundos virtuales, escalamos su infraestructura para acomodar a miles de millones de usuarios (humanos y máquinas) y los gobernamos a lo largo del tiempo.

Comenzaremos con los desarrollos en el sistema financiero descentralizado (DeFi), ya que ha habido un montón de nuevos desarrollos este año a pesar de que la mayoría de los blue chips de DeFi viven un mercado bajista relativo (muchos han bajado un 80% o más frente a ETH YTD).

Antes de profundizar en DeFi, comencemos con la moneda que nos une del viejo mundo al nuevo... Tether.

1. El puente USDT

Para disgusto de [Bitfinex'ed \(RIP\)](#) y los vendedores en corto en todas partes, es poco probable que Tether falle o ponga fin a este mercado alcista de criptomonedas. Si eso sucediera, la muerte del USDT de Tether probablemente vendría a manos de una incautación del gobierno de los EE. UU. que de una corrida bancaria de los depositantes de la compañía.

Con Tether, las cosas nunca son lo que parecen, así que entiendo la confusión general. En realidad, es bastante simple, y reiteraré la entrada del año pasado sobre Tether:

“Es probable que los impulsores de facto de Tether (los principales intercambios criptográficos mundiales y creadores de mercado) pasen por alto los riesgos del USDT en ausencia de reemplazos obvios de la reserva denominada en dólares casi universalmente aceptada. El impacto moderado en el mercado de los [acuerdos (NYAG y CFTC)] de este año puede haber llevado a algunos a concluir que el peor de los casos en Tether sería un movimiento ordenado hacia otras monedas estables. Pero una cosa es enviar dinero de los contratos perpetuos de una plataforma a otra [como vimos con BitMEX el año pasado]. Otra muy distinta es transferir las reservas en dólares incautadas a nuevos bancos”.

Tether es el eurodólar digital definitivo, y muchas personas confían en USDT no porque hayan hecho negocios con Tether a gran escala (aunque muchos lo han hecho), o porque creen que las reservas de USDT están totalmente respaldadas (a veces, no lo han estado), o porque se sienten cómodos siendo cómplices de una conspiración global (nadie tiene tiempo para eso), sino porque al final del día tienen que confiar en Tether, y el sistema ha funcionado hasta ahora.

Es inexacto llamar a Tether un fraude. Y también es una manera clara de mostrarse como alguien que [no sabe de lo que está hablando](#).

Hay muchas [empresas legítimas que trabajan con ellos](#), a escala. USDT sigue siendo la moneda comercial de reserva para la mayoría de los intercambios y pares comerciales más grandes del mundo, y [no está particularmente cerca](#): USDT es un orden de magnitud más líquido que USDC o BUSD. Incluso [Coinbase agregó soporte una vez que salió por la puerta para su IPO](#) esta primavera, ¡y son co-creadores de USDC!

Tether ha publicado dos [auditorías de sus reservas](#) ya este año, lo que reduce las preocupaciones de que la empresa está ejecutando una reserva fraccionaria. La empresa llegó a un acuerdo con el Fiscal General de Nueva York ([\\$18 mm](#)) y con la CFTC ([\\$41mm](#)), sumas relativamente insignificantes por algo que los críticos denuncian como un esquema ponzi del tamaño de Madoff. La "mentirosa" de la compañía sobre la combinación de fondos después del hackeo de Bitfinex de 2016 (y [el rescate del cliente](#)) [valió la pena](#), y probablemente salvó clientes (y la industria) en el proceso. ¿Hubiera sido mejor decir toda la verdad y destruir el mercado subyacente? Sí, la empresa [mezcló fondos en 2018](#) para cubrir los [\\$ 850 millones](#) que fue robado por un socio sin escrúpulos durante un loco bajo la mesa de Panamá y Oriente



Transacciones bancarias europeas, pero incluso eso depende, al menos parcialmente, del gobierno de EE. UU. ¿Tether no habría tenido que recurrir a medidas de contraparte tan desesperadas si los bancos de EE. UU. aceptaran clientes criptográficos regulados en primer lugar!

Sé que suena como si estuviera poniendo excusas por mi mal comportamiento, pero no es eso. Mi punto es que todos nos tapamos las narices y aceptamos al vaquero criptográfico por lo que es: un puente hacia la adopción generalizada.

Marc Hochstein de CoinDesk lo logró con su parábola "[Un puente llamado atadura](#)". Tether es el puente de cuerda más conveniente, pero destartalado, que se extiende por las cimas de las montañas del mundo de las finanzas heredadas y el mundo de las finanzas criptográficas. Es Shady-as-a-Service por diseño: menos expuesto a riesgos de incautación debido al arbitraje jurisdiccional en el que se basa. También es probable que sea reemplazado en algún momento, incluso si la fecha de finalización no está clara.

Pienso en Tether como el Omar Little de las criptomonedas. Todos saben que Omar rompe las reglas, pero el hombre vive según un código, todos en el juego lo respetan (incluso si le temen), y los reguladores ya deberían saber que cuando se enfrentan al rey, es mejor que no fallen. (RIP Omar.)

(Lectura obligatoria: Artículo de [portada de Bloomberg](#). La opinión [del gran escéptico](#). Omar va a ser Omar.)

*La participación del USDT en la capitalización de mercado de las monedas estables disminuyó del 80 % al 50 % este año, pero la importancia estructural de Tether para la liquidación de intercambios de criptomonedas permanece intacta. USDT realmente debería estar en el capítulo de infraestructura de mercados, y USDC en la sección de DeFi (dada su explosión como reserva de DeFi), pero no quería separar Paxos y USDC. Yo también estaba harto de editar.

2. DAI contra UST

Ha habido numerosos intentos de desafiar a DAI como la moneda estable descentralizada líder en criptografía, pero hasta ahora todos han fracasado. ¿Esta vez es diferente?

Luego de un conjunto de actualizaciones e integraciones de primer nivel, UST de Terra, la moneda estable descentralizada de más rápido crecimiento de 2021, está posicionada para dar a DAI su desafío más fuerte hasta el momento. El 30 de septiembre, Terra se sometió a su muy esperada [actualización Columbus-5](#), que generó docenas de nuevas aplicaciones y permitió a Terra expandir su alcance entre cadenas a través del Protocolo de comunicación entre cadenas de bloques (IBC) de Cosmos. Un nuevo protocolo de seguro en Terra (Ozono) ayudó a [agregar los \\$ 3 mil millones de UST](#) (a través de LUNA Burns) a su tesorería comunitaria en solo unas semanas. Además, el puente cross-blockchain, [Wormhole V2](#), lanzó soporte para Terra, trayendo Terra UST a [Ethereum y Solana](#). El impulso de UST se está acelerando, ya que ahora está posicionado para convertirse en la moneda estable entre cadenas de facto.

Aunque MakerDAO atrae críticas por el deslucido desempeño del precio del token (y generalmente es menos sexy en comparación con todo lo demás que sucede en "DeFi 2.0"), nunca ha estado en una mejor posición fundamentalmente.

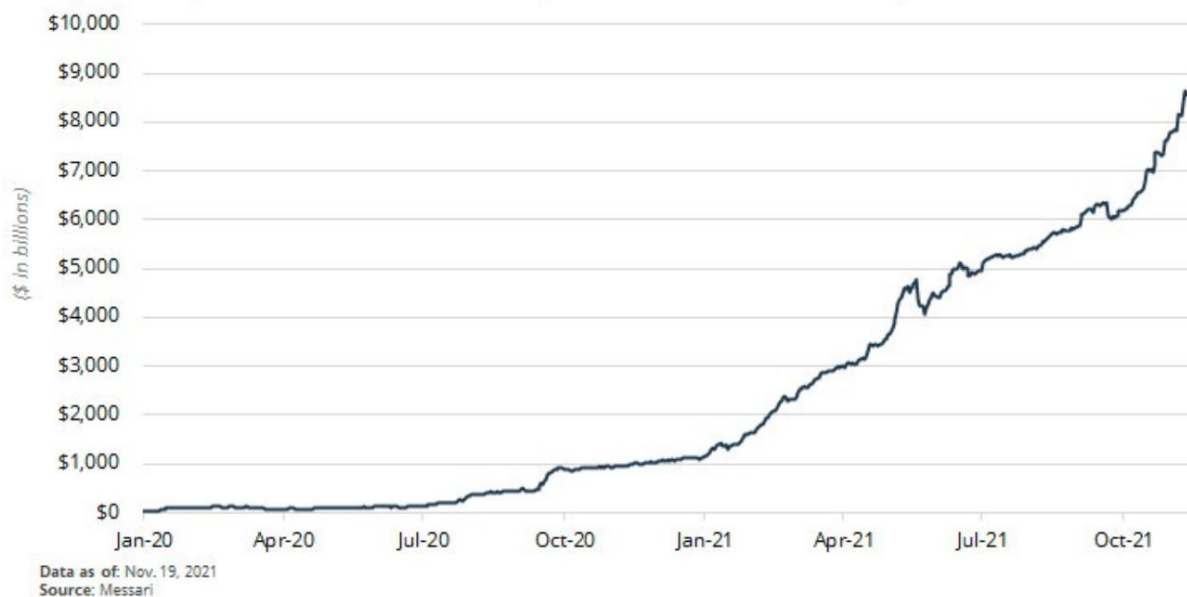
Maker TVL está en un [máximo histórico de \\$ 20 mil millones](#), y el suministro de DAI recientemente superó los \$ 8.5 mil millones. La parte más impresionante de todo este crecimiento es que, a diferencia de casi todos los demás competidores de DeFi y stablecoin, MakerDAO no ha proporcionado incentivos para usar su plataforma. Todo su crecimiento ha sido orgánico.



MESSARI

DAI Supply Growth Surpasses \$8.5 Billion

Despite providing no token incentives much like its competitors, DAI continues to be the leading decentralized stablecoin



A pesar de sus nuevos competidores, DAI sigue siendo la moneda estable descentralizada más ampliamente integrada en la industria y la moneda estable descentralizada preferida del ecosistema DeFi de Ethereum. Eso es gracias en gran parte a su historial de cuatro años de estabilidad. Si el atributo más importante de una moneda estable es la supervivencia, DAI se encuentra en una liga propia. Ha sobrevivido a múltiples caídas brutales y ha demostrado su resistencia, algo que los competidores no pueden replicar tan fácilmente.

Dai vs. UST se reduce al dominio de DeFi de Ethereum. Una cosa que UST tiene a su favor es que ni siquiera intenta competir con DAI en su territorio. En cambio, UST está construyendo su propio ecosistema en Terra y expandiendo agresivamente las cadenas múltiples. Si las criptomonedas continúan evolucionando hacia un futuro multicadena, la moneda estable descentralizada ganadora puede ser la que prolifere en el ecosistema más amplio de cadenas de bloques.

Terra marcha en esta dirección mientras que DAI continúa sirviendo principalmente como reserva de Ethereum.

Hay mucho espacio para ambos.

3. El Renacimiento Algorítmico de las Stablecoins

Después de un miniciclo de exageración en el cuarto trimestre de 2020, las monedas estables algorítmicas colapsaron violentamente y entraron en un largo período de desilusión a principios de este año. Pero hoy estamos viendo un renacimiento en el sector, impulsado por dos nuevas innovaciones: monedas estables de reserva fraccionaria y "valor controlado por protocolo".

Sin embargo, en primer lugar, ¿qué queremos decir con monedas estables algorítmicas?



He aquí un extracto de una [pieza de investigación temática](#) publicamos sobre el sector a principios de este año:

“La mayoría de las monedas estables algorítmicas de primera generación tienen su origen en un artículo escrito en 2014 por Robert Sams titulado “Una nota sobre la estabilización de criptomonedas: Acciones de señoreaje”. Sams describió un modelo de moneda estable que involucraba dos tokens: una moneda estable y un token que comparte el señoreaje del sistema (beneficio de la nueva emisión). Cuando aumenta la demanda de una moneda estable, el precio de esa moneda estable sube por encima de \$1,00 (expansión) y la oferta de monedas estables debe aumentar. La nueva emisión se distribuye a los "accionistas" hasta que se satisface la demanda y el precio vuelve al equilibrio de \$1,00. Lo contrario sucede cuando cae la demanda. Cuando el precio de la moneda estable cae por debajo de \$1,00 (contracción), las monedas estables se retiran de la circulación a través de un mecanismo de quema a cambio de la emisión de nuevas acciones de señoreaje. Lo que hace este modelo es bifurcar efectivamente el sistema en un activo especulativo que absorbe la volatilidad y respalda el sistema, y un activo estable que es objeto de estabilización”.

Esto suena simple y efectivo en el papel, pero presenta dos limitaciones obvias: la reflexividad a la baja puede crear "corridas bancarias" en estos protocolos, y la falta de respaldo colateral significa que el banco puede llegar legítimamente a cero.

La reflexividad impulsó los primeros experimentos (ESD, Frax) a grandes alturas y luego los aniquiló en el camino hacia abajo. Las acciones de señoreaje en estos sistemas solo valen algo si los compradores creen en la viabilidad continua de los sistemas y en el valor presente neto positivo de su suministro monetario futuro. Cuando los reembolsos pesados llegan rápidamente, aplastan la confianza y enfrían la reinversión en los tokens de acciones, lo que provoca una espiral de muerte.

Sin ningún respaldo colateral para compensar la espiral, las monedas estables algorítmicas dependen de "prestamistas de último recurso" externos para rescatarlas durante las contracciones severas. Los usuarios (titulares de bolsas) deben intervenir para salvar el sistema, o las acciones y la moneda estable se desvanecerán en el olvido.

Luego está el desafío de arranque.

Debe alcanzar un nivel suficiente de capitalización de mercado y generar suficiente liquidez para garantizar que las fluctuaciones en la demanda no causen una volatilidad significativa en la moneda estable. Sin embargo, en ausencia de una demanda temprana genuina para una moneda estable determinada, debe fabricar esa demanda a través de incentivos para los especuladores. Esa especulación alimenta la reflexividad, pero cuanto más reflexiva es una moneda estable, menos estable y útil es, y mayor es el riesgo percibido de una futura crisis de liquidez en el protocolo.

Los modelos de reserva fraccionaria y el "valor controlado por protocolo" han cambiado el cálculo de las monedas estables algorítmicas.

Las monedas estables de reserva fraccionaria (promocionadas por Frax Protocol) se basan en la idea de que existe un punto óptimo entre las monedas estables algorítmicas puras y las sobregarantizadas que permiten un activo de valor estable descentralizado, eficiente en capital y escalable. Las reservas fraccionarias amortiguan la reflexividad durante los períodos de contracción, ofreciendo a los poseedores de monedas estables una convertibilidad 1:1 entre las monedas estables y la garantía subyacente, y generalmente brindan una mayor confianza en la vinculación en comparación con los modelos puramente algorítmicos. En el año transcurrido desde el lanzamiento de Frax, alcanzó los 1.000 millones de dólares en circulación y ha mantenido un vínculo estricto durante todo el año, incluido el colapso de mayo.

El protocolo de valor controlado (PCV) fue iniciado por Fei Protocol, que funciona de manera similar a una bóveda gigante de MakerDAO. Lo que hace que Fei sea diferente es que su protocolo posee los activos que los usuarios depositan en el sistema, no los LP individuales de la garantía de la bóveda. FEI no es tanto un préstamo con garantía como una venta de activos colaterales a cambio de una moneda estable. El sistema presenta dos activos: Tribe (un token de gobierno que puede proporcionar un respaldo en "corridas bancarias" similar a MKR) y FEI (la moneda estable). fe es capaz de



hacer virtualmente lo que quiera con sus activos de tesorería (al igual que un banco gobernado por depositantes) una vez que se depositan. Fei puede desplegar capital del balance general en fondos de préstamo y participación en DeFi o comprar otras reservas. Esa flexibilidad ha creado una demanda orgánica para su moneda estable y una reflexividad reducida (hasta ahora).

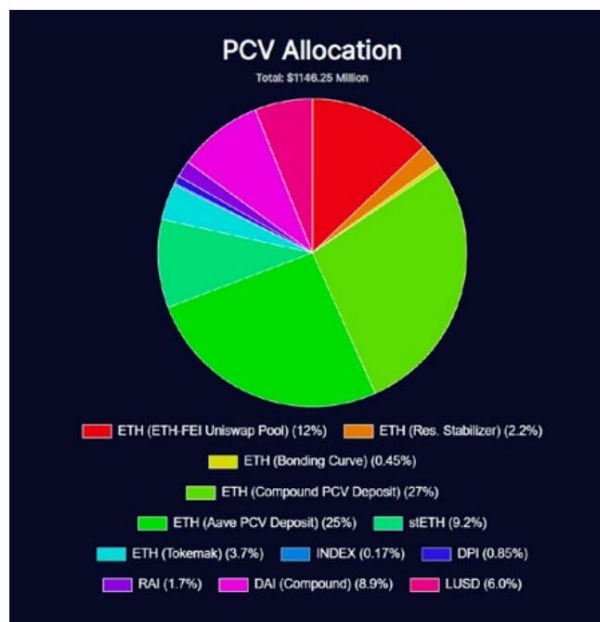
No está claro si estas mejoras serán suficientes para desafiar a DAI por la supremacía descentralizada de las monedas estables, pero las iteraciones en Fei y Frax parecen un paso en la dirección correcta.

4. El surgimiento de las monedas estables no vinculadas

Cuando nació bitcoin, capturó la imaginación de sus primeros usuarios, quienes comenzaron a considerar seriamente el potencial de las monedas digitales no soberanas.

La promesa de Bitcoin como moneda era a largo plazo: probablemente permanecería volátil durante mucho tiempo, pero sus creyentes pensaron que eventualmente se estabilizaría una vez que aumentara su población de usuarios y su liquidez. Hasta el día de hoy, bitcoin sigue siendo increíblemente volátil: se desplomó más del 30% en un solo día en mayo a pesar de su capitalización de mercado de \$ 750 mil millones, y no está claro si BTC alguna vez logrará la estabilidad dada su oferta inflexible.

Los constructores de la criptoconomía no esperan que Bitcoin se estabilice. Para cerrar la brecha, hemos sido testigos de un aumento en las monedas estables vinculadas al dólar que resuelven el error de volatilidad de las criptomonedas y catalizan la adopción de aplicaciones de cadena de bloques más allá de HODLing. Pero las primeras iteraciones han presentado un nuevo problema: las monedas estables se han dolarizado nuestras cadenas de bloques, y han puesto a toda la criptoconomía en riesgo sistémico en el proceso. Una moneda en última instancia vinculada y controlada por la Reserva Federal y el Tesoro limita nuestra capacidad para construir un sistema monetario verdaderamente soberano.

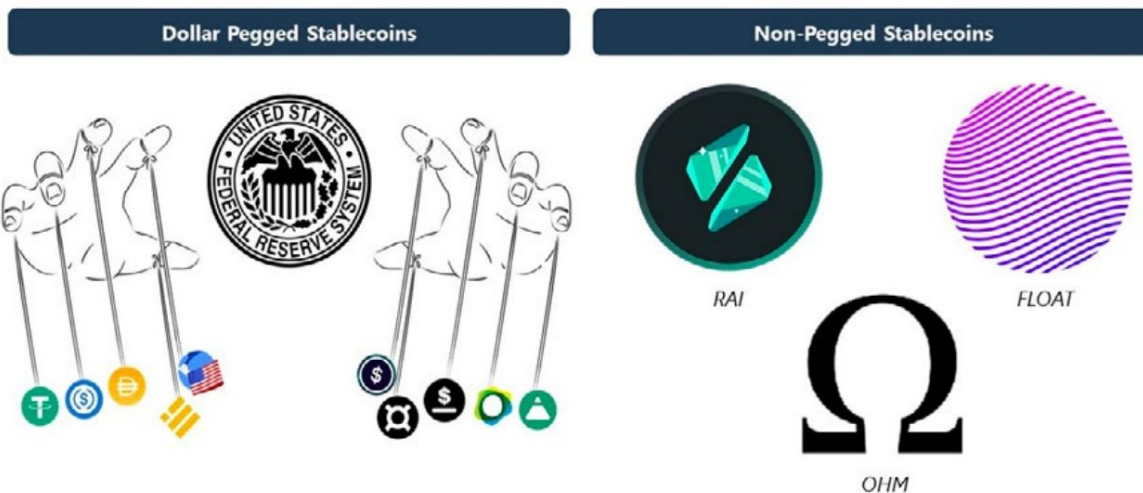


Fuente: [sitio web de Fei](#)

MESSARI

What If Stablecoins Were Independent From Fiat Monetary Systems?

Centralized or decentralized, the value of dollar pegged stablecoins is ultimately controlled by the Fed's monetary policy. Non pegged stablecoins offer an independent alternative more in line with the Cypherpunk vision of independent crypto money



Eso es lo que condujo al lanzamiento de una nueva ola de proyectos este año, con el objetivo de crear monedas estables de flotación libre que no estén vinculadas a las monedas fiduciarias. Las monedas estables no vinculadas ofrecen una oportunidad para que la criptoconomía logre estabilidad y elimine su dependencia del dólar.

El controvertido pero indiscutible líder de este movimiento es [Olympus DAO](#). Lanzado en marzo de 2021, Olympus incentiva a los usuarios a "vincular" tokens (Dai, ETH, LP tokens, etc.) a su protocolo de forma permanente a cambio de un nuevo token llamado OHM. El protocolo atrae liquidez al ofrecer OHM con un descuento sobre el valor de la garantía recibida, aunque el OHM recién emitido solo se puede canjear al valor nominal después de un período de consolidación. La teoría del juego ha sido poderosa hasta ahora: en ocho meses desde su lanzamiento justo, Olympus acumuló \$ 700 millones en activos de tesorería y se disparó a \$ 3.5 mil millones en capitalización de mercado.

Olympus DAO es ahora un gigante con una mano en [múltiples](#) sectores de DeFi, ya que obtuvo una prima significativa gracias a la fe que sus usuarios tienen en la capacidad del protocolo para llevar a cabo una política monetaria efectiva a escala. Si Olympus DAO acumulara una tesorería por valor de decenas de miles de millones de dólares, podría tener los recursos para estabilizar una moneda estable no vinculada de \$ 100 mil millones, al igual que los bancos centrales de todo el mundo estabilizan sus propias monedas.

Central Banking on a Blockchain

Just like how central banks manage their currencies using reserve assets (i.e USD, Gold, etc), Olympus DAO manages \$OHM using reserve assets



Visual by Daniel Cheung

Fuente: [Daniel Cheung](#)

Si todo esto te suena raro, no estás solo. Las monedas estables no vinculadas son, sin duda, mucho para entender y merecer escepticismo. Hay [atributos de teoría de juegos tipo Ponzi](#) del protocolo que impulsan el interés y la participación, y no está claro cómo se mantendrán en medio de una venta masiva de criptomonedas. Sin embargo, a juzgar por la cantidad de bifurcaciones que ha generado, OlympusDAO puede ser el nuevo proyecto más importante del año, y las monedas estables no vinculadas pueden ser la mejor apuesta que tiene esta industria cuando se trata de desvincularse del dólar estadounidense.

(Lectura obligatoria: [El arte de la banca central en cadenas de bloques: monedas estables no vinculadas, Monte Olimpo: Realidad y ficción, Olympus Pro: Liquidez de propiedad del protocolo como servicio](#))



5. La mirada de acero de Worldcoin

Worldcoin se lanzó este otoño con algunos patrocinadores impresionantes y un objetivo audaz: poner una moneda digital lanzada de manera justa en manos de mil millones de personas vinculando sus escaneos de retina a una identidad verificada única. Usan criptografía de conocimiento cero para asegurar las identidades en la cadena, y una red incentivada de "Operadores Orb" para incorporar nuevos usuarios \$10 a la vez a cambio de mirar en los escáneres de metal. Los [primeros resultados sonaron impresionantes](#).

Mira, sé que esto suena mal.

Sí, se trata de un orbe de escaneo de iris de metal construido por la gente que trabaja en OpenAI.

Sí, el objetivo es lanzar desde el aire una nueva moneda mundial y el 20% es propiedad de ricos patrocinadores iniciales.

Sí, el modelo de incorporación depende de que los tecnomormones de puerta en puerta reciban un pago de \$10 por converso dispuesto a almacenar sus datos biométricos en estos nuevos dispositivos.

Sí, el nombre del fabricante no se revela y eso podría terminar mal.

Sí, el orbe se parece a la estrella de la muerte de costado, pero con una cera fresca y una moneda digital elegible para escaneo ocular también era la moneda del imperio galáctico (creo).

Pero, ¿y si funciona?

Como [señaló Balaji](#), "FaceID escanea cientos de millones de rostros por día. ¿Podemos articular una diferencia entre eso y Worldcoin, o cualquier tecnología de suscripción similar para la prueba de ser humano? Si ejecuta cualquier servicio con más de unos pocos usuarios de confianza, descubrirá de inmediato la necesidad de algún tipo de prueba de humano. No necesariamente las imposiciones KYC anticuadas y burocráticas del estado, pero *algo*. De lo contrario, tendrás bots, fraudes, trolls, falsificaciones, etc."

En su mente, y en la mente de los patrocinadores, desea poder distinguir a los buenos usuarios de los malos, para proteger las identidades y la privacidad de los miembros de la comunidad y, al mismo tiempo, impulsar la nueva economía pseudónima.

Eso significa que "los progresistas descubren que se puede generar dinero sin estado. Los libertarios descubren que luego necesitan reconstruir algo muy parecido a un estado: identidad, reputación, lucha contra el fraude, custodia, confianza, comunidad...".

No he podido decidirme porque habrá efectos de segundo y tercer orden que no podemos anticipar (buenos y malos) si este experimento inicial tiene éxito.

6. Uniswap v3 contra el mundo

Vamos a profundizar un poco más en la plomería de DeFi ahora, por lo que esta sección supondrá que tiene un conocimiento práctico de los conceptos básicos. Si no lo hace, lo animo a leer el capítulo de DeFi que escribí en [las tesis del año pasado](#) para avanzar en la [curva de aprendizaje sobre AMM](#), granjas de rendimiento, bóvedas, préstamos rápidos, oráculos, pérdidas temporales y más. Este informe ya es lo suficientemente largo, por lo que asumo un poco de conocimiento previo. Para esta sección en particular, aquí hay un [buen repaso sobre los intercambios descentralizados](#) y [cómo funcionan](#).

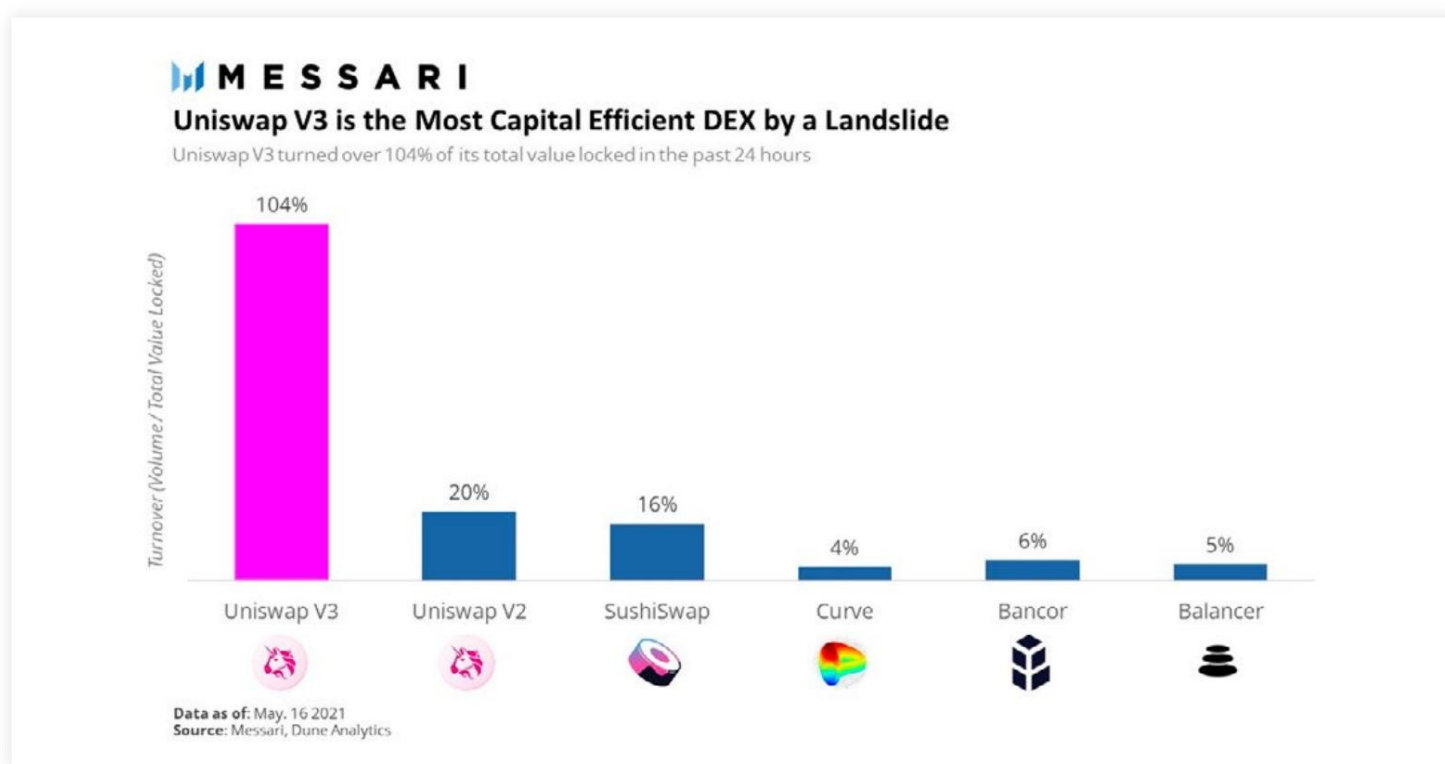
Sin embargo, hoy solo vamos a hablar de un DEX en particular, ya que algunas personas piensan que Uniswap v3 podría eventualmente subsumir todos los otros DEX de Ethereum. Ciertamente tienen una ventaja inicial, incluso si se aplanan un poco gracias a la cadena gaseosa e hinchada de Ethereum. Pero la mayor parte del enfoque más reciente ha sido proporcionar la infraestructura y las herramientas para impulsar mercados más líquidos y la creación de mercados competitivos. Esa es una progresión inteligente a medida que el mundo DeFi se vuelve centrado en la billetera frente al centrado en el destino. (Uniswap [tiene usuarios de 3mm](#) mientras que Metamask tiene 10 mm+.)



La mayor diferencia en v3 es que los proveedores de liquidez están activos. En lugar de depositar activos en un grupo que proporciona liquidez pasivamente a lo largo de una curva de precio determinista, los proveedores de liquidez ajustan activamente sus rangos de liquidez de compra-venta, que luego son agregados por Uniswap AMM. Conocidos como "liquidez concentrada", estos rangos más ajustados ayudan a mejorar la eficiencia del capital en [órdenes de magnitud a través de una mejor concentración de la liquidez en torno a los precios actuales del mercado](#). También premian a los profesionales y [castigan a los LP minoristas](#).

V3 permite lo que son esencialmente órdenes limitadas por parte de los creadores de mercado e introduce tarifas comerciales personalizables (30bps, 10bps, 5bps, 1bps) que incentivan a los proveedores de liquidez a crear nuevos mercados en pares que de otro modo no tendrían liquidez. Estas actualizaciones deberían combinarse para atraer a más creadores de mercado profesionales que monitoreen activamente las posiciones de liquidez a corto plazo (el aprovisionamiento de liquidez perezoso ya no será rentable) y ayudar a Uniswap a competir mejor contra otros intercambios centralizados y descentralizados donde anteriormente había tenido problemas para mantener el ritmo debido a spreads esperados bajos (por ejemplo, pares similares en Curve).

La liquidez concentrada es claramente el futuro de los AMM, y el éxito temprano de V3 habla de eso. Uniswap ha aumentado su cuota de mercado DEX a más del 70 % desde su lanzamiento.



Si finalmente prevalecen los libros de pedidos que no son DEX de AMM, es algo que usted puede decidir por sí mismo.

Es uno de nuestros sectores más cubiertos en Messari Pro, ya que el botón del éxito está por las nubes.

(Lectura profesional: [101, Uniswap, Sushi, PASTEL, Bancor, anillo de bucle, 0x, Suero, Curva, 1 pulgada](#))



7. Perp contra Dydx

Es posible que haya visto el loco titular en Bloomberg el mes pasado: la nueva plataforma perpetua de DeFi, [dydx](#), superó brevemente a _____ Coinbase en volúmenes nominales de negociación. Sí, las primeras recompensas comerciales incentivadas por token ayudaron, pero esto también provenía de una red más nueva que había impedido que los clientes estadounidenses incluso usaran el protocolo. Los volúmenes perpetuos de los intercambios centralizados dominan los volúmenes al contado, y espero que DeFi no sea diferente. Eso hace que Perp* y dydx sean atractivos juegos de valor relativo (para detectar DEX) para el año si está buscando una idea de 70 IQ.

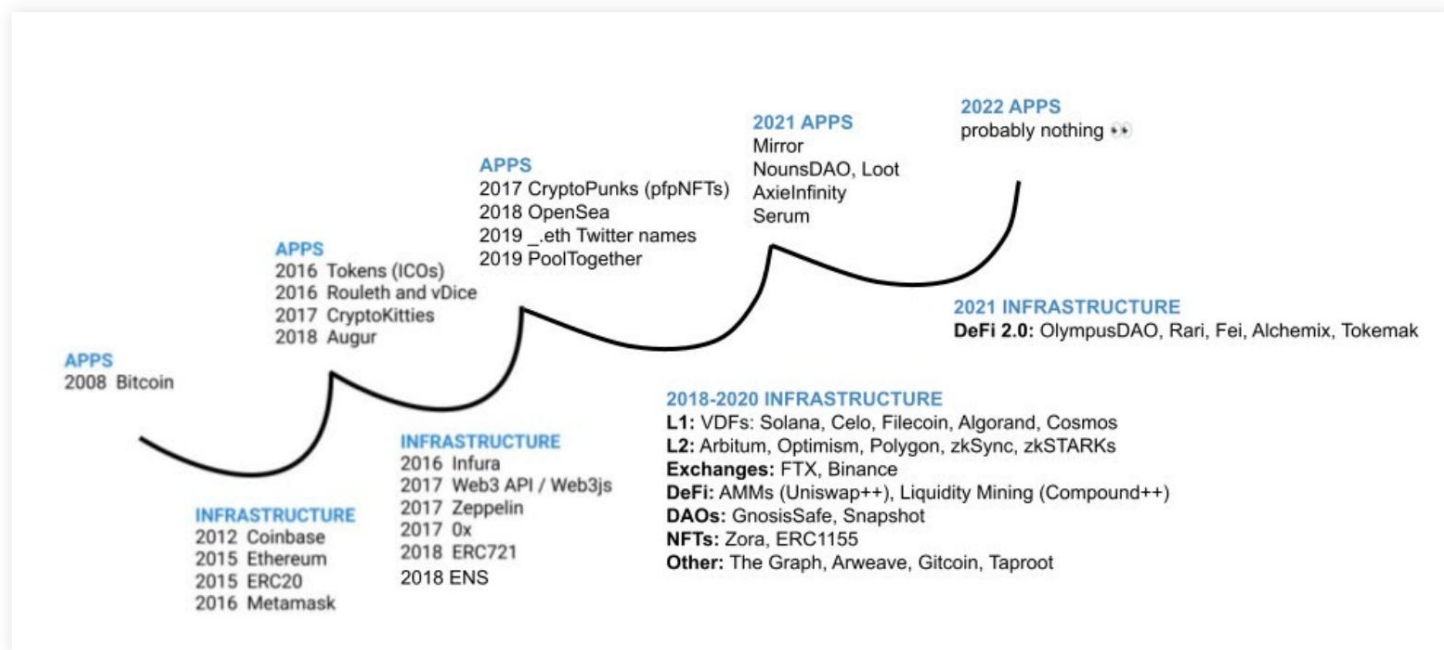
El mayor desbloqueo de este año para los intercambios de derivados descentralizados fue el lanzamiento de L2. Históricamente, estos intercambios no eran factibles en la capa base de Ethereum debido a la lentitud de los tiempos de liquidación de transacciones y al alto costo: requisitos para que prosperen los delincuentes (actualizaciones frecuentes de Oracle, liquidaciones, etc.). Perpetual Protocol creció en Ethereum sidechain xDai y desde entonces ha lanzado su versión v2 en Arbitrum. DYDX lanzó su propia aplicación específica zk-rollup a principios de este año. En ambos casos, el aumento del rendimiento de las transacciones, la menor latencia y las tarifas más bajas permiten que este tipo de proyectos finalmente funcionen.

Los derivados fuera de los perpetuos son una historia diferente. Son complejos, no lineales, difíciles de cotizar y, en general, menos lucrativos dada la menor demanda. Hay algunos experimentos que vale la pena ver como la "opción eterna" de Antimatter y los tokens alcista y bajista de TracerDAO que intentan neutralizar el "decaimiento de la volatilidad" (Arthur [Hayes puede explicar](#) mejor de lo que puedo), pero la acción real seguirá estando en los perpetradores, y la verdadera batalla para ver es los perpetradores de DeFi contra los perpetradores de CEX.

(Lectura profesional: [Defi Q2](#), [101, perpetrador](#), [Mango](#))

8. La Alquimia de DeFinance (2.0)

El desglose más simple que he visto del camino de DeFi 1.0 a 2.0 provino de [Molly](#), pero esto no fue tan malo como una imagen de dónde estamos en los ciclos de instalación y exageración de crypto:



La familia de tokens más popular de la que escuchará si habla con alguien en los círculos de DeFi es el equipo de DeFi 2.0 y cualquier cosa con "valor controlado por protocolo". [Scupy intenta](#) y [Sam intenta para explicar esto mejor](#) de lo que podría, pero intentaré ELI5 aquí.

Primero, algo de contexto. El auge de DeFi comenzó hace 18 meses con el programa de agricultura de rendimiento de Compound. Entonces (y aún), un esquema de incentivos preferido entre los proyectos DeFi ha sido ofrecer incentivos de tokens nativos para proveedores de liquidez ("LP") a los protocolos DeFi subyacentes. Esto aumenta la liquidez temprana en estos sistemas, y todos, desde los creadores de mercado en los AMM de Uniswap, los prestamistas y prestatarios en Aave, los titulares de bóvedas en Yearn, etc., han acudido en masa a los protocolos con los rendimientos ajustados al riesgo más altos, que incluyen los ingresos del protocolo y token -recompensas mineras de liquidez denominadas. Estos proveedores de capital fueron críticos durante el período inicial de DeFi, pero su valor ha disminuido con el tiempo porque son inconstantes: el capital que proporcionan está "caliente" y se mueven de un proyecto a otro. Los LP se parecen más a las langostas que a los humildes granjeros, ya que crean un gasto perpetuo para los tesoros del protocolo y una presión de venta implacable.

Algunos proyectos vieron esto y se dieron cuenta de que la agricultura de rendimiento 1.0 era insostenible. En lugar de crear granjas de rendimiento de fichas de tesorería nativas, comenzaron a crear esquemas de "liquidez como servicio" que "rentaban liquidez" de otros protocolos.

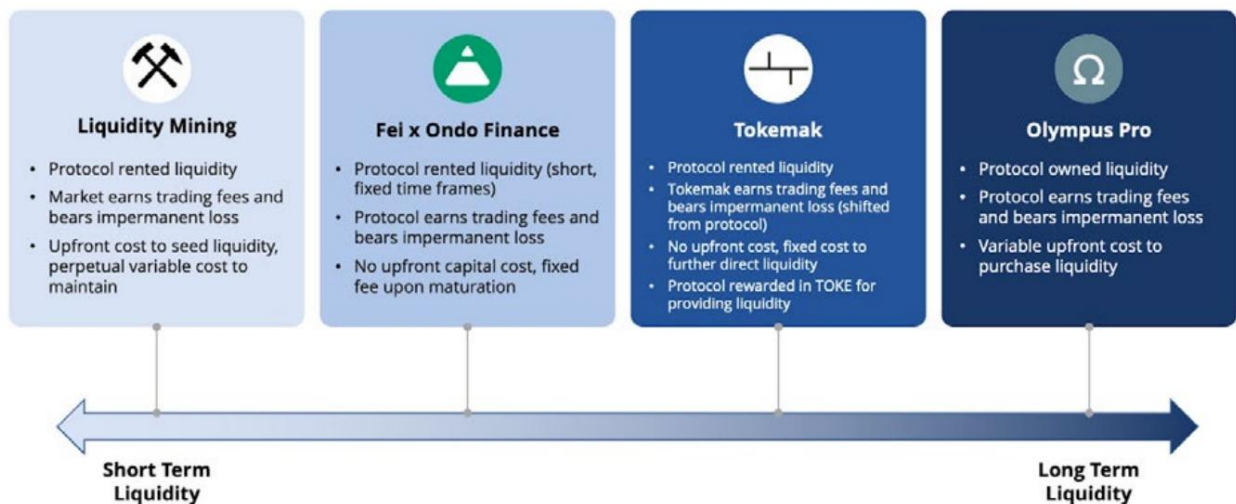
Ya hablamos sobre cómo Olympus y Fei aprovecharon este modelo. Olympus DAO fue pionera en "bonos" que venden tokens nativos de OHM con descuento a cambio de acciones de LP de Olympus. La asociación de Fei con Ondo Finance abrió la puerta a proyectos para poner sus tokens de tesorería nativos a trabajar en Fei como activos colaterales: Fei igualaría la garantía aportada con su moneda estable FEI a cambio de liquidez durante períodos fijos de tiempo.

Tokemak creó un creador de mercado descentralizado que se conectaba directamente con las tesorerías de DAO dispuestas a prestar sus tokens nativos a DEX a cambio de TOKE. En todos estos casos, la liquidez ahora se provisiona al nivel de DAO en lugar del nivel del proveedor de liquidez.

MESSARI

The Emerging Protocol Liquidity Spectrum

Olympus Pro, Tokemak, and Fei Protocol x Ondo Finance are all solving DeFi's liquidity problem in unique ways.



Source: Messari, Joey Santoro / FEI Protocol



La liquidez controlada por protocolo es un subconjunto del valor controlado por protocolo. Si la liquidez controlada por el protocolo se trata de que los DAO proporcionen liquidez utilizando sus tesorerías de tokens, el valor controlado por el protocolo se trata de que los DAO monetizen sus balances de manera más amplia.

Como se mencionó anteriormente, Olympus DAO ahora tiene una tesorería por valor de más de \$ 700 millones en activos no nativos y está poniendo esos activos a trabajar en DEX, protocolos de préstamo, agregadores de rendimiento e incluso capital de riesgo. Eso mejora la rentabilidad de la DAO (sus activos de tesorería generan rentabilidad) y reduce su coste de capital (la DAO no paga fuentes externas por su liquidez). Mayores ingresos. Costos mas bajos. Este es el mayor desbloqueo de DeFi 2.0.

Más allá de nuevos modelos de provisión de liquidez y monetización de balances, este año ha traído el amanecer de los "automatizadores", "potenciadores" y "extensores". Los protocolos de automatización reequilibran las posiciones de liquidez en AMM y Layer 1, reciclan recompensas y brindan servicios de "composición automática". Convex Finance es uno de los principales ejemplos: "reciclan" tokens de \$ CRV y Curve LP para obtener recompensas mejoradas, tarifas comerciales y tokens de gobierno.

Los potenciadores son protocolos que no introducen nuevos modelos operativos para DeFi, sino que reciclan los resultados de los protocolos existentes para optimizar los retornos para el usuario final. Un buen ejemplo de esto es Abracadabra.money, que es similar a MakerDAO pero con la importante diferencia de que crea CDP a partir de activos rentables (y tiene controles de riesgo mucho más flexibles).

Los extensores son protocolos que apilan varios protocolos DeFi subyacentes. Alchemix es un buen ejemplo. Sus bóvedas funcionan de manera similar a las de MakerDAO, pero el protocolo también rehipoteca sus activos colaterales y los deposita en agregadores de rendimiento como Yearn, creando tokens sintéticos generadores de rendimiento que parecen "préstamos auto-reembolsables". La rehipoteca genera riesgo, ya que el protocolo absorbe los riesgos de los protocolos de nivel inferior en los que se basa. Aún así, ¡préstamos auto-reembolsables!

Los críticos señalarán las hipotecas de alto riesgo y otros derivados, y señalarán que "DeFi 2.0" tendrá un problema significativo de basura que entra y sale, con riesgos de falla en cascada. Otros invertirán con avidez (y literalmente) en el [dinero mágico de Internet](#) (\$ 5 mil millones en [liquidez en seis meses](#)). Seré honesto. Todavía no he entendido todo esto, y si se trata de matemáticas lunares o de un nuevo modelo financiero sostenible.

(Lectura profesional: [Defi 2.0](#), [Rari](#), [alquimia](#), y [Tokemak](#))

9. La tesis de las aplicaciones de grasa

Crypto se está volviendo modular a un ritmo acelerado. Ethereum planea confiar en una lista de plataformas de ejecución de Capa 2 como Optimism, Arbitrum, StarkWare y ZKSync. Los competidores de Ethereum como Solana y Avalanche han desarrollado formidables capas paralelas de DeFi y bases de usuarios. Cosmos ha desbloqueado la comunicación entre cadenas, dando vida a su universo IBC de cadenas múltiples. Y las subastas de paracaídas de Polkadot finalmente han comenzado.

En otras palabras, el cambio a un futuro multicadena está aquí y ha creado una gran oportunidad para que las marcas DeFi existentes se extiendan a nuevos ecosistemas. Una estrategia solo de Ethereum puede no ser viable para aquellos que esperan capturar la mayor parte del crecimiento de las criptomonedas en los próximos años, cuando la mayoría de las transacciones básicas se vuelven antieconómicas en la Capa 1. Cuando los usuarios terminan en la Capa 2 o en la Capa 1 competitiva, el mercado de líquidos y confiables los servicios financieros recompensarán las aplicaciones multicadena.



La mayoría de los blue chips de DeFi ya se han dado cuenta de esto. Aunque generalmente se dividen en cuatro cubos:

- Centrado en Ethereum: los protocolos implementan copias de sus contratos solo en Ethereum Layer 2 como Arbitrum u Optimismo (por ejemplo, Uniswap)
- Spray and Pray: los protocolos implementan copias de sus contratos en cualquier cadena compatible con EVM o Capa 1 sidechain (por ejemplo, Sushi se lanzará en cualquier lugar... además de Tron)
- Destinos de EVM específicos: los protocolos implementan copias de sus contratos en cadenas o sidechains compatibles con EVM una vez que estas redes han mostrado alguna promesa inicial; a menudo acompañado de un programa nativo de minería de liquidez (Curve y Aave han sido de mente abierta en comparación con Uniswap, pero más estratégicos que Sushi)
- DeFi Hub (cadena independiente): los protocolos lanzan una nueva cadena independiente con el potencial de conectarse con múltiples redes (Compound Chain es el mejor ejemplo)

No hay bala de plata. Cada enfoque viene con distintas compensaciones.



Fuente: [Kris Kay](#)

El enfoque centrado en Ethereum se alinea con la visión y los valores de los fieles de Ethereum, una de las bases de uso de DeFi más grandes y ricas de las criptomonedas. En teoría, el reconocimiento de marca debería permitir que estas aplicaciones dominen sus respectivos sectores de mercado dondequiera que se implementen, lo que ya parece ser el caso de Uniswap V3, ya que está superando a otros DEX basados en Optimismo y Arbitrum en volumen de transacciones diarias. Pero la estrategia de solo Ethereum evita que Uniswap capture activos innovadores que se negocian en otras redes.



El enfoque de rociar y rezar generalmente recompensa a los proyectos por ser una de las primeras aplicaciones en una nueva red (lo que aumenta la posibilidad de que puedan acaparar el mercado en ese ecosistema), y puede aumentar el volumen bruto y los ingresos por tarifas si se ejecuta bien. Requiere más trabajo para rendimientos potencialmente insignificantes, divide la liquidez e introduce más deuda tecnológica. El niño del cartel de rociar y rezar es Sushi, que se ha lanzado en 14 (¡catorce!) Cadenas diferentes. A pesar del esfuerzo, el 95% de su liquidez total está en Ethereum, Arbitrum y Polygon. Sushi no es el centro comercial más grande en la mayoría de sus nuevas ubicaciones, lo que sugiere que este modelo podría no ser óptimo.

Apuntar a las cadenas advenedizas una vez que exhiben un crecimiento de usuarios suficiente es una estrategia lógica. Garantiza que las nuevas cadenas tendrán algo de demanda orgánica y, a menudo, los proyectos pueden atraer incentivos (Avalanche Rush) a cambio de su migración. Curve y Aave han utilizado esta estrategia casi a la perfección, ya que aprovecharon los incentivos externos (y sus marcas destacadas) para convertirse en algunas de las aplicaciones más grandes en cada nueva cadena de ropa interior a la que se unen. Esta estrategia no es infalible. Es viable para los blue chips de DeFi, pero probablemente no para los advenedizos. Y es probable que sea demasiado reactivo para capturar de manera efectiva el crecimiento temprano de redes más pequeñas con [contenido similar al de un culto](#) comunidades (Moonriver).

El último enfoque es el más interesante: lanzar una cadena independiente y específica de la aplicación, que se convierte en el nuevo hogar de un protocolo para las integraciones y la liquidez entre cadenas. Las cadenas soberanas son independientes de la cadena por naturaleza y podrían mejorar la defensa de un proyecto (difícil de bifurcar), la economía del token (la validación de prueba de participación significa que el token tiene propiedades de seguridad y captura de tarifas) y su potencial para convertirse en un centro central para la actividad. . La cadena compuesta basada en sustrato es un ejemplo de un chip azul de DeFi que se vuelve deshonesto y piensa fuera de la caja EVM. Hay un alto costo inicial para obtener los recursos técnicos y económicos necesarios para construir y asegurar una nueva cadena, pero podría ser el camino más lucrativo.

Chris Burniske escribió hace tres años que "es probable que la interoperabilidad del estado y el valor ejerza una presión a la baja sobre los precios de las cadenas de bloques de capa 1 que no tienen una prima monetaria, al tiempo que permite protocolos sólidos de middleware para lograr un dominio entre cadenas en el que el ganador se lleva la mayor parte". respectivos servicios."

Esta tesis aún no se ha materializado. La infraestructura para permitir el uso continuo de múltiples cadenas es inmadura. En cambio, las capas base han seguido engordando. Pero como ahora estamos en el mes 16 de un [mercado bajista de DeFi](#), Vale la pena apostar por el resurgimiento de la tesis de la aplicación de grasa. Todavía creo que se demostrará que Chris tiene razón, probablemente más temprano que tarde.

10. Cooperativa de fondos tokenizados e índices

Una cosa que aprendí al leer cuatro años de [los discursos de Hester Peirce una noche recientemente](#) (¡Cuatro años más! ¡Cuatro años más, Hester!) fue que el espacio ETF en sí tiene menos de 30 años. No sabía eso. Tampoco me di cuenta de que los ETF representan esencialmente todo el crecimiento y la innovación en el espacio de fondos desde 2000.

La cantidad de fondos mutuos ha disminuido, mientras que los ETF han ascendido al 20 % de los AUM globales en fondos abiertos (el resto son fondos mutuos).

A pesar de su historial de éxito (6 billones de dólares en activos netos totales, tarifas de gestión más bajas y rendimientos netos más altos para sus inversores), cada nueva solicitud de ETF utiliza un "proceso de solicitud exento" que requiere el permiso de la SEC para cada nuevo producto. ¡No lo sabrías! El comisionado Peirce ha presionado para codificar los estándares de alivio exentos para los patrocinadores de ETF para que puedan comercializar nuevos productos de ETF más rápido. Ella piensa que eso impulsaría la competencia, daría a los inversionistas más libertad y permitiría que florezca más creatividad en el espacio de los ETF.

El hecho de que no haya habido ninguna innovación en el mercado de fondos ahora de \$ 30 billones desde el nacimiento de Internet es bastante alarmante, especialmente para la "capital financiera del mundo". También es una de las razones por las que soy optimista con proyectos como [Index Co-Op](#), lo que simplifica la creación de un índice personalizado de tokens mediante contratos inteligentes. Los metodólogos del índice son recompensados por crear y comercializar nuevos productos y reciben incentivos para obtenerlos.



distribuido a través de DeFi. Los primeros ejemplos son cómo DeFiPulse monetizó [su índice, el DPL](#), y cómo Bankless ayudó a crear el [BED](#) y [GMI](#) fichas Todo [con ponderaciones](#) de capitalización de mercado bastante básicas para arrancar.

Esto debería ser la punta del iceberg.

Para ilustrar cuánta personalización pudimos ver en el espacio del índice criptográfico, considere las agencias de calificación crediticia y las "agencias" de calificación wokESG. Moody's y Fitch pueden haber ayudado a causar la gran recesión con su consistencia de pagar por jugar en las hipotecas de alto riesgo, pero al menos siguieron una rúbrica similar. Los [proveedores de ESG están por todas partes](#). No existe [una metodología o estándar común para la sostenibilidad](#), y cada proveedor proporciona una lente subjetiva a través de la cual ver las inversiones "responsables" (probablemente basadas en la política decretada del día, pero estoy divagando).

¿Dónde están las desventajas de construir índices más creativos y subjetivos en DeFi?

Hay oportunidades para [productos beta inteligentes](#), jugadas específicas del sector, intercambios de cartera y más. La mayor oportunidad a corto plazo podría ser shadow stonks, como ya hemos visto en Synthetix, [Mirror](#), UMA, etc. Considere que el "valor total asegurado" por los oráculos de Chainlink (contratos inteligentes que aprovechan su infraestructura de datos) [ahora es de \\$ 75 mil millones](#), aumenta 10 veces año tras año, y [tienes la base](#) para algo grande. Datos confiables de Oracle, acciones sintéticas, contratos inteligentes de Co-Op, todo lo que necesitamos son cabezas parlantes de CNBC para distribución, y somos full-stack, fam.

Tal vez [ilegal](#), pero grande

(Lectura obligatoria: [Mejora del índice de tokens, Index Coop y la próxima generación de fondos](#))

11. Las personalidades divididas de DeFi

"DeFi tiene un sucio secreto. Si bien los contratos inteligentes en sí mismos están completamente descentralizados, los equipos de desarrolladores aún tienen un control sustancial sobre el usuario a través de su control de la interfaz. Estamos emocionados de anunciar Homescreeen, una nueva aplicación en Skynet que permite a los usuarios descentralizar completamente sus interfaces web3".

-David [Vorick](#), skynet

Sabemos desde este verano que las autoridades generalmente no son fanáticas de DeFi. Mi conjetura (como saben por el Capítulo 4) es que las cosas empeorarán antes de mejorar, y veremos una bifurcación de DeFi en CeDeFi (equipos conocidos) y AnonFi (desarrolladores seudónimos). La mayoría de las veces, la división estará en las herramientas de front-end, no en los obstáculos a nivel de protocolo.

Vimos que Uniswap Labs eliminó [ciertos tokens](#) desde su front-end en un aparente guiño a la presión legal externa. Luego, 1 pulgada (que había criticado a otros proyectos por no mantenerse firmes en el espíritu de DeFi en el pasado) [geovalló a los usuarios de EE.UU. de usar su front-end](#) y señaló que pronto lanzarían un producto Pro de 1 pulgada "diseñado específicamente para el mercado estadounidense y para inversores institucionales globales de acuerdo con todos los requisitos reglamentarios".

Cuando las interfaces de los productos DeFi populares se vinculan a nombres centralizados de DNS o ENS controlados por los equipos centrales, se crea un riesgo de censura y problemas de seguridad (algunas interfaces pueden insertar código malicioso para, por ejemplo, robar fondos de los usuarios). En cualquier caso, DeFi puede perder credibilidad con los reguladores, quienes dirán "bueno, claramente Sí tienes la capacidad de cumplir con nuestras reglas, por lo que definitivamente eres un oferente de valores" o "esto está plagado de fraude. y malo para los inversores".

Eso es lo que llevó al equipo Skynet de Sia a anunciar un nuevo proyecto llamado "[Pantalla de inicio](#)", un impulso para asegurar interfaces imparables en Web3.

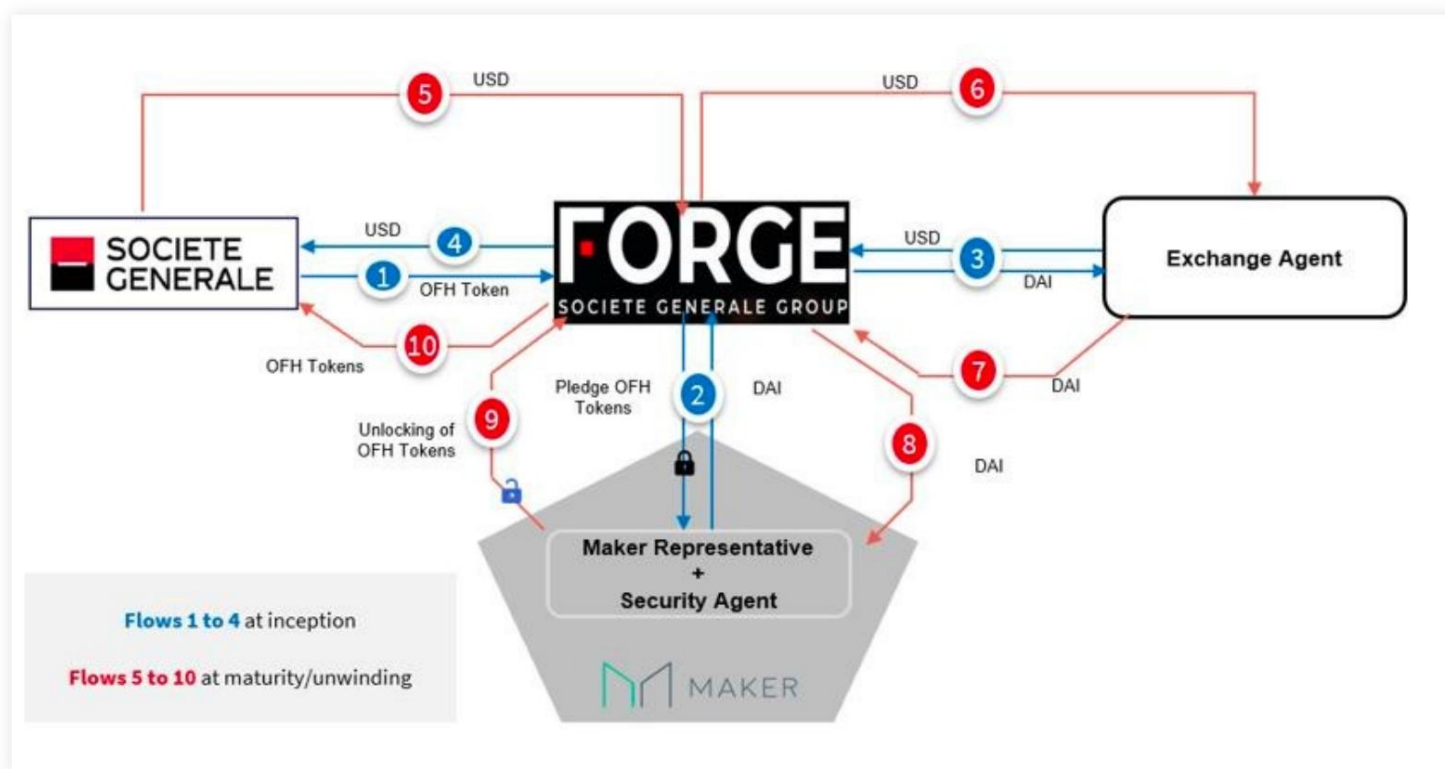


Creo que la pantalla de inicio (o estándares similares) será fundamental en los EE. UU., ya que los desarrolladores de DeFi de EE. UU. se ven empujados a las sombras bajo la atenta mirada de [Sauron](#). Dentro de tres años, la mitad del desarrollo de DeFi puede ser seudónimo, de vanguardia, investigación abierta, y la otra mitad pueden ser puntos de integración de CeDeFi. ¡Ambos son buenos!

En mi opinión, AnonFi y las interfaces verdaderamente sin permisos es donde deberíamos estar luchando como el infierno y probando los límites del código y la ley. Nadie quiere defender al desarrollador y mantenedor de un servicio de volteo que vende intencionalmente a clientes de la darknet. ¿Queremos defender a los hackers de garaje adolescentes que juegan con el dinero mágico de Internet y crean nuevos primitivos para las finanzas globales? Son héroes. A la mierda los haters.

12. El auge de CeDeFi

Una de las cosas más alucinantes del año sucedió cuando el gigante bancario francés Societe Generale presentó una propuesta pública a través del foro de gobierno de MakerDAO para que se aprobaran [sus nuevos tokens de bonos como garantía](#) por \$ 20 millones en Dai. [Esta es la tesis alcista que muchos de nosotros teníamos en nuestro caso alcista para las cadenas de bloques públicas ubicuas](#), que las instituciones harían lo que habían hecho anteriormente en los mercados de préstamos entre pares y entrarían en el espacio cuando fuera legal y lo suficientemente líquido para hacerlo de manera segura. . Eso no hace que este diagrama de flujo sea menos enloquecedor:



SocGen no está solo. Hicimos que EY se preparara para lanzar [cadenas Polygon autorizadas](#). La delicia de R3 haciendo girar un [token DeFi](#) en Ethereum. [El plan de Visa](#) para construir una red de monedas estables de "capa 2" que conecte las cadenas de bloques públicas y las futuras monedas digitales del banco central parece [más ambicioso que cualquier otra cosa](#). Es el tipo de cosas que deberíamos estar gritando desde los tejados, porque normaliza las monedas estables y al mismo tiempo engaña a los banqueros centrales. ("Oh, solo estamos manteniendo este asiento caliente para su CBDC. No se preocupe. [No es así con USDC](#)").



Como [dijo Stani](#), "Las instituciones todavía están practicando antes de imitar a DeFi".

Mi apuesta es que la mayoría de los usuarios y el volumen de DeFi serán KYC en los próximos dos años. Eso parece positivo (y posiblemente el único camino sostenible a mediano plazo), y podría abrir productos como la banca de reserva fraccionaria y la calificación crediticia fuera de la cadena (tbd si queremos esas cosas). Eso aún deja la pregunta de si los participantes institucionales en DeFi inclinarán los gobiernos de los protocolos tan firmemente en la dirección "regulada" que los proyectos comienzan a bifurcarse en el código de cumplimiento en el nivel central y se convierten en [jardines amurallados](#). No me digas que esto es FUD y también dime que los [sistemas de prueba de participación](#) son resistentes a las coacciones de la regla de la mayoría.

No digo que me guste este futuro potencial, solo que parece un riesgo no despreciable.

13. Problemas de gobernanza

Compound es en cierto modo responsable de toda la locura por la agricultura DeFi y la carrera alcista en los últimos 18 meses, así que supongo que les daremos un pase en la colosal oooof de enviar accidentalmente [\\$ 160 millones en tokens](#) a los usuarios este otoño durante una actualización de protocolo de rutina, luego luchando para recuperar los tokens a través de una serie de [propuestas de gobernanza compensatorias](#). Para crédito de la comunidad, recuperaron un montón.

No eran los únicos con problemas. Uniswap recibió críticas por su subvención sin condiciones de \$ 20 mm (léase: sin período mínimo de tenencia) al Fondo de Educación DeFi, que resultó en una venta rápida del 50% de UNI por USDC.

La comunidad no quiere que la arrojen a los servidores, incluso si está gastando el dinero en un [trabajo de política realmente importante](#) (como se diseñó) dado que los políticos de DC aún prefieren los billetes verdes. La firma de análisis criptográfico Flipside vio esto y dijo: "oye, no te dejaremos caer, solo danos \$ 25 mm en garantía para" análisis habilitados por la comunidad "y HODL, apostaremos y ganaremos dinero con el flotador". Bastante inteligente, pero, por desgracia, eso también [generó controversia](#) (de un competidor enojado) y la propuesta fracasó. (a16z tuvo un buen [voto "no" matizado](#)).

Vamos a hablar más sobre la gobernanza en el Capítulo 9 sobre DAO. Siéntate tranquilo hasta entonces.

Por ahora, basta con decir que soy muy optimista con respecto a la infraestructura de gobernanza, las mejoras en la implementación de tesorería de protocolos y los modelos de distribución de DAO en curso que pagan a los usuarios, contribuyentes individuales, otras empresas y DAO por igual. Son herramientas fundamentales que llevarán a las DAO a reemplazar a la mayoría de las empresas.

(Lectura obligatoria: [a16z Open Sourcing Delegation](#), Guía de UCal [para la gobernanza de Defi](#))

14. Seguridad y el bosque oscuro

La gobernanza de DeFi se parece más a Veep que a House of Cards en la actualidad. Nada siniestro (hasta ahora), solo colaboradores serios que se esfuerzan por hacer que las operaciones descentralizadas sean menos terribles. Todavía no hemos encontrado muchos errores de gobernanza en el "bosque oscuro", pero todavía hay muchos errores de contratos, MEV al frente, manipulación de préstamos rápidos y manipulación de alfombras para mantener ocupados a los investigadores de seguridad por la noche.

Los fondos de los usuarios están frecuentemente en riesgo, incluso en billeteras de navegador "seguras". Los intercambios son pirateados. Las llaves se pierden en accidentes de navegación. La gente cambia de SIM. Los protocolos se explotan.* Los riesgos se agravan [porque los sistemas en sí son complejos](#).

¡Vamos!

No está invirtiendo en criptografía por la tasa libre de riesgo. Ya tiene una sofisticación superior a la media si está imitando tokens listados en DEX a través de Metamask. Y reconoces que los riesgos técnicos son parte del riesgo



prima a la que te registras. Apesta ser explotado. Espero que no me pase a mí (ni a nadie), y necesitamos mitigar los mega-fracasos lo mejor que podamos. Pero los exploits tienen un propósito y ayudan a [fortalecer el sistema inmunológico de seguridad del ecosistema en general. lo cual es importante mientras todavía](#) estamos construyendo en los márgenes con usuarios finales más conscientes de los riesgos.

Nunca ha habido un mejor momento para ser un investigador de seguridad o un vendedor de seguros.

Ahora estamos en \$ 250 mil millones + en "valor total bloqueado" en contratos inteligentes a través de varios protocolos. Eso es mucho queso cheddar por venir. Los investigadores de seguridad de Ethereum han estado lo suficientemente ocupados, y ahora las altas tarifas están empujando a más activos en riesgo a cadenas nuevas con pilas de opsec de usuario menos sofisticadas. Ethereum ha bajado del [98% de TVL al 67% en la actualidad.](#)

Tres cosas a tener en cuenta este año: 1) seguro de contrato inteligente como Nexus*, que se convirtió en el primer unicornio de criptoseguros, pero estoy seguro de que no será el último. 2) bibliotecas de contratos inteligentes seguras verificadas y seguridad como servicio. Por ejemplo, Forta* ofrece una ["plataforma de seguridad en tiempo de ejecución de nivel empresarial"](#) que detecta amenazas en todo el sistema a través de una red de operadores de nodos incentivados para estar atentos al juego sucio". En nongobbledybook, es un sistema nervioso central para DeFi. Golpee su dedo meñique o simplemente sienta una brisa fría y la red de Forta podría enviar ese mensaje al cerebro correcto rápidamente, posiblemente sirviendo como un interruptor de circuito en el futuro. 3) optimista a perpetuidad sobre los investigadores de seguridad de contratos inteligentes. Spoiler, he invertido en los dos primeros, y estoy feliz de invertir en un token ISA de samczsun si alguna vez hace uno.

En serio, esta fue la [historia más épica del año](#), y nadie en el MSM lo recogió. samczsun encontró un error de \$ 350 mm en SushiSwap, que recuerda que estafó el código original de Uniswap Labs, la compañía de cartera de Paradigm, y probablemente salvó el proyecto y sus usuarios. Él es el Sr. White Hat que necesitamos, no el [que merecemos.](#)

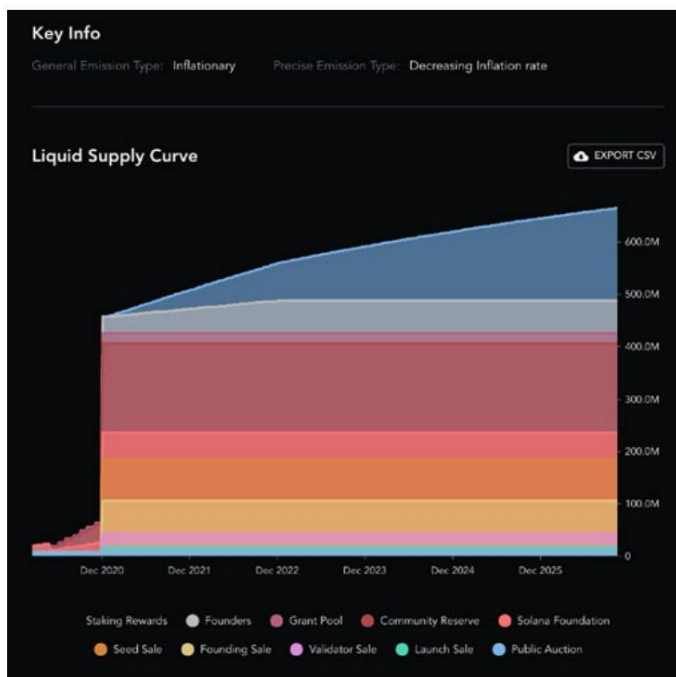
(El equipo de bZx guarda rencor, creo, porque dije en broma que el proyecto era una "recompensa de errores como servicio" en las tesis del año pasado. ¡No muy agradable! ¡Pero inteligente! También fueron [pirateados nuevamente](#)).

15. Desbloques alcistas y FDV

El "valor completamente diluido" es una métrica bastante mala para los ecosistemas administrados por DAO que funcionan bien frente a fundaciones centralizadas. Y digo esto mientras represento a una empresa que ayudó a popularizar la métrica, usó la investigación relacionada para identificar algunas cosas bastante escandalosas en múltiples proyectos y, en general, no puedo apretar el gatillo para comprar tokens con grandes tesorías porque estoy en medio de la curva de campana del coeficiente intelectual.

La mejor manera de pensar en los desbloques de tokens es un poco más matizada, algo así como esperaría que una [junta directiva considere nuevas emisiones de acciones](#), excepto que la junta en este caso es una comunidad grande y distribuida.

Coinbase tiene 10 000 000 000 de acciones ordinarias Clase A autorizadas, pero solo 155 243 470 en circulación. Eso no hace que su valoración totalmente diluida sea de 5 billones de dólares. (Aún.) Lo mismo puede decirse de muchos protocolos.



Lo que importa es el dominio y control sobre las fichas. Desea saber cuánto de un suministro de fichas dado está controlado por ballenas. Para fundaciones, fundadores, capitalistas de riesgo, etc., es [importante conocer sus bloqueos, el tamaño de sus posiciones y sus intenciones](#). Pero no es definitivamente [negativo ver posiciones](#) concentradas en determinadas redes. A Ethereum le ha ido bien a pesar del alijo inicial de Joe Lubin, y es posible que te guste SOL *porque* sabes que SBF está entregando diamantes el 30% del suministro. (Eso no es cierto, solo estoy escupiendo aquí).

La gente está empezando a acercarse a los ["desbloqueos alcistas"](#) meme, y el uso de la tesorería como [acelerador](#) de la [demanda](#) de la [red](#) contra [depresivo](#). Hay más confianza en los VC para ser vendedores secundarios profesionales en el camino hacia arriba, que en los vendedores minoristas de pánico en el camino hacia abajo también, por lo que FDV probablemente importa más en tokens bien distribuidos que en aquellos con grandes patrocinadores orientados a largo plazo.

ENTERPRISE

Unlock the full potential of Messari with Enterprise

We monitor key sources and channels for all of the top projects to give you the best insight.

Get instant updates and analysis of all major events, changes, or decisions around protocols.

Messari Enterprise makes it seamless to receive real-time updates on 150+ assets directly into your slack workspace.

Sort and filter events using a detailed classification and prioritization system.

Visualize all covered events in three different views: calendar timeline, newsfeed, and downloadable database.

Our coverage includes network updates, token listing, attacks and vulnerabilities, governance proposals, technical upgrades, and much more.

RECEIVE 15% OFF WITH
OFFER CODE "theses_2022"

8.0

#tesis2022

ETH, capas y puentes

1. Informe de ganancias del tercer trimestre de ETH	135
2. 1559: Mineros y MEVers	136
3. La fusión y el replanteo líquido	137
4. A EVM o no EVM	138
5. Valoraciones relativas de la capa 1	139
6. Solana El verano nunca termina	139
7. El lanzamiento lento y constante de Polkadot	140
8. Suscripción a Cosmos e IBC	141
9. Terraformando La Luna	141
10. Lo mejor del resto (de los L1)	142
11. Polígono Flippens ETH	143
12. Son optimistas	146
13. Escalamiento de conocimiento cero	147
14. Constrúyeme un puente	147
15. Envolviéndolo todo	148



Antes de comenzar esta sección, quiero que dejes de leer, vayas a un espejo y repitas conmigo:

“No es trabajo de TBI promocionar mi proyecto en su lista de plataformas principales. Si no nos escribieron este año, siempre está el próximo año, o la investigación en curso de Messari, o tomaremos esto como una oportunidad de aprendizaje que en la mente de un solo idiota no valía la pena cubrir todavía O es más probable que simplemente no sea posible cubrir todos los proyectos que se han disparado en el año de mayor crecimiento de la historia de la industria, incluso en subsecciones concisas de un informe de 150 páginas. No es mi culpa. No es mi culpa. [llorar catárticamente]”.

Ahora que eso está fuera del camino, tenemos mucho que cubrir, comenzando con la cadena de bloques central fuera de Bitcoin: Ethereum.

1. Informe de ganancias del tercer trimestre de ETH

Me encantó la actualización del [tercer trimestre de Bankless sobre Ethereum](#). Es tan enloqueciendo Frio. Que podemos producir "informes de ganancias" para cualquier criptocomunidad sin la necesidad de un equipo central de relaciones con inversores corporativos, y podemos hacerlo durante cualquier período de tiempo arbitrario y actualizarlo en tiempo real. Estamos hablando de una mejora de 1000x en la simetría de la información de los inversores aquí.

Y también es muy divertido escribir sobre el desempeño financiero de Ethereum ahora. [EIP-1559](#) se puso en [marcha a principios de agosto en London Hard Fork](#), reestructurar el mercado de tarifas de la red y quemar las tarifas de gas ETH (en beneficio de todos los titulares de ETH) en el proceso. Se quemaron más de \$ 1.3 mil millones en el medio trimestre posterior a la actualización, lo que ayuda a que Ethereum se vea más como una acción tecnológica de alto crecimiento para los inversores más tradicionales. ¿Cómo valoraría una empresa con este perfil de crecimiento?

Metric	Q3 '20	Q3 '21	Y/Y
Network Revenue (Billions)	\$321,213,004.34	\$1,961,136,715.74	511%
Value Settled	\$107,751,444,461	\$536,488,443,460	398%
ETH Staked	0	7,559,965.00	-
ETH Issuance Rate (Quarterly)	1.11%	0.79%	-29%
Value of ETH Burned	0	\$1,339,710,211.70	-
Daily Active Addresses	368,467.00	457,402.00	24.1%
DeFi TVL	9.23	\$123.90	1242%
Dex Volume (Billions)	\$48.27	\$189.16	292%
	\$13,622,000,000.0		
Stablecoins Issued (Billions)	0	68,770,000,000	405%
Money Market Borrow Volume (Billions)	\$1,279,000,000.00	\$16,090,000,000.00	1158%
BTC on Ethereum	123,500	288,234	133%
OpenSea Sales	\$4,760,692.00	\$6,757,656,242.00	141847%
L2 TVL	\$8,410,232.18	\$2,513,450,206.10	29786%
Hash Power (GH/S)	250,888.48	705,663.72	181%

(Fuente: [sin bancos](#))

Esto corta en ambos sentidos, por supuesto.



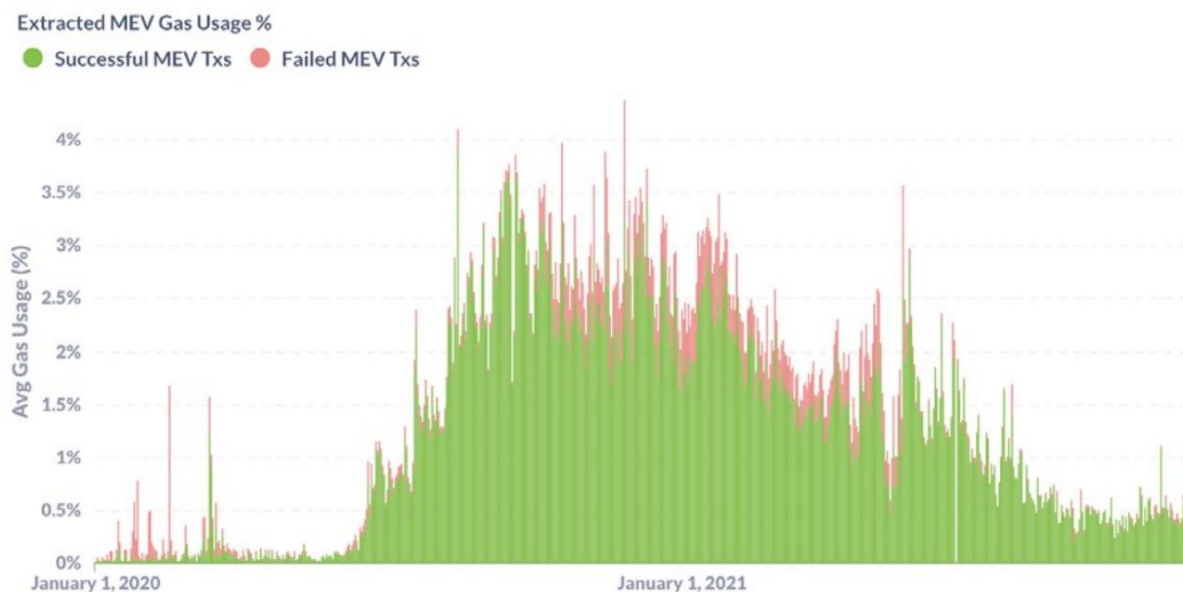
La manía de NFT de este verano llevó a la red Ethereum a su punto de ruptura, incluso cuando más capacidad en la cadena migró a la capa 2 recién lanzada de Ethereum (Optimistic Ethereum lanzó su Alpha en julio y Arbitrum One's Mainnet se lanzó en agosto). Al momento de escribir este artículo, ahora hay \$ 330 mm bloqueados en Optimism (Uniswap y Synthetix), \$ 2,7 mil millones bloqueados en Arbitrum (UNI, SUSHI, Reddit) y \$ 5,1 mil millones bloqueados en Polygon (Aave, Polymarket, Decentraland). [Llama DeFi](#) ayuda a rastrear todo este valor bloqueado en tiempo real, y eso es antes de [tener en cuenta el rendimiento](#) que migró a la cadena zk-rollup de dYdX construida en StarkWare, donde la liquidez ronda [los \\$ 1 mil millones](#) y los volúmenes en un momento eclipsaron a los de Coinbase.

Como resumió Bankless, "hay más valor bloqueado [en Defi] que la capitalización de mercado de la mayoría de los bancos", se quemaron miles de millones de dólares en EIP-1559, las Capas 2 interoperables han visto explotar la adopción y "La fusión" con la prueba de Ethereum. -Stake blockchain se encuentra en sus etapas finales, lo que podría recompensar aún más a los titulares de ETH con recompensas de participación e incorporar nuevos inversores institucionales que, de otro modo, podrían haber dudado en invertir debido a sus mandatos ESG/preocupaciones mineras.

No está mal para un año de trabajo. No hay viento en contra obvio a la vista, aunque eso siempre puede cambiar rápidamente en un entorno de aversión al riesgo (dada la reflexividad de las criptomonedas) o si ETH2 se retrasa o se detiene en la adopción acumulada continúa empujando la capacidad a los competidores.

2. 1559: Mineros y MEVers

EIP-1559 ayudó a estabilizar el mercado de tarifas de transacción de Ethereum al implementar un "cambio de tarifa base" del 12,5% por bloque, [reduciendo la volatilidad de la tarifa de transacción](#), y redirigir ciertos [vectores de ataque de "valor extraíble del minero"](#). Entre London Hard Fork y la migración masiva de volúmenes de intercambio descentralizados a cadenas de Capa 2 (puede tener una idea de qué aplicaciones tienen más probabilidades de migrar a la Capa 2 a continuación al rastrear esta tabla de clasificación de [grabación](#)), [MEV cayó más del 80%](#) como porcentaje del uso de la red desde principios de año.



(Fuente: [flashbots](#))



EIP-1559 también sacó algo de dinero de los bolsillos de los mineros al quemar las tarifas base en lugar de pasarlas junto con las recompensas del bloque. Eso ha causado cierta preocupación sobre The Merge: nunca antes habíamos visto un cambio de una red de prueba de trabajo a una red de prueba de participación de esta magnitud, pero mi dinero está en una transición sin problemas. - al menos cuando se trata de que los mineros se comporten. Dos de los grandes consorcios mineros chinos ya cerraron tras la prohibición minera del PCh, y los mineros occidentales restantes (muchos tienen vínculos con los primeros inversores de Ethereum) parecen más propensos a cambiar limpiamente a apostar en lugar de participar en un juego de poder de último minuto.

(Lectura obligatoria: [Entendiendo MEV](#), [Explicador desafiante](#), [Una serpiente en el jardín](#))

3. La fusión y el replanteo líquido

La "Fusión" de Ethereum a la prueba de participación cambiará radicalmente la dinámica del mercado de participación. JPMorgan incluso proyecta que el staking será una industria de \$ 40 mil millones / año para 2025. Pero a pesar de todos los beneficios del cambio, el staking presenta un problema de costo de oportunidad. Bloquear activos para participar en la validación de la red (particularmente en el período inicial de participación de un año) evita que estos activos se utilicen en otras partes del ecosistema.

Los desarrolladores no tardaron mucho en solucionar este problema técnico y crear representaciones sintéticas líquidas de todo ese capital invertido. En este momento, solo hay \$ 10 mil millones en activos líquidos en participación, una cifra que tendría que crecer 50 veces o más, si tuviéramos que alcanzar el umbral de ingresos de participación de \$ 40 mil millones de JPMorgan para 2025. Es demasiado pronto para elegir un ganador en cualquiera de estos proyectos, pero los estoy viendo todos, y soy inversor en Lido y Anchor.

MESSARI

Liquid staking market – The main players

Lido Finance accounts for more than 60% of the total value staked in the market

Project	Total Value Staked (\$ in millions)							
	Overall	Ethereum	Terra	Solana	Fantom	Kusama	Polkadot	Tezos
Lido Finance	6,755	4,363	2,323	69				
Anchor Protocol	2,414	314	2,100					
Marinade Finance	362			362				
Fantom	302				302			
Stakehound	223	223						
Ankr	183	183						
CREAM	82	82						
Stakewise	78	78						
SharedStake	52	52						
StaFi	34	32					2	
Karura	8					8		
StakerDAO	1							1
Total	10,494	5,013	2,323	431	302	8	2	1

Data as of: Sep. 15, 2021

Source: Defi Llama, Dune Analytics

Ser capaz de ganar recompensas de participación mientras se mantiene una garantía líquida abre una serie de posibilidades (¡ganar rendimiento en sus monedas de rendimiento!), y aunque soy optimista a largo plazo, estoy un poco preocupado a corto plazo por los riesgos de liquidación. . 1) Los mercados alcistas no duran para siempre, y un retraso en la Fusión más un giro en el sentimiento del mercado hacia la "eliminación del riesgo" o una rotación de ETH a otras Capa 1 podría crear escenarios de corridas bancarias en las otras DeFi



protocolos que se apoyan en el stETH de Lido como garantía, 2) los puentes entre cadenas han sido susceptibles a una serie de ataques hasta ahora, la disponibilidad entre cadenas de algunos de estos tokens abre una serie de riesgos técnicos compuestos, 3) el tiempo de inactividad del validador es temprano on en el entorno posterior a la fusión podría conducir a una reducción, lo que afectaría el respaldo colateral de los tokens apostados.

No soy lo suficientemente inteligente como para perjudicar estos riesgos. Pero a pesar de lo mágico que es DeFi, tengo la edad suficiente para saber que el apalancamiento del sistema, las capas de garantía, la disponibilidad entre cadenas y una migración sin precedentes de una red de \$ 500 mil millones a una cadena de bloques completamente nueva crean riesgos.

(Lectura profesional requerida: [¿Debería apostar o debería ir](#))

4. ¿A EVM o no EVM?

Creo que viviremos en un mundo de múltiples cadenas, y el EVM de Ethereum seguramente será uno de los estándares que importarán de forma consolidada en las próximas décadas. En las siguientes secciones, cubriré los otros primeros líderes en la carrera por dominar la Capa 1 (o "Capa 0"), con secciones dedicadas a Solana, Cosmos IBC, Polkadot y Terra.

Hay una ventana de tiempo en la que se desarrollará esta batalla por compartir la mente (¡muchos estándares!), pero ciertamente no querrás ser el único "bolso que sostiene al quinto tipo para algo más que un intercambio". Es posible que tengamos cientos o miles de "paquetes acumulativos" o "paracadenas" o "zonas" específicos de la aplicación, pero no tendremos cientos de estándares L0/L1/L2. Como escribió Ramshreyas en un artículo reciente de Pro, las principales plataformas tecnológicas tienden a tender [hacia los duopolios](#).

MESSARI

Technology platforms trend towards duopolles

Domain	Before	After
PC operating Systems	Windows, Mac, OS2, BeOS..	Windows Mac
Mobile operating systems	Symbian, Blackberry, Android, iOS, Palm OS, Tizen..	Android iOS
Browsers	Netscape Navigator, Internet Explorer, Chrome, Firefox, Opera...	Chrome Firefox
PC Chipsets	Intel, AMD, Qualcomm, TI, Broadcom	Intel AMD
Graphics Cards	Nvidia, AMD, Asus, Intel	Nvidia AMD

Data as of: September 27th, 2021
Source: Messari



Quizás esta vez sea diferente, pero me parece poco probable que los desarrolladores (particularmente aquellos que trabajan en equipos pequeños) elijan integrarse con varias máquinas virtuales fuera de las 2 o 3 principales, incluso a corto plazo, a menos que tengan [capacidades técnicas](#) muy superiores. [que mejor se adapten a sus aplicaciones](#). (por ejemplo, el intercambio descentralizado de Serum solo puede funcionar en Solana, ya que su libro de órdenes de límite central sería inviable en Ethereum). , o establecer nuevas tierras en una pila tecnológica que podría no sobrevivir a un mercado bajista.

(Lectura obligatoria: [A EVM o No a EVM \(Pro\)](#)) _____

5. Valoraciones relativas de la capa 1

A grandes rasgos, los competidores de Ethereum están tomando diferentes ángulos para resolver el "trilema de escalabilidad" que sostiene que las cadenas de bloques solo pueden priorizar dos de tres prioridades entre escalabilidad, descentralización y seguridad. Vitalik y los otros desarrolladores centrales de Ethereum ya se han unido en torno a un "futuro centrado en la implementación" que prioriza la seguridad y la descentralización de la cadena de bloques básica de Ethereum intencionalmente sobre su escalabilidad, que se impulsará a otras cadenas adyacentes. Este modelo es similar al camino preferido de Polkadot y Cosmos. Solana, por otro lado, quiere ir rápido y están satisfechos con sacrificar cierto nivel de descentralización por velocidad.

Cuando se trata de las valoraciones relativas de estos proyectos, ayuda pensar en el tamaño de todas sus economías, sus ecosistemas de desarrolladores, el [valor que aseguran](#), la interoperabilidad y [los incentivos que ofrecen](#), sus mecanismos de captura de valor y qué compensaciones técnicas cree que las aplicaciones más grandes elegirán optimizar.

A principios de año, pensé que la ventaja de ETH era incuestionable. Ahora no estoy tan seguro, incluso si hay una serie de vientos favorables para el nuevo año. La descentralización (específicamente la descentralización política) y la solidez arquitectónica se han convertido en propiedades secundarias en el mejor de los casos y se han ignorado deliberadamente en el peor de los casos en el mercado mercenario dominante de 2021. No todas las cadenas nuevas han dejado de lado la descentralización, pero muchas sí.

Incluso si Ethereum logra mantener a raya a sus mayores rivales que no son EVM, perderá valor en las cadenas acumuladas en las que se apoya para la escalabilidad. ETH se encuentra en un dominio de capitalización de mercado de ~ 60% entre las capas 1. Eso caerá por debajo del 50% en 2022, o sus tokens acumulativos de Capa 2 consumirán su crecimiento. Tal vez ambos.

Esto se remonta a mi punto anterior sobre las criptomonedas frente a las plataformas informáticas criptográficas. Watkins [lo señaló también: una criptoconomía con múltiples ganadores se parecería al mundo en el que vivimos hoy, con cinco empresas tecnológicas dominantes de más de \\$ 1 billón. \(Pieza profesional completa\)](#). _____

(Lectura adicional obligatoria: Informe encargado por Algorand de The Block sobre [Comps de capa 1](#)) _____

6. Solana El verano nunca termina

Ningún proyecto, tal vez en la historia de las criptomonedas, se ha puesto más caliente, más rápido que Solana en 2021. Un rally 100x, un desafío legendario de uno de sus primeros patrocinadores críticos, un intenso interés de VC, una pila de infraestructura explosiva ([¡Syndical! *](#)) y el ecosistema de aplicaciones, y una cadena de bloques que es rápida, rápida, rápida, lo convierten en el primer retador legítimo al dominio de la Capa 1 de Ethereum.

Reconoceré el sesgo de actualidad, pero solo si también reconoce el hecho de que Solana es realmente buena en las cosas en las que Ethereum ni siquiera intenta ser bueno. Solana no está tratando de superar a EVM y modularizar a Ethereum. Está tratando de encajar todo lo que puede en su cadena base.



El equipo se está ejecutando a un ritmo vertiginoso que fue evidente este mes en su conferencia Breakpoint: \$ 100 millones en inversión para [redes sociales descentralizadas](#) con el cofundador de Reddit, un fondo de \$100 millones con FTX orientado a [los juegos de cadena de bloques](#). La migración de Brave a Solana como la [cadena de bloques predeterminada del navegador](#). El ascenso de Solana como una plataforma potencialmente dominante en cripto juegos y [NFT](#) (hola, integración FTX) y el reciente [umbral de billetera de 1 mm](#) para la billetera del navegador de Solana, Phantom.

No ha sido una panacea. La red tuvo una [interrupción importante de 17 horas](#). (o un "bloque de 17 horas" si le preguntas al fundador de Solana, Anatoly) que podría haber provocado problemas sistémicos en sus incipientes aplicaciones DeFi [si el precio de Solana se hubiera hundido](#). Pero si llamamos las cosas de manera justa, esto no es diferente a los primeros desafíos técnicos que enfrentaron Bitcoin y Ethereum. A menudo olvidamos que esta red que ha acumulado una capitalización de mercado de más de \$ 65 mil millones se lanzó hace menos de dos años. Los dolores de crecimiento son inevitables y es normal que las redes descubran errores catastróficos al principio de sus ciclos de vida.

Veremos si el impulso es sostenible a largo plazo, pero Multicoín [aplastó la tesis a corto plazo](#):

"El único protocolo de cadena de bloques que puede [escalar a decenas de millones de usuarios] en los próximos 24 meses es Solana... No estoy diciendo que escalar a través de fragmentación y resúmenes no funcione. De hecho, soy razonablemente optimista de que ambas soluciones lo harán, eventualmente. Sin embargo, estas dos estrategias de escalamiento no funcionan realmente hoy en día y crearán muchos problemas secundarios y terciarios que deben resolverse. Es difícil ver un mundo en el que las organizaciones imparciales que exigen certeza en torno a la escalabilidad obtengan la certeza que necesitan en los próximos 24 meses porque hay muchos componentes entrelazados para escalar Ethereum".

(Lecturas adicionales obligatorias: [Una introducción práctica, solana verano, mapa de mercado, Cómo Solana](#))

7. El lanzamiento lento y constante de Polkadot

Como discutí con el fundador Gavin Wood en la conferencia Mainnet de este año, ETH 2.0 se parece mucho a... Polkadot.

Polkadot se anuncia a sí mismo como una "cadena de cadenas" interoperable o "Capa 0" o "meta-protocolo". Está diseñado para conectar hasta 100 "paracadenas" (por ahora) que competirán para compartir la seguridad con su cadena de retransmisión principal. No necesitamos entrar en detalles técnicos aquí (puede leer más sobre cómo funciona Polkadot en nuestra [pieza Pro](#)), pero solo [sepa que debe estar atento al protocolo este mes en particular](#), ya que sus [subastas de parachain](#) se están poniendo en marcha [ahora: los primeros cinco ganadores se incorporarán a la red el 15 de diciembre](#), luego del "ensayo general" anterior en su red de prueba * Kusama. (*Venid a mí, mafia de KSM.)

Polkadot es interesante por varias razones, una de las cuales es que la implementación es lenta, pero constante (en contraste con el ritmo de Solana), y el equipo de desarrollo parece estar invirtiendo el modelo ETH 2.0, en lugar de que las aplicaciones huyan de la capa. 1 para trabajar en cadenas específicas de aplicaciones más amigables (modelo de resumen de ETH), Polkadot comenzó con una capa base que tenía capacidades de ejecución limitadas pero seguridad generalizada.

El protocolo subcontrata la mayor parte de la funcionalidad a capas de ejecución personalizables (paracadenas) a intervalos regulares (subastas de tragamonedas), lo que requiere que los contribuyentes compren y bloqueen DOT de manera continua. Agregue derivados de bonos de participación y parachain (por ejemplo, los de Acala), y tendrá los ingredientes para una obra maestra ponziómica.

Polkadot podría estar moviéndose un poco más lento y más estable que los otros proyectos en este capítulo, pero no apostaré en contra de alguien que cofundó Ethereum y lo siguió con una segunda red de \$ 50 mil millones.

(Lectura adicional requerida: [Polkadot Primer, Descripción general del ecosistema](#))



8. Suscripción a Cosmos e IBC

Si aún no ha captado la esencia, la tesis de la "intercadena" ha ganado. Cosmos fue el primero en trabajar en una red modular de cadenas de bloques, y los planes de escalamiento centrados en acumulaciones de Ethereum sellaron el trato. La tesis de "una cadena para gobernarlos a todos" está muerta, y el protocolo de comunicación entre cadenas de bloques (IBC) de Cosmos hace algo que Polkadot y Ethereum no hacen, mantiene el protocolo completamente abierto e independiente del "Hub" de Cosmos y su token nativo, ATOM.

El Hub no está consagrado en el Ecosistema del Cosmos. Compite en igualdad de condiciones con otras cadenas que pueden buscar servir como un enrutador central de datos y activos en todo el ecosistema de Cosmos en el futuro. El modelo inicial de seguridad compartida del Hub ofrece nuevas cadenas de bloques Cosmos ("zonas") la opción de anclarse al Hub de forma voluntaria. Como Relay Chain de Polkadot, o Beacon Chain de Ethereum, pero 100% opcional. Cosmos trata la interoperabilidad como un espectro, entonces, las zonas y sus usuarios eligen qué riesgos de seguridad asumir al conectarse a otras zonas. Es posible que las zonas completamente desacopladas no se conecten en absoluto, mientras que las zonas completamente acopladas pueden compartir un único proceso de consenso.

Erik Voorhees expuso muy bien la [evolución narrativa multicadena de las principales plataformas](#):

Ethereum Q1: defi, descentralizado, pero un poco lento y muy caro

BSC Q2: defi, no descentralizado, pero bastante rápido y barato

Solana Q3: defi, un poco descentralizado, muy rápido y barato

Cosmos/IBC Q4: defi, descentralizado, rápido y barato

Charlie Noyes de Paradigm lo expresa de manera aún más simple: "Si Ethereum es una computadora central, Cosmos es un protocolo para redes de servidores independientes". La especialización de la cadena puede ser la única forma de escalar de manera efectiva la actividad en la cadena, pero Cosmos no busca una respuesta prematura a la pregunta de cómo se modularizan las cadenas de bloques y qué mercados serán los ganadores.

Esa es una de las razones por las que impulsa dos de las 10 cadenas de bloques principales (Binance Smart Chain y Terra), y puede incluir docenas de otras en el futuro, incluido Ethereum.

Como dijo Do Kwon en Mainnet: "Tal vez sea una mala idea unir todas las aplicaciones en una computadora global.

Tal vez tenga sentido tener un futuro multicadena".

Hablando de Do...

(Lectura obligatoria: [Wilson en Cosmos IBC, Una Tesis del Cosmos \(Paradigma\), mapa de mercado](#))

9. Terraformando La Luna

Un laico puede haber leído las dos últimas secciones y haber pensado "vaya, esto es demasiado esotérico para mí".

Soy consciente de que estoy defraudando a los demás (ver: "lo mejor del resto" en la siguiente sección) al no ir Capa 1 por Capa 1 hasta el infinito, pero vamos a pasar a una última "Capa 1" y luego envuelva aquí. Terra es interesante porque es una plataforma de Capa 1 que... en realidad no comenzó como tal, sino que surgió.

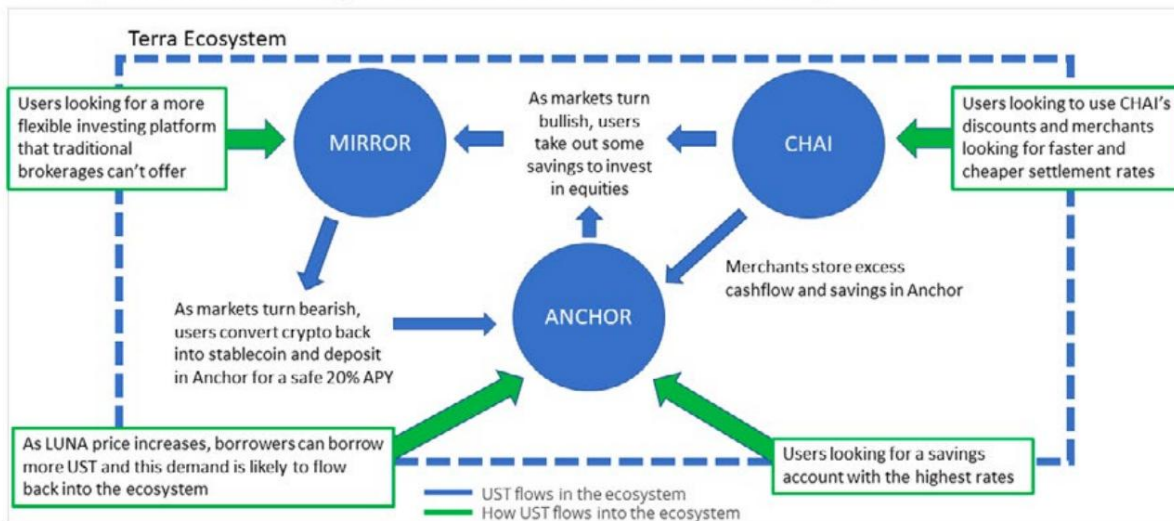
El ecosistema de aplicaciones de Terra se ha disparado este año. Su asociación con la aplicación de pago de Corea del Sur, Chai, lleva a Terra a 2,3 millones de usuarios, la moneda estable algorítmica de Terra, UST, ha pasado de \$0 a \$7200 millones en su primer año y pronto podría superar a Maker's Dai en capitalización de mercado. La aplicación de acciones sintéticas Mirror cuenta con \$ 1.5 mil millones en valor bloqueado, apenas por debajo de los \$ 2.1 mil millones de Synthetix. El protocolo Anchor de Terra ha bloqueado casi tanto LUNA (\$ 4 mil millones) como Lido de Ethereum tiene ETH (\$ 6 mil millones).



MESSARI

Ecosystem Resilience and Monetary Flow

How CHAI, Mirror and Anchor work together to ensure that inflows of UST remain in the ecosystem



Data as of: Apr. 17, 2021
Source: Messari

Los vientos en contra más grandes son desconocidos conocidos, pero no está claro si serían manejables o catastróficos para todo el ecosistema de Terra.

Además de la batalla de Do Kwon / Terraform Labs con la SEC por Mirror y sus tokens de acciones sintéticas, existe la reflexividad de UST y su uso de LUNA como fuente principal de garantía de la que preocuparse. En un entorno totalmente libre de riesgos, no está claro qué tan resistentes podrían ser Terra y UST: durante la descarga de primavera de LUNA, UST casi se declara insolvente ya que el valor de LUNA cayó por debajo del valor total de UST en circulación. También se necesitó una inyección de capital de \$70 mm de Terraform Labs para apuntalar la reserva de estabilidad en Anchor, un protocolo de préstamo de Terra de importancia sistémica. El modelo de prestamista de última instancia funciona hasta que no lo hace.

Por otro lado, la [actualización del protocolo Columbus-5](#) (que, entre otras cosas, conectó a Terra con todas las demás cadenas de bloques de Cosmos) y la integración de Wormhole v2 (llevando LUNA y UST a Ethereum, Solana y Binance Smart Chain), eliminará parte de esa reflexividad al extender el protocolo a otras cadenas, así como extender la relevancia de UST en el resto de la criptoconomía. Es por eso que sigo siendo optimista sobre el potencial a largo plazo de Terra. El potencial de moneda estable de Terra por sí solo le da al proyecto un TAM masivo.

(Lectura obligatoria: [Investigación profesional sobre LUNA](#), [Ancla, imprimación de tierra](#), [mapa de mercado](#))

10. Lo mejor del resto (de los L1)

Simplemente hay demasiados de ellos. Lo siento.

Cardano está en el top 10, por lo que esto puede parecer un poco, pero ni una sola persona en mi red me recomendó reemplazar una sección en SOL, DOT, LUNA o ATOM con ADA. En todo caso, Avalanche fue el primer equipo burbuja menospreciado por el gran baile, aunque publicaremos un [gran informe sobre ellos](#). pronto. Algorand ha hecho



algunos movimientos recientemente, también, y obtuvieron [el Mooch](#) a bordo. Fantom cuenta con la participación de Andre Cronje (una de las 10 personas más importantes del año pasado para observar su trabajo en el proyecto de moneda estable, Yearn) y [la cobertura de Nansen](#). Near ha sido agresivo, agresivo con los [incentivos de las subvenciones](#), y [expandió su](#) ecosistema a través de la cadena lateral Aurora compatible con EVM. Etc

Si desea más cobertura continua de las próximas 10 capas 1 que podrían surgir y competir por la supremacía (o al menos por el estatus de liga mayor), puede consultar más investigaciones sobre Messari Pro o la cobertura de patrocinadores en Messari Hub, donde estamos construyendo un mercado que conecte a analistas independientes y proyectos que necesitan oxígeno con urgencia. No podemos hacerlo solos, sin importar qué tan rápido estemos escalando nuestro equipo.

Puedes leer más sobre Avalanche aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Algorand aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Definición aquí ([no puedo decir ICP](#), lo siento - [Messari, Ecosistema](#)), Cerca de aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Cardano aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Fantom aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Elrond aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Celo aquí ([Messari, Ecosistema](#)), Armonía aquí ([Messari, Ecosistema](#)), y BSC aquí ([Messari, Ecosistema](#)).

Incluso entonces, sé que me faltan algunos proyectos. ¡Usa la barra de búsqueda de Messari!

A las L2...

11. Polígono Flippens ETH

Antes de pasar a los principales actores en el escalado L2, es útil recapitular que existen esencialmente siete caminos para escalar cadenas de bloques que conocemos hasta ahora:

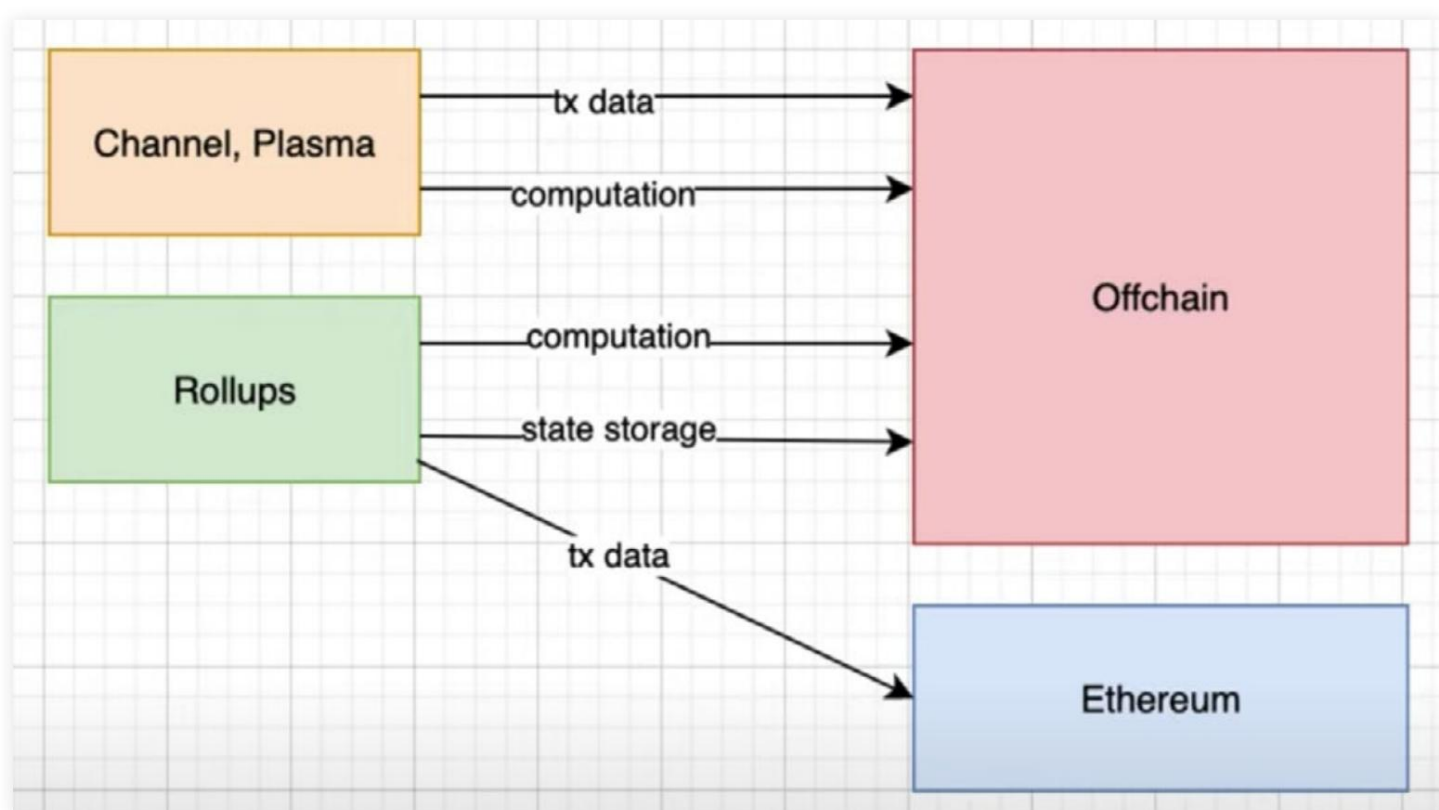
1. Optimizaciones de capa 1: como vimos en las instrucciones anteriores, hay muchos enfoques innovadores para escalar las cadenas de bloques principales. Todos ellos hacen diferentes compensaciones en el mismo trilema de descentralización, seguridad y capacidad de transacción.
2. Interoperabilidad de capa 0: Ethereum 2.0, Polkadot y Cosmos IBC hacen suposiciones similares de que sus redes serán esencialmente redes de cadenas interoperables con capas de liquidación compartidas.
3. Canales de pago: esto es lo que utiliza la red lightning de bitcoin. Bloquea fondos en un canal y puede operar con otros canales que adopten los mismos scripts. Por lo general, son específicos de la aplicación: buenos para pagos, pero subóptimos para la mayoría de los demás casos.
4. Cadenas laterales: xDai es un buen ejemplo. También podría decirse que Binance Smart Chain es una cadena lateral de Ethereum (o al menos podría serlo en el futuro). Las cadenas laterales se conectan a alguna red Layer0/Layer 1 y son responsables de sus propios modelos de seguridad de consenso.
5. Plasma: a menudo llamadas "cadenas de niños" porque son esencialmente copias de Ethereum, estas son cadenas de bloques separadas ancladas a Ethereum a través de un sistema de puente de confianza minimizada. Cada cadena de Plasma puede usar su propio mecanismo para validar transacciones, pero aún usa la cadena de bloques Ethereum como árbitro final de la verdad. Los diversos diseños de Plasma se han enfrentado a una serie de problemas de seguridad y UX y, naturalmente, no son compatibles con el desarrollo de contratos inteligentes. OMG y Polygon, por ejemplo, desde entonces se han alejado de Plasma, lo que lleva a algunos a sugerir que Plasma está [efectivamente muerto](#).
6. Resúmenes optimistas: Optimism y Arbitrum los usan (consulte la siguiente sección). Los paquetes acumulativos son mini blockchains que mueven la computación fuera de Ethereum. Separan el almacenamiento de estado (los datos completos de la transacción, almacenados en la cadena acumulativa) y la huella digital de ese estado (empujada a la Capa 1), y asumen de manera "optimista" que la huella digital representa el historial de transacciones correcto en la acumulación. Dado que Ethereum almacena la huella dactilar, sirve como árbitro final de la verdad, lo que permite acumulaciones



asumir las garantías de seguridad del propio Ethereum. Es un modelo "inocente hasta que se demuestre lo contrario", en el que los usuarios pueden marcar transacciones acumuladas fraudulentas durante un "período de desafío". Si bien es totalmente compatible con EVM (Uniswap, Sushiswap ya han migrado), el período de desafío significa que las transacciones entre cadenas (como pasar de Arbitrum a Ethereum) no son líquidas instantáneamente.

7.ZK-rollups: zkSync y StarkWare usan estos (dos secciones a partir de ahora), y dydx está en vivo en producción usando la tecnología de StarkWare. Los ZK-rollups son ultrarrápidos porque usan algo llamado pruebas de validez, lo que los hace verificables instantáneamente y elimina la necesidad de un período de desafío que absorbe la liquidez. También han avanzado en la compatibilidad con EVM, con StarkNet y ZKSync 2.0 de StarkWare con compiladores incorporados para respaldar la ejecución de contratos inteligentes escritos en Solidity y Vyper. Pero estas soluciones compatibles con EVM aún no están disponibles. Hasta la fecha, los paquetes acumulativos de ZK solo han admitido algunas tareas discretas, como transferencias directas y comercio (como Loopring).

Si estás perdido, aquí hay una foto:



(Fuente: [EatTheBlocks](#))

Si todavía está perdido, Finematics hace un gran trabajo al desglosar las [capas 2](#) y [polígono](#). En particular. Y Coin98 tiene un buen gráfico que presenta el [ecosistema ETH2](#), y las [soluciones de escalado](#) En particular. Ben Simon (Mechanism Capital) es un maestro en [dar sentido](#) de enrollados. Es posible que [tenga más tarea](#) de nivel 101 si nada de lo anterior tiene sentido para usted.

En adelante para los estudiantes de nivel 201.

El ascenso de Polygon este año ha sido notable. No estoy hablando del aumento de precio de casi 100 veces hasta la fecha. Me refiero a cuán efectivo ha sido el equipo hasta ahora para avanzar en la construcción de una escala generalizable.



protocolo que permite a los desarrolladores de aplicaciones de los usuarios elegir entre construir una cadena lateral Ethereum, una cadena Plasma o (pronto) una cadena acumulativa.

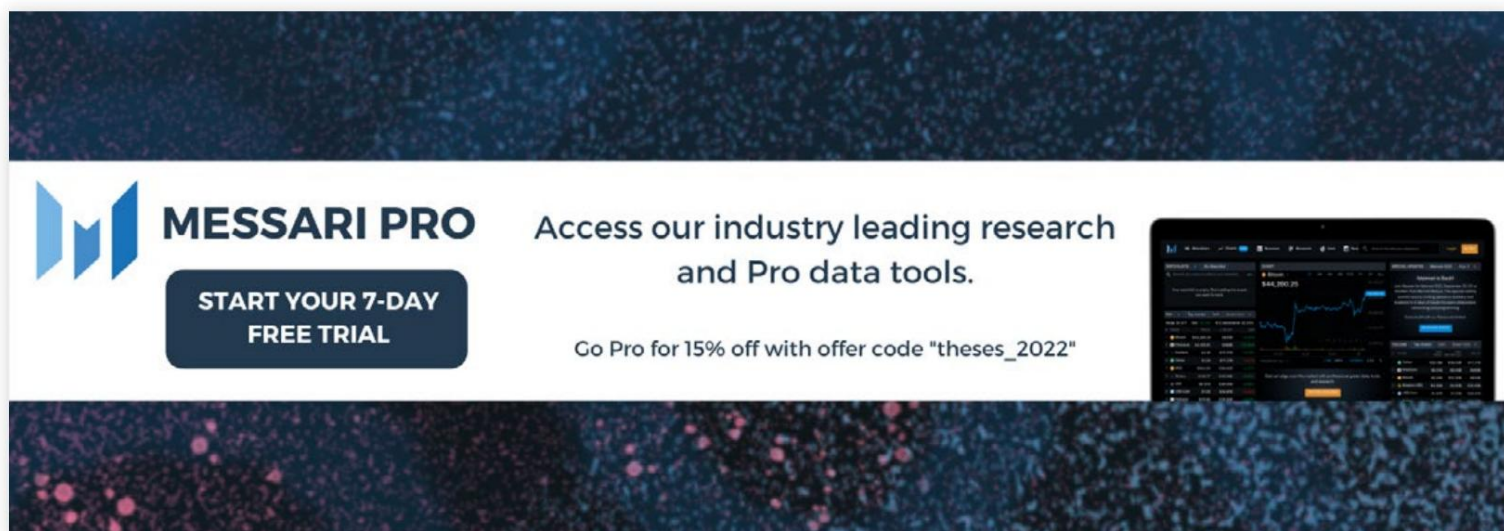
El hecho de que Polygon volteó Ethereum en [direcciones de usuarios activos](#), puede ser la mejor prueba A que tenemos de que escalar es una prioridad existencial para el ecosistema Ethereum. Si no fuera por el papel de Polygon en el procesamiento de NFT/transacciones de juegos, este verano, la migración a L1 alternativos como Solana podría haber sido aún más rápida.

Los estudiantes de historia criptográfica (moderna) notarán que Polygon ahora es mucho más grande que la cadena lateral "Matic" inicial y la solución Plasma que se lanzó en Ethereum. (Si ve el ticker MATIC para Polygon en cualquier lugar, es por eso). Su producto principal sigue siendo Polygon PoS Chain y PoS Bridge compatibles con EVM, que derivan su seguridad de un grupo de participantes de MATIC en Ethereum. Esta cadena no es un resumen ya que tiene un conjunto de validadores separado, pero tampoco es una cadena lateral porque los validadores de Polygon envían periódicamente el estado de la cadena a Ethereum, lo que lleva al equipo a caracterizarla como una "[cadena de confirmación](#)".

Desde entonces, Polygon se ha aventurado en un nuevo territorio con una variedad de soluciones de escalado y herramientas complementarias. Entre mayo y julio, el equipo presentó [Polygon SDK](#) (un marco [para lanzar nuevas cadenas](#) de bloques que podrían servir como una cadena acumulada o independiente) y [Avail](#) (una solución de disponibilidad de datos [para cadenas Polygon SDK](#)). También ha realizado un esfuerzo concentrado para centrarse en la tecnología ZK como la solución de escalado a largo plazo para el ecosistema de Polygon. En agosto, la fusión de Polygon con Hermez, una solución de escalado ZK Rollup de código abierto, fue un paso hacia la integración de ZK en el ecosistema central de Polygon. El equipo también anunció un fondo estratégico de mil millones de dólares para invertir en tecnología ZK y reveló "Miden", un próximo paquete acumulativo basado en STARK que será compatible con EVM.

En una línea de tiempo lo suficientemente larga, todas las criptomonedas convergerán en criptomonedas de conocimiento cero.

(Lectura obligatoria: [Pro Research](#), [mapa de mercado](#), [bellas artes](#))




MESSARI PRO

Access our industry leading research and Pro data tools.

START YOUR 7-DAY FREE TRIAL

Go Pro for 15% off with offer code "theses_2022"



12. Son optimistas

Vitalik y los desarrolladores de Ethereum Core han llegado a un "diseño centrado en la acumulación" para la escala de Ethereum que se parece más a los diseños de Polkadot y Cosmos. El establecimiento de una gama de cadenas de bloques de capa de ejecución independientes, compatibles con EVM que se "acumulan" en la misma Ethereum Beacon Chain ya se está acelerando en dos tipos diferentes de acumulaciones: optimista y de conocimiento cero (ZK). (Obtenga más información sobre [cómo funcionan aquí.](#))

Los paquetes acumulativos optimistas asumen de manera "optimista" que todas las transacciones en la cadena de bloques acumulativa son válidas de forma predeterminada. Utilizan un modelo de inocente hasta que se demuestre su culpabilidad en el que las confirmaciones de transacciones en la cadena L1 están sujetas a un período de impugnación como mecanismo de prevención del fraude. Esto requiere cierta latencia entre las transacciones L1 y L2 para permitir desafíos, pero son compatibles con EVM "listos para usar", lo que permite a los desarrolladores transferir contratos de Solidity existentes de Ethereum L1 a Optimistic L2 con modificaciones mínimas.

Es probable que veamos que más del 80 % del volumen de transacciones de EVM en cadena se traslade a cadenas L2 en los próximos 12 meses. La velocidad de la migración será increíble una vez que haya sido eliminada por otras aplicaciones principales, y PoS Merge se implemente a principios de 2021. El tiempo es esencial a medida que otras Capa 1 continúan ganando participación de mercado (a principios de año, Ethereum tenía el 98 % (!!!) de TVL. Eso se ha reducido a solo el 66 % en la actualidad).



(Fuente: [DefiLlama](#))

Avanzar rápidamente en las migraciones de Capa 2 puede ser más fácil para algunas aplicaciones (agregar la mayor parte de la liquidez de intercambio descentralizada en una sola cadena acumulada), pero para otras será más desafiante. Por ejemplo, Vitalik destacó la necesidad de avanzar rápidamente en [la portabilidad cruzada L2](#) para NFT este otoño. Prueba 347 de que viviremos en un futuro abundante y multicadena.

(Lectura obligatoria: [Pro Research, El ecosistema del optimismo, Mapa del mercado de Arbitrum](#))



13. Escalamiento de conocimiento cero

Vitalik cree que ZK Rollups procesará la gran mayoría de las transacciones de Ethereum a largo plazo. También pueden cambiar la tesis de L1 alternativos. La tecnología más innovadora en criptografía aún no ha tenido un gran impacto en los mercados, pero eso puede cambiar con [StarkEx](#) y [zkSync](#). ZK podría ser la única solución que permitirá que las criptomonedas se amplíen a miles de millones de usuarios, y proporciona la única garantía de privacidad que las instituciones podrían necesitar para participar en cadenas de bloques públicas e interoperables para que protejan adecuadamente los datos propietarios de los clientes.

Los paquetes acumulativos de ZK aprovechan las pruebas de conocimiento cero (también conocidas como "frijoles mágicos" para los expertos de la industria; el uso de esta terminología hará que suene muy bien conectado en su próxima reunión) para confirmar casi instantáneamente el estado de sus cadenas L2 al Ethereum L1. Loopring, Immutable X y dYdX son los primeros en adoptar, pero no espere que su éxito genere una carrera por acumulaciones de ZK todavía: no son totalmente compatibles con EVM y requieren cierta personalización para saltar entre L1 y otros L2. La brecha de programabilidad inevitablemente se cerrará entre Optimistic y ZK rollups (StarkWare dice que su StarkNet llegará pronto), pero hoy en día la compensación es sobre la simplicidad y la compatibilidad frente a la velocidad de liquidación. Vitalik probablemente tenga razón acerca de que dominan los rollups ZK, pero desde un punto de vista técnico y regulatorio, llevará tiempo y MUCHA educación.

Mi apuesta es que las transacciones L1 Ethereum representan <20 % de las transacciones para fines del próximo año, y Optimistic Rollups representan menos del 50 % del uso total de L2 para fines de 2023. Llegará más rápido de lo que pensamos. .por necesidad.

(Lectura Obligatoria: [Conocimiento Cero por Packy](#))

14. Constrúyeme un puente

A estas alturas, está muy claro que un mundo multicadena no es solo el futuro, es el presente.

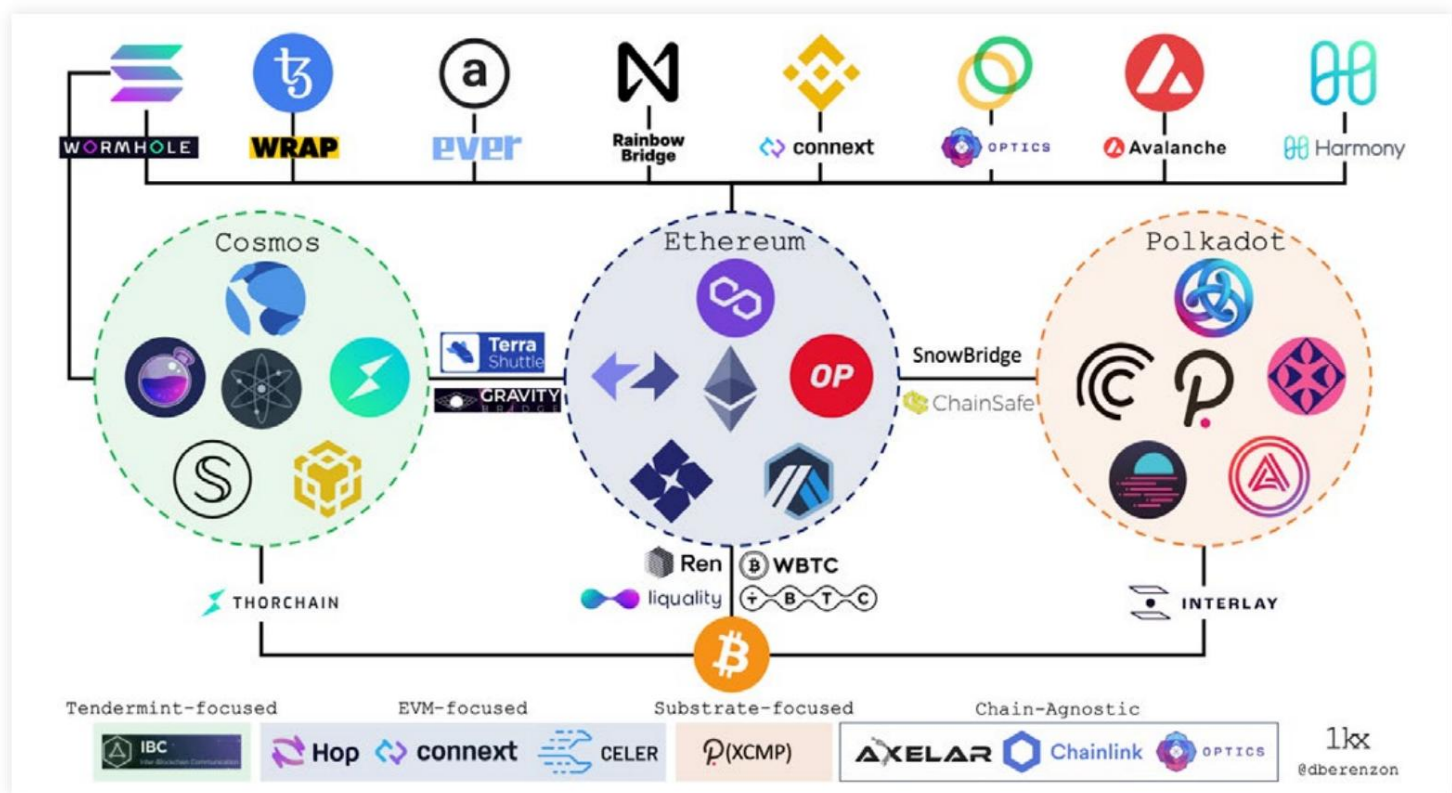
Hay 15 cadenas de bloques en la actualidad que almacenan más de \$ 10 mil millones en activos cada una, y Bitcoin y Ethereum almacenan casi \$ 2 billones por sí mismos. El crecimiento no parece estar desacelerándose en el corto plazo, y es probable que aumenten aún más las cadenas de bloques en los próximos años con el lanzamiento de las cadenas acumulativas de Capa 2. En muchos sentidos, el mundo de las cadenas de bloques está comenzando a parecerse rápidamente a nuestro mundo físico actual, definido por naciones que tienen sus propias economías, gobernadas por sus propias reglas.

Sin embargo, los ecosistemas de blockchain siguen divididos. Son como naciones aislacionistas, con sistemas de transporte limitados o acuerdos comerciales internacionales. Hoy en día todavía no existe un protocolo escalable, descentralizado y ampliamente integrado que mueva valor y datos entre cadenas de bloques sin depender de terceros confiables.

En cambio, los usuarios confían principalmente en intermediarios centralizados como intercambios y custodios para mover valor entre cadenas de bloques, exponiéndolos a riesgos de custodia y riesgos de incautación/censura.

Afortunadamente, hay varios equipos muy conscientes de esta oportunidad y proyectos como Cosmos que se han estado construyendo para este mundo desde 2014. Dmitry Berenson escribió un gran [artículo](#) . una descripción general de los diversos enfoques para los puentes de cadena cruzada.





(Fuente: [Dmitriy Berenzon](#))

Así como la componibilidad de Ethereum permitió a los desarrolladores empaquetar protocolos juntos y crear nuevas aplicaciones dinámicas (por ejemplo, Yearn depositando activos en Compound, Aave, Curve, etc., para obtener un rendimiento automatizado), es probable que veamos aplicaciones similares entre cadenas que emergen una vez que la infraestructura del puente está listo y es capaz de desbloquear garantías criptográficas.

También es probable que la interoperabilidad entre cadenas se estandarice en torno a una pequeña cantidad de protocolos confiables y ampliamente integrados. La inmadurez de las soluciones actuales crea una fricción significativa entre el usuario y el desarrollador, pero un puente que sea creíblemente descentralizado, probado en batalla y bien integrado en las Capas 1 probablemente emergería como la opción preferida para la liquidez entre cadenas simplemente debido a su previsibilidad y confiabilidad. A medida que crece la economía multicadena, es inevitable que los puentes entre cadenas faciliten una enorme cantidad de activos y volumen de transferencia de datos.

Predicción: los protocolos puente L1 <> L2 / L1 <> L1 / L2 <> L2 más populares tendrán volúmenes diarios más altos que el intercambio centralizado más popular dentro de cinco años.

15. Envolviéndolo todo

Antes de llegar a nuestro capítulo final sobre la participación en la economía web3 (y la futura estructura organizativa de la sociedad), es útil dar un paso atrás y recapitular la increíble amplitud de la innovación que está comenzando a surgir en criptografía. Me encantó este hilo sobre las [23 innovaciones criptográficas](#) que revolucionará nuestro mundo. El tiempo dirá si los mercados se sobrecalientan a corto plazo, pero apenas estamos comenzando en el superciclo criptográfico.

Es el día 1.



El DAO de los DAO

1. Herramientas de habilitación: Monederos y staking	150
2. Por la madriguera del conejo: aprendizaje y ganancias	151
3. Trabajar en Web3	152
4. Jerarquías, vainas y organismos fluidos	152
5. Gestión de Tesorería DAO	154
6. Relaciones con inversores de la DAO	156
7. Messari: uniendo todo	158
8. Marco legal para DAOS	158
9. Los nuevos asignadores de capital	159
10. Los nuevos curadores de información	160



“Mientras que la mayoría de las tecnologías tienden a automatizar a los trabajadores en la periferia que realizan tareas de baja categoría, las cadenas de bloques automatizan el centro. En lugar de dejar sin trabajo al taxista, blockchain deja sin trabajo a Uber y permite que los taxistas trabajen directamente con el cliente”.

- Vitalik Buterín

Hablamos de las Organizaciones Autónomas Descentralizadas (DAO) un poco antes en la sección regulatoria, pero no les dimos el debido lugar. Realmente necesitan un capítulo completo. Corrijamos eso y cerremos con fuerza, porque los DAO son una de las construcciones más importantes en criptografía, y cambiarán todos los aspectos de la economía, la política y probablemente incluso su vida social en los próximos años. Si 2020 fue todo sobre DeFi, y 2021 fue todo sobre NFT, 2022 será el año de DAO.

Entonces, tal vez deberíamos comenzar respondiendo, ¿qué es un DAO?

Una vez los describí durante una cena con un escéptico como “una estructura de gobierno que administra una tesorería comunitaria”. ¡No está mal dado que lo solté sobre el arenque!

Más específicamente, las DAO son comunidades en línea fluidas cuyos activos son administrados por los contribuyentes de la comunidad. La primitiva de organización de una DAO es un código comprometido con un libro mayor público frente a los artículos archivados en Delaware, y la cadena de bloques garantiza la accesibilidad del usuario, la transparencia y los derechos de salida (a través de bifurcaciones). El token de una DAO determina el poder de voto, asigna fondos de acuerdo con las prioridades del grupo, incentiva la participación y castiga las acciones antisociales.

También me gustó [esta definición simple](#) propuesta por los chicos de Bankless: “comunidades nativas digitales que se centran en una misión compartida”. Donde las comunidades son de abajo hacia arriba, flexibles y poco organizadas. Tienen una misión y un protocolo compartidos (en la cadena de bloques), capital interno y normas sociales exigibles, y se pueden usar para administrar casi cualquier cosa: una biblioteca de código abierto, una colección de NFT, un club social, un suministro de noticias, mano de obra, etc

Julia Rosenberg y María Gómez de Orca* también intentaron formalizar la definición.

[Escribieron que los DAO son](#) 1) de código abierto y basados en blockchain, 2) membresía abierta, 3) grupos de partes independientes, que 4) usan un token para gobernar un protocolo y 5) asignan capital interno, con los objetivos de 6) automatizar un mercado o 7) prevenir la colusión, y 8) incentivar la participación comunitaria de abajo hacia arriba.

Como puede ver, ¡todos todavía estamos sondeando las cosas! (Aún más [intentos aquí](#).) La forma en que hablamos de ellos cambiará en los próximos años. Pero como quiera que se definan, van a ser grandes.

(Más lecturas obligatorias: [The Ultimate DAO Report & Presentación, el generalista, una prehistoria](#))

1. Herramientas de habilitación: Monederos y staking

¿Qué pasaría si los últimos 18 meses fueran realmente solo el precursor necesario y la fase de instalación de la megatendencia real, la reorganización de la sociedad en torno a comunidades gobernadas por fichas?

Si ese fuera el caso, probablemente necesitaría herramientas que lo ayuden a administrar tokens de forma segura e intercambiarlos de igual a igual (DeFi), desearía mejores formas de construir y compartir selectivamente partes de su identidad personal (NFT). , y querrá tener la seguridad de que puede navegar sin problemas entre las comunidades, independientemente de las pilas tecnológicas que utilicen (puentes L1-L2).

Ta da! Aquí estamos.



La columna vertebral de la economía Web3 y el salvaje mundo de las DAO son sus billeteras personales, que son como sus bóvedas de datos personales. Ya sea Metamask o Coinbase en Ethereum, Phantom en Solana, TerraStation en Terra o cualquier otra cosa, estos tokens dentro de estas bóvedas desbloquean su acceso al reino criptográfico y solo serán más importantes en los próximos años. En cinco años, la gente podría mirar el panorama actual de las billeteras y burlarse de lo primitivos que éramos, pero algunas soluciones (por ejemplo, Zapper, Zerion) muestran cómo nos estamos acercando a un momento en que nuestras billeteras pueden duplicarse como identificadores universales y administradores de datos. .

¿Unirse a una nueva aplicación social? Señale y haga clic en los avatares que le gustaría usar en el nuevo club. ¿Apostando a un partido? Usa dinero real o mantén la puntuación con el "crédito social" de tu grupo de amigos. (Opt-in, nada de esa mierda del PCCh). ¿Está solicitando un nuevo trabajo? Comparte selectivamente las [insignias que corresponden a tus habilidades y reputación](#) acumulada. Todo eso necesitará un front-end, y las billeteras criptográficas que se están construyendo hoy serán tan integrales para el sistema operativo de su vida como su teléfono celular.

(Lectura obligatoria: Packy lo logró en su publicación, [The Interface Phase](#))

2. Por la madriguera del conejo: aprendizaje y ganancias

Rabbithole* está a la vanguardia de una de las tendencias más emocionantes en criptografía: "aprender a ganar".

La criptoconomía está en auge. Las mentes de los usuarios se están derritiendo por el ritmo de desarrollo. Y uno de los recursos más escasos de todos es la atención y participación genuina del usuario. Rabbithole ofrece misiones que ayudan a los usuarios a probar nuevos productos y ganar recompensas de tesorería simbólicas. Es un ganar-ganar-ganar para todos. Los equipos de tokens usan sus tesorerías (que son recursos de capital líquido diseñados para asignarse al crecimiento) para [financiar los costos de adquisición de clientes](#). Rabbithole obtiene una parte por desarrollar el viaje del usuario, y los usuarios ganan. A una escala increíble. La compañía estimó que sus usuarios ganaron \$175 millones en total con una sola búsqueda: [registrar un dominio ENS](#). Esa es [una forma de llamar la atención](#).

Incluso si los mega lanzamientos desde el aire tienen un tamaño insostenible, es probable que en la práctica estén en su infancia. Los DAO tienen dinero... mucho y quieren usuarios. Y sabemos lo lucrativo que puede ser este mercado para aquellos que estén dispuestos a hacer el mercado: Coinbase Earn está generando ingresos anuales de más de \$60 millones en lo que podría decirse que es la parte más infrautilizada de su negocio.

Las jugadas de "aprender a ganar" serán fáciles de integrar tanto en las billeteras Web3 como en las billeteras alojadas. Son iniciativas de educación de usuarios que se pagan por sí mismas en la forma de más criptonativos y, por lo tanto, más poseedores a largo plazo. Cada [cadena de bloques](#) también [puede tener un Rabbithole](#). El mundo es demasiado grande (¿y las comunidades demasiado religiosas?) para que el ganador se lo lleve todo, y espero que los "desarrolladores de misiones" terminen siendo una ocupación lucrativa dentro de las comunidades DAO.

Si está en la universidad, lo animo a pasar el semestre de primavera (tal vez redistribuir el presupuesto de su libro en tarifas de gas ETH), aprendiendo y probando diferentes protocolos criptográficos en Earn, Rabbithole y otros lugares. En el mejor de los casos, te toca la lotería en algunos lanzamientos aéreos más. ¿Peor de los casos? Repruebas y una empresa de criptografía te contratará en el acto una vez que les muestres tu puntaje degenerativo y tu [insignia de mérito](#) NFT. Biblioteca. (En serio: obtenemos [aplicaciones con puntajes degenerativos](#) y nos gusta).

Al igual que twitter > linkedin para redes. Learn-to-earn reemplazará lentamente las credenciales y en gran medida gamificará e invertirá el modelo de financiación de la educación.



3. Trabajar en Web3

Después de aprender un poco sobre un proyecto, es posible que desee comenzar a sumergirse y contribuir un poco al margen. Ese trabajo temporal podría distribuirse entre proyectos, o ser un precursor de una oferta de tiempo completo de un DAO o una de sus empresas relacionadas. Las responsabilidades a tiempo parcial abarcan [DevOps](#), [Investigación](#), [Gobernancia](#), [Ciencia de los datos](#), y más. Tanto las comunidades centralizadas como las descentralizadas también están contratando para roles de tiempo completo a un [ritmo rápido](#). Pero más que nada, los DAO pueden presentar una de las formas más lucrativas de [construir una reputación portátil](#), que persistirá en todos los proyectos. Chris Dixon [compara la membresía de DAO](#) favorablemente a otros análogos históricos:

“Al igual que hizo Venecia para la Europa moderna temprana, web3 está redefiniendo cómo el talento global reúne sus conocimientos y trabaja en conjunto. Y al igual que el Homebrew Computer Club en la década de 1970, las comunidades de "aficionados" inteligentes y apasionados se están reuniendo en foros para jugar con un nuevo conjunto de elementos primitivos para crear productos y experiencias innovadores. Esas comunidades se están organizando hoy a través de DAO, la primitiva de coordinación de grupos web3”.

Sin embargo, lo interesante del ecosistema web3 es su accesibilidad global. No es necesario haber nacido en la ciudad adecuada ni ser admitido en el programa de ciencias de la computación adecuado. El modelo de abajo hacia arriba y la membresía voluntaria de DAO [invierten el modelo de búsqueda de talento](#). Puedes unirte a un servidor de discordia con un clic. Puede ganar recompensas y mostrar su prueba de trabajo para ganar [puntos de reputación](#) con RRHH descentralizados de la comunidad, vales comunitarios. Puede solicitar subvenciones o enviar propuestas de empleo a tiempo completo directamente a los miembros de DAO.

Será raro que las personas trabajen efectivamente para múltiples DAO al mismo tiempo, a menos que sea en un rol de especialista muy limitado (por ejemplo, creando paneles de datos u otros informes de investigación) o una función de back office. Para la mayoría de las DAO, Hollywood será el modelo. Las productoras de DAO aportan financiación, dirección de proyectos y montaje de los equipos. Esos equipos corren en conciertos, desarrollan su buena fe personal, luego se desarmen y pasan al siguiente. Los grandes DAO serán empleadores pegajosos, pero la mayoría de los DAO (¡incluidos los subDAO a los DAO más grandes!) serán más fluidos. La diferencia clave en el modelo "Hollywood" de Web3 es que cada contribuyente, por pequeño que sea, puede retener las regalías vinculadas al éxito continuo del producto.

El desafío que tendremos en Occidente es entender si esto está acelerando la deslocalización y subcontratando el trabajo de cuello blanco al [postor de menor costo](#). ¿Empeorarán las DAO las malas dinámicas laborales que ya afectan a otros proveedores del mercado en la economía de los conciertos?

Podría decirse que hay mucho más al alza que a la baja. Los primeros contribuyentes al menos compartirán las ventajas de las plataformas que ayudan a arrancar, incluso si esas plataformas generan costos laborales variables. De cualquier manera, los incentivos de token Web3 son algo que no se puede desinventar.

Trabajarás para un DAO algún día. También podría comenzar ahora mientras el [alfa es más alto](#).

(Lectura obligatoria: [Manual](#), [Notas sobre DAO](#), [el futuro del trabajo](#), [Cómo hacer DAO](#), [DAO a tiempo completo](#), [DAO Leyendo lista](#), [Paisaje DAO](#) | Ver: [Cómo es trabajar para un DAO](#))

4. Jerarquías, vainas y organismos fluidos

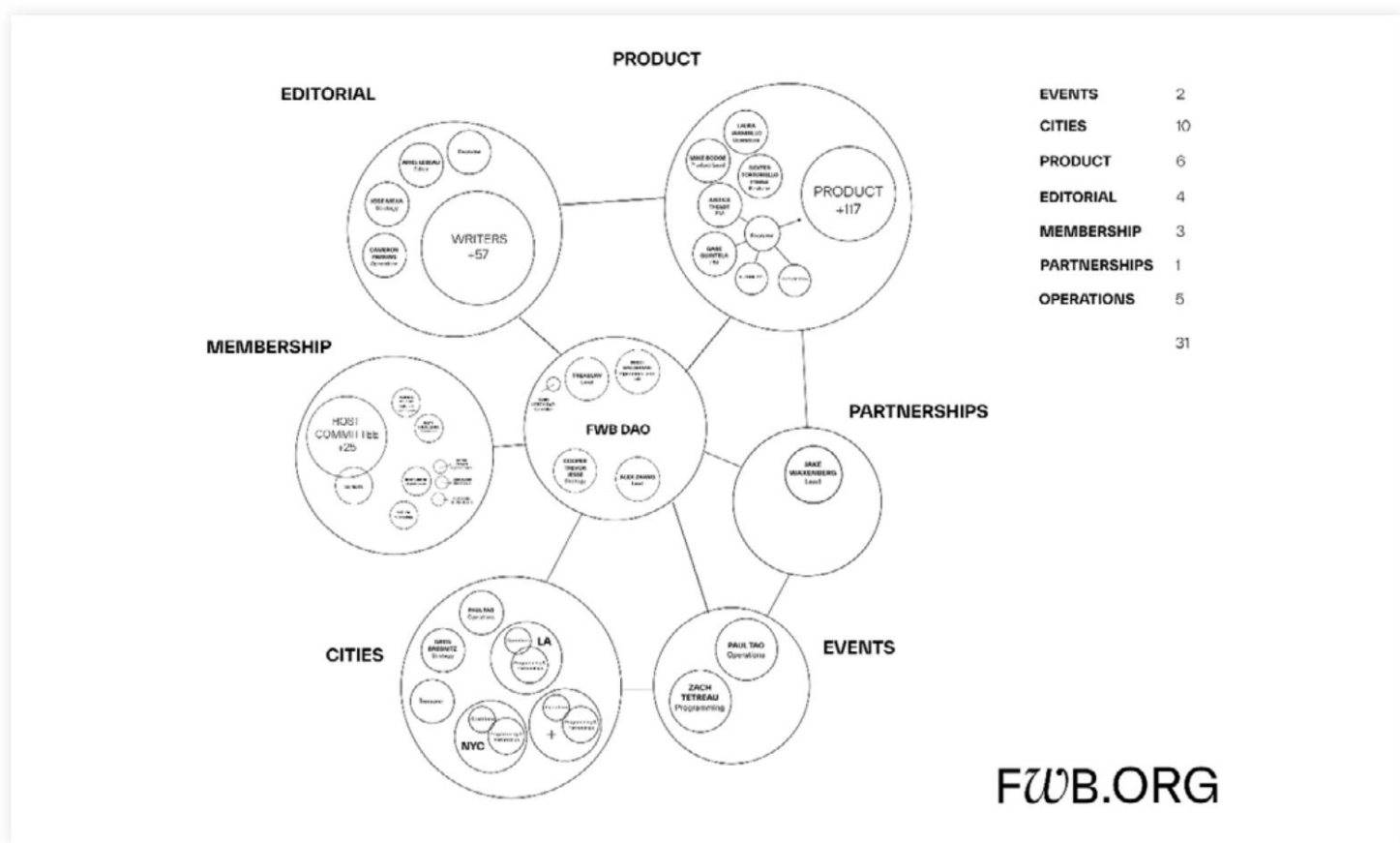
Si se une a una DAO, una de las primeras cosas que notará es que hay un nuevo "CEO" en la ciudad, el tejido conectivo de la mayoría de las DAO: el Director de la comunidad. Son personas que se [apoderan de los memes de la producción](#), y comandar ejércitos descentralizados de (con suerte) promotores de redes. En los días formativos de un proyecto, pueden guiar a los recién llegados a los recursos correctos, establecer el tono y la cultura de un servidor de discordia y ayudar a curar los primeros mensajes internos y externos.



Eso debería traer algunas preguntas a la mente. ¿Cómo hacemos el equilibrio entre elegir nuevos dictadores benévolos y mantener la toma de decisiones descentralizada? (Mario tiene [algunas ideas...](#) su [canon de investigación](#) sobre la gobernanza simbólica es una lectura obligada). ¿Cómo resolvemos algunos de los desafíos de la "votación con monedas" y la apatía o colusión de los votantes? (A Vitalik le [gustaría una palabra.](#))

Las criptocomunidades se han dado cuenta bastante rápido del hecho de que la toma de decisiones en las DAO debe estratificarse de manera muy similar a (jadeo) las empresas tradicionales. La rendición de cuentas de la gobernanza, los "RR. HH." de la comunidad, la participación y las comunicaciones de usuarios y contribuyentes, etc. son todos desafíos importantes, pero superables. Jai de [Rari Capital tiene un buen libro de jugadas](#). Sugiere dividir los roles en "burbujas", lo que permite sub DAO y equipos discretos y fluidos, algo que [Yearn fue pionero y usa actualmente](#). Creo que este es el marco correcto y también empuja a las organizaciones a escalar a través de la documentación escrita.

Tendremos que ver mejoras 100 veces mayores en el flujo de información y las herramientas de apoyo a la toma de decisiones. Puede gobernar una DAO global o una subDAO con NFT o monedas sociales más fácilmente que una corporación global (cualquiera que primero sea remoto e internacional sabe qué pesadilla es configurar esta infraestructura), pero eso no cambia el hecho. que sin funciones delegadas, el progreso en una DAO puede detenerse cuando cada microdecisión se convierte en un voto por poder.



(Fuente: FWB.org)



Orca Protocol* está trabajando en una de las mejores implementaciones que he visto. Aprovechan los NFT como tokens de acceso que otorgan a los miembros de un "grupo" algunas responsabilidades discretas y derechos de tesorería de DAO. Es realmente tan simple como elegir subcomités y hacerlos responsables de los resultados periódicamente. Sin embargo, la responsabilidad de la supervisión recae en el colectivo, y lo único que separa el buen gobierno del mal gobierno en ese modelo es la buena información (análisis de desempeño) y los incentivos para los votantes (para superar la apatía).

La crítica es que nuestros primeros DAO en realidad no son tan diversos: por diseño, [recompensan a los primeros usuarios](#) y "en la multitud" primero. Que formalicen lo que ya sabemos sobre la gobernanza: los que tienen el dinero hacen las reglas. Esas son preocupaciones justas, pero a corto plazo. La mejora de la plutocracia global actual es que los contribuyentes y usuarios de DAO pueden ganar capital político líquido y autoridad delegada con una velocidad impresionante, y pueden hacerlo bajo seudónimo. Pero aquí también es donde se recaudan impuestos, se ofrecen beneficios y se impone el cumplimiento estatal. Como resultado, no me sorprendería ver que algunas jurisdicciones hacen que sea ilegal trabajar para un DAO no registrado. Por otra parte, es probable que otras jurisdicciones inviten a trabajadores de DAO con códigos fiscales únicos que explican la dificultad de extraer impuestos sin la supervisión bancaria y del empleador.

Es tan temprano en el experimento del mundo gobernado por fichas que casi me hace explotar la cabeza. Aquí es donde Messari gastará la mayor parte de sus recursos en el futuro.

5. Gestión de Tesorería DAO

El mercado alcista actual de DeFi es uno de los principales eventos generadores de riqueza en la corta historia de las criptomonedas. Cualquier institución o persona con una exposición razonable al sector vio cómo su patrimonio neto/balance se multiplicaba por cinco, diez o cincuenta veces o más en los últimos 18 meses. Algunos de los principales protocolos de DeFi ahora tienen un valor de cientos de millones y, a veces, miles de millones de dólares, principalmente en sus tokens nativos. Dos de los DAO más activos, Uniswap (\$ 4 mil millones) y Compound (\$ 1 mil millones) tienen reservas particularmente grandes.

Puede mirar los números y pensar que los protocolos DeFi están establecidos financieramente de por vida, pero una mirada más profunda a la composición de cada tesorería sugiere lo contrario. La gran mayoría del "valor" en estos bonos del tesoro proviene de la creencia reflexiva de que el mercado siempre absorberá la nueva oferta. Eso puede suceder en los mercados alcistas, pero las cosas pueden relajarse bruscamente cuando los volúmenes disminuyen. De hecho, eso es exactamente lo que sucedió durante la caída del mercado de mayo.

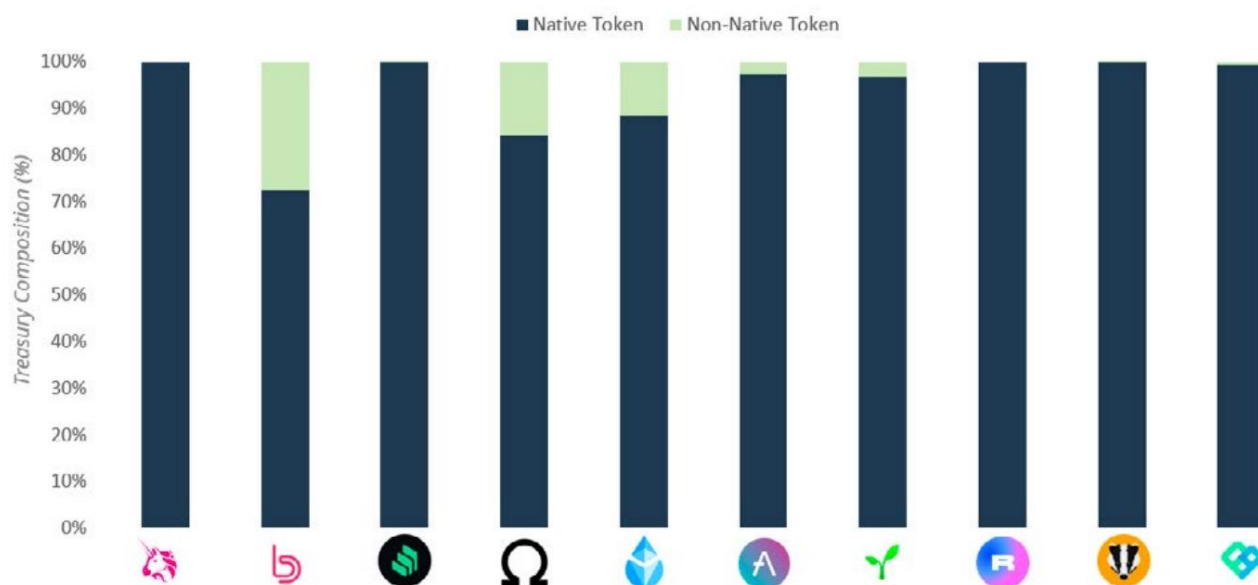
Aún así, las principales tesorerías de proyectos no se han diversificado mucho:



MESSARI

Asset Breakdown of Top DeFi Treasuries

Native token allocation remains elevated across the top DeFi treasuries



Source: DeepDAO. Data as of November 10, 2021

Durante los eventos del Cisne Negro, los tesoros de protocolo están a merced del mercado. Incluso algunos de los mejores proyectos que dependieron de estas reservas en el mercado bajista de 2018-2019 lucharon por sobrevivir. Eso es antes de considerar el [riesgo idiosincrático](#) de cada [activo específico](#): las fallas en los contratos inteligentes, los hackeos, las deficiencias de Oracle y los errores de codificación pueden hacer que el precio de un token se derrumbe incluso antes de que la DAO considere remedios que podrían afectar a los usuarios por completo. Puede crear una espiral descendente viciosa si la tesorería no se administra adecuadamente.

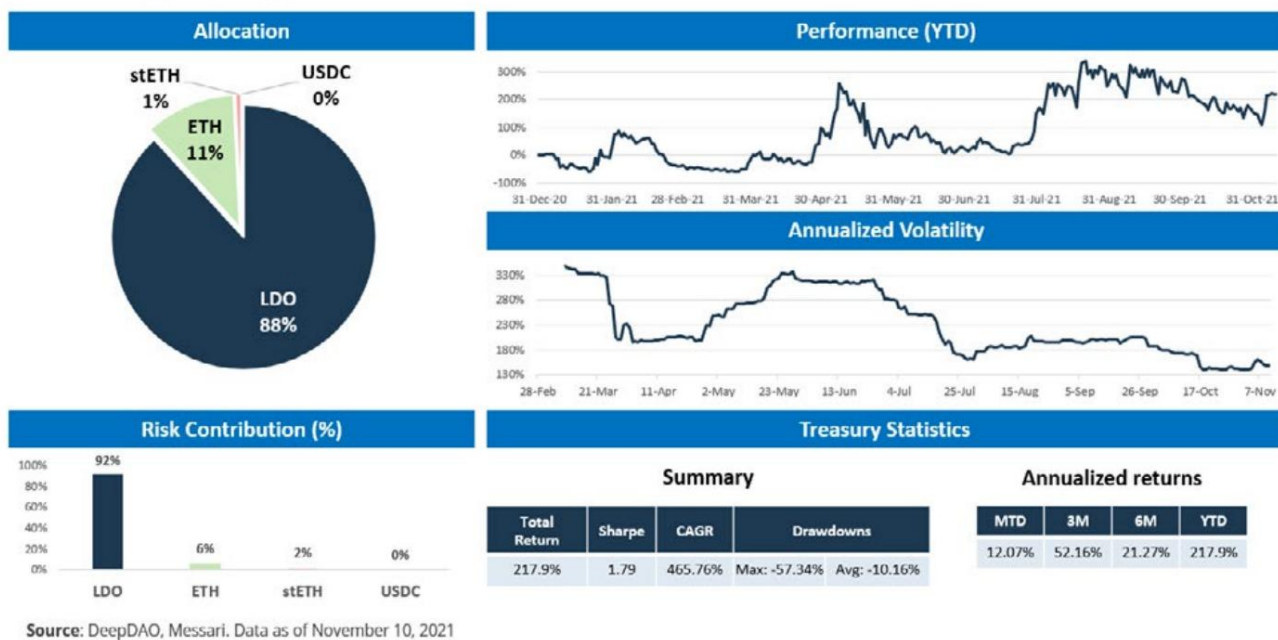
Otros inversores también se han dado cuenta de esto, pero a pesar de la [opinión ampliamente expresada](#) necesidad de una mejor diversificación de la tesorería en los principales proyectos, la mayoría de los DAO permanecen inactivos. Hay algunas razones para esto (la ingenuidad o el exceso de confianza de los desarrolladores, el deseo de evitar dar a las comunidades la impresión de que un tenedor de fichas grande está "desechando" activos, desafíos regulatorios, etc.), pero en muchos casos simplemente se reduce a la falta de herramientas de visibilidad y toma de decisiones.

Fuentes de datos como [DeepDAO](#) están haciendo un buen trabajo de seguimiento de las tesorerías de los proyectos, pero no brindan el contexto completo que podría proporcionar una herramienta básica de administración de carteras. Brindar a las comunidades mejores análisis de tesorería podría mejorar en gran medida su proceso de toma de decisiones de gobernanza.



MESSARI

Treasury Analytics – Lido



No se trata solo de las mejores prácticas de gestión de tesorería de tokens, sino también de la falta de administradores de tesorería profesionales. La entrada de los ~~administradores~~ financieros reales de Finance Bros para DAO presenta una [gran oportunidad de mercado](#), y ayudaría a los protocolos a diversificarse de manera inteligente para garantizar que estén bien capitalizados en todo tipo de entornos de mercado. Desafortunadamente, no le gustará la primera recomendación que la mayoría de los gerentes de tesorería harían hoy: comience a vender. Una explosión del primer trimestre no sirve de nada para un DAO si el activo se dispara en un 90 % apenas unos meses después. (Lectura obligatoria: [Una crisis en la gestión de tesorería del protocolo](#), [Un modelo mental para los bonos del Tesoro](#))

6. Relaciones con inversores de la DAO

Empecé el último capítulo escribiendo sobre lo loco que era que *cualquiera* pudiera crear algo que se pareciera al Q3 "10-Q" de ETH. Las relaciones con los inversores son una parte fundamental de los mercados financieros saludables. En criptografía, la importancia de la información de alta calidad se eleva a 11, ya que las relaciones con la comunidad afectan la forma en que un DAO se comunica con los inversores, los socios de liquidez, las contrapartes técnicas, los contribuyentes principales, los usuarios y otros promotores de la red. Las divulgaciones financieras sólidas y transparentes son la columna vertebral del buen gobierno corporativo, pero están limitadas por los ciclos contables trimestrales, lo que limita el flujo de información a solo unas pocas veces al año.



Blockchains y DAO ofrecen una mejora casi infinita a los informes trimestrales, ya que la información está abierta a inspección en todo momento y la velocidad de procesamiento está limitada solo por los tiempos de propagación del bloque. La naturaleza abierta y sin permisos de las cadenas de bloques ha dado lugar a un cambio monumental que redefine la relación entre los protocolos y sus inversores. En este mundo, los datos financieros son transparentes, ampliamente disponibles y accesibles en todo momento. Las partes interesadas del protocolo son capaces de rastrear la salud financiera de los activos que poseen en tiempo real, y los curadores de información (como Messari) pueden seleccionar actualizaciones en cualquier escala de tiempo arbitraria a través de una comunidad descentralizada de desarrolladores, investigadores y científicos de datos.

[Terminal de fichas](#) (datos fundamentales), The Graph (datos en cadena), Nansen (flujos de fondos), [Dune Analytics](#) (métricas agregadas), DeFiLlama (TVL) y [Messari](#) (datos de mercado y eventos fuera de la cadena) ahora son herramientas esenciales que ayudan a los usuarios a obtener una comprensión completa del rendimiento del nivel de protocolo. En manos de una comunidad de analistas globalmente descentralizada, la combinación de estas fuentes de datos brinda resultados notables. Tome Compuesto por ejemplo.

MESSARI Compound Markets - Macro Overview

Compound Quarterly Metrics	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21
Key Performance Indicators						
Outstanding Loans	\$359.0	\$1,057.3	\$1,754.0	\$5,490.5	\$3,546.1	\$5,565.9
% Growth		194.5%	65.9%	213.0%	(35.4%)	57.0%
Outstanding Deposits	\$981.6	\$1,849.9	\$2,873.9	\$12,018.1	\$9,590.1	\$14,195.2
% Growth		88.5%	55.3%	318.2%	(20.2%)	48.0%
Quarterly Originations	\$1,578.8	\$7,487.5	\$4,906.9	\$18,283.1	\$24,864.3	\$16,796.6
% Growth		374.3%	(34.5%)	272.6%	36.0%	(32.4%)
Quarterly Deposits	\$3,288.4	\$11,631.3	\$13,716.3	\$60,462.6	\$70,197.0	\$38,363.5
% Growth		253.7%	17.9%	340.8%	16.1%	(45.3%)
Liquidations	\$3.1	\$27.8	\$108.2	\$160.3	\$332.9	\$26.7
% Growth		797.6%	289.2%	48.2%	107.7%	(92.0%)
Aggregate Utilization	36.6%	57.2%	61.0%	45.7%	37.0%	39.2%
Financials						
Total Interest Income	\$2.4	\$12.4	\$20.6	\$88.0	\$96.3	\$77.6
Interest Expense (Interest to Depositors)	(\$2.1)	(\$11.2)	(\$18.7)	(\$77.6)	(\$85.4)	(\$68.6)
Net Interest Income (Reserve Factor)	\$0.4	\$1.2	\$1.9	\$10.3	\$10.9	\$9.0
% Growth		224.4%	50.0%	458.2%	5.3%	(17.2%)
Grants Paid	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	(\$0.6)	(\$0.1)
Net Income	\$0.4	\$1.2	\$1.9	\$10.3	\$10.3	\$8.9
% Growth		224.4%	50.0%	458.2%	(0.8%)	(13.4%)
% Margin	15.7%	9.9%	9.0%	11.8%	10.7%	11.5%
Token Incentives Paid	(\$8.7)	(\$36.8)	(\$22.4)	(\$65.4)	(\$90.5)	(\$75.8)
Adjusted Net Income	(\$8.3)	(\$35.5)	(\$20.5)	(\$55.0)	(\$80.2)	(\$67.0)
% Growth		325.6%	(42.3%)	168.3%	45.8%	(16.5%)
% Margin		NA	NA	NA	NA	NA

Data as of: Sep. 30, 2021

Source: Messari, Dune Analytics, Token Terminal

Nuestro [informe trimestral](#) proporciona un vistazo al futuro de la información financiera. Un solo analista y científico de datos pudieron unirse para producir un resumen de la actividad de préstamos y préstamos a nivel de protocolo de COMP durante el trimestre anterior (tanto a nivel macro como micro), así como eventos fuera de la cadena relacionados con la gobernanza comunitaria y la hoja de ruta técnica del proyecto. Este tipo de informes puede continuar siguiendo una cadencia familiar trimestral, mensual o semanal, pero los datos son en tiempo real y están disponibles para que cualquiera pueda explorarlos y combinarlos.

Si bien aún queda mucho trabajo por hacer, los componentes básicos necesarios para establecer la base de un sistema de información financiera nuevo y mejorado finalmente están aquí. Si se ejecutan bien, los estados financieros criptográficos

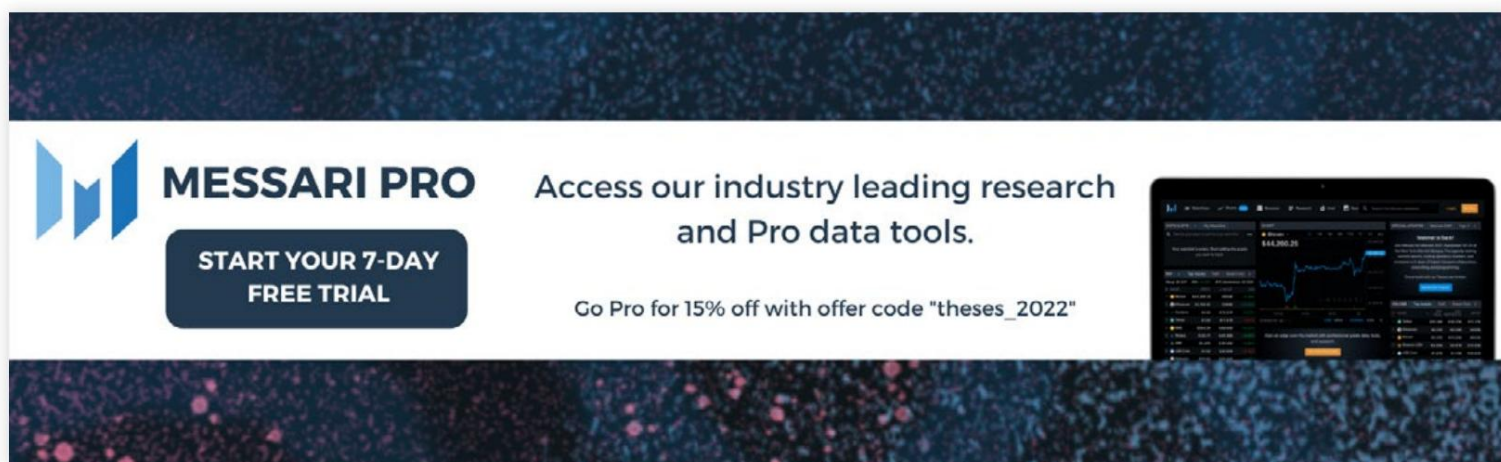


se ven muy diferentes de sus contrapartes heredadas. En lugar de esperar con impaciencia los informes de ganancias trimestrales, las declaraciones de protocolo serán documentos dinámicos alimentados por transmisiones en vivo de datos que se transmiten directamente desde la cadena de bloques. Todas las piezas están listas para ser ensambladas, ahora es el momento de construir.

7. Messari: uniendo todo

¿Qué sucede cuando reúne el aprendizaje y la obtención de incentivos de incorporación (Marketing), un mercado de colaboradores dinámico (HR), herramientas mejoradas de administración y delegación de tesorería (Finanzas y operaciones) e informes de proyectos/ relaciones con la comunidad (Administración)? Tiene la pila completa de soluciones necesarias para crear reemplazos para las construcciones de gobierno existentes en la política, las corporaciones y el tejido social de la sociedad misma.

Estoy muy emocionado de compartir nuestra visión de Messari en 2022: estamos construyendo un [redactado].



MESSARI PRO Access our industry leading research and Pro data tools.

START YOUR 7-DAY FREE TRIAL

Go Pro for 15% off with offer code "theses_2022"

The banner features the Messari logo on the left, a central text area with a call to action button, and a screenshot of the Messari Pro dashboard on the right. The background is a dark blue space with pink and blue particles.

8. Marco legal para las DAO

En general, hay tres cosas que el gobierno hace para disuadirlo de hacer algo que no quiere que haga: cobrarle impuestos, multarlo (o exponerlo a una gran responsabilidad personal) o cortar sus servicios bancarios. Una de las cosas que va a ser una verdadera perra descubrir es cómo funcionan realmente los DAO en el mundo real desde el punto de vista de impuestos, leyes contractuales y cumplimiento.

Sobre el papel, las DAO son bastante buenas para eliminar la preocupación de los "servicios bancarios", dado que la entidad en sí es una cuenta bancaria compartida. Tampoco son malos para abordar el problema de la responsabilidad personal... si está tranquilo trabajando de forma anónima y manteniéndose fuera de la red y está seguro de que el resto de sus compatriotas en la DAO harán lo mismo y se sienten cómodos asumiendo los riesgos de responsabilidad del grupo si algo sale mal.

Pero son realmente malos si cree que puede unirse como miembro, informar sus impuestos de la DAO y, de alguna manera, no avisar al gobierno de que está trabajando con/para una sociedad no incorporada.

Tirando los dados un poco, ¿no?

Para la mayoría de las personas normales, será importante solucionar los problemas de responsabilidad de los contribuyentes y hacer que las DAO y sus comunidades cumplan con los impuestos, la banca y el empleo a nivel mundial y local. a16z tiene algunas [buenas propuestas](#) sobre [cómo crear entidades](#) legales DAO como asociaciones sin fines de lucro no incorporadas que pueden tener



subestructuras flexibles y en silos (LexNode se hizo eco [de algunas de las mismas ideas](#)), y Wyoming tomó la iniciativa [nacional en esto ya con su reconocimiento](#) de las DAO como un tipo de LLC. (¡Dato curioso! ¡Wyoming fue el primer estado en reconocer la LLC real! En 1977. El IRS tardó 11 años en reconocer el estado también). Este también será un requisito para la mayoría de DAO a DAO o DAO a negocios contrato de trabajo también.

Dado lo agresiva que esta administración ha sido hasta ahora con las criptomonedas, espero que también adopten un enfoque similar de línea dura hacia las DAO no incorporadas. Por lo tanto, registrarse en los EE. UU. no se tratará solo de cumplir con los requisitos de informes, pagar impuestos individuales y presentar divulgaciones, sino también abrir el token central que responsabiliza a los desarrolladores individuales en caso de que las autoridades determinen que se trata de sociedades generales que emitieron valores no registrados. No culpo a los equipos por mudarse fuera de los Estados Unidos.

(Lectura obligatoria: [a16z Framework, El LAO](#)) _____

9. Los nuevos asignadores de capital

Dediqué un poco de tiempo a hablar sobre los DAO de creadores y los clubes sociales en la sección sobre NFT, así que los pasaré por alto aquí y, en cambio, pasaré las dos últimas secciones de este informe enfocadas en dos tipos de DAO particularmente transformadores: Venture DAO, y DAO de curación.

En las DAO de riesgo, la única restricción al crecimiento será de naturaleza legal y reglamentaria. El memorando original "este token es definitivamente una seguridad" era "The DAO" sí mismo. La [demanda](#) en ese vehículo de inversión comunitaria original demostró cuánta demanda había (incluso entonces) de vehículos de inversión comunitaria accesibles más allá de la comunidad cerrada de terrenos de inversionistas acreditados. Desde entonces, se han realizado esfuerzos para iterar en el modelo Venture DAO y hacerlo, bueno, legal. Metacartel socializó el proceso de inversión de tokens y ofreció un vehículo que allanó el camino para incentivos fluidos de GP (más trabajo = más recompensas). El grupo puede invertir en cualquier cosa que pueda tokenizarse: criptomonedas, empresas, NFT, otras DAO, licencias de bienes raíces virtuales, lo que sea. Es una especie de flexibilidad en la especulación que simplemente no existe en el "mundo real" y probablemente no pueda existir en los EE. UU. sin actualizaciones a nuestras leyes de valores centenarias. Si observa cuán aislada es la comunidad criptográfica, es casi seguro que también sea el futuro. Los fundadores invierten en otros fundadores por razones estratégicas: buena voluntad e intereses alineados en asociaciones, mantenerse al día con las tendencias emergentes, mantenerse en la mente de otros proyectos emergentes, etc.

Hoy, los capitalistas de riesgo [están invirtiendo en DAO. O DAO de DAO](#). O registrarse como [asesores de inversiones](#) para eliminar los grilletes de la SEC que impiden que los VC se vuelvan criptográficos completos. Los inversores de última etapa están [llegando a la Serie R](#). Los inversionistas en etapa inicial se están moviendo hacia [vehículos de capital permanente](#). Es casi como si el dinero inteligente supiera que los mercados de capital son dinámicos y evolucionan rápidamente. Los DAO de riesgo ya están de moda y, salvo un revés regulatorio global, apostarí a que uno de los AUM VC más activos y más grandes es un DAO para 2025.

También hemos comenzado a ver que las fusiones y adquisiciones de DAO cobran fuerza. La próxima frontera sería la adquisición de una empresa Web2 a una empresa Web3.

(Lectura obligatoria: [El futuro del capital de riesgo, DAO de riesgo: Tan caliente ahora mismo](#)) _____



10. Los nuevos curadores de información

"Internet construyó Wikipedia, sin ningún incentivo económico. No subestimes lo que Internet puede construir como DAO".

-[Jesse Walden](#), Variante

Si nos ha estado siguiendo a Messari y a mí por un tiempo, sabe que soy optimista sobre la curación de información basada en tokens. La primitiva de registro curada por token v1 tenía algunas fallas, pero en general, los mercados de curación podrían reemplazar los algoritmos centralizados impulsados por anuncios, mejorar la acreditación y la señalización social, reducir el trabajo redundante de bajo valor y financiar colectivamente el trabajo único de alto valor en información. servicios.

Comencemos con la premisa más importante: los mercados de curación pueden crear incentivos para la calidad del crowdsourcing para una comunidad alineada con la misión. "¡La calidad es muy subjetiva!" dices, y eso es cierto: la gente parece disfrutar realmente de los golpes de dopamina (¿o cortisol?) que obtienen de sus hábitos actuales de consumo de medios, razón por la cual tenemos estas fuentes de información azucaradas y de bajo valor nutricional en primer lugar. Pero hay tres cosas que web3 hace un poco diferente que alteran esto.

1. Crea incentivos para datos portátiles y abiertos generados por los usuarios. Rompiendo los datos de las empresas de la Web 2.0 silos abrirá un universo de posibilidades.
2. Te permite reflexionar sobre lo que quieres curar en un momento dado: "oye facebook, hazme feliz, hazme nostálgico, inspírame, infórmame, muéstrame las teorías de la conspiración y todos los hechos de este caso".
3. Los DAO le permitirán alinearse con una tribu o un amplificador de señal individual y crear una curada mercado de la información en torno a esa entidad.

Eso abre las posibilidades de alternativas a la Búsqueda de Google que se parece menos al rango de página y más a un feed personalizado. O para alternar los filtros de información según su estado de ánimo. O que te paguen por ser un mentiroso en un establecimiento mediático de la posverdad. Substack ya ha monetizado el contenido de formato largo de la dark web intelectual. ¿Que sigue?

Algunos de los proyectos de creación de contenido que me entusiasman son PubDAO, cuyo objetivo es construir una [Associated Press descentralizada](#). (¡No necesitas 100 versiones de la misma noticia básica!) Ahí está [Messari's Hub](#) y [Analista DAO](#) para la investigación [descentralizada](#) de tokens. Y [sin bancoDAO](#) está realizando un trabajo pionero de [crowdsourcing](#) en varios canales y verticalizando la cobertura criptográfica en toda su comunidad (Art, DeFi, DAO). Como mencionamos anteriormente, estamos comenzando a ver más experimentos sobre cuánto [tiempo se financia el contenido](#). vía Espejo.

Quando se trata de fuentes de datos cuantificables, las perspectivas son igualmente emocionantes. The Graph convirtió un modelo curado por tokens en una plataforma de indexación de datos blockchain descentralizada multimillonaria. Para métricas de token, está [MetricsDAO](#) por Flipside, y [seguro que veremos DuneDAO](#) pronto. Proyectos como [IndexCoop](#) han hecho posible que curadores y proveedores de información aprovechen sus fortalezas curativas y comunidades para proponer índices discrecionales de baja elevación que impulsan [nuevos instrumentos sintéticos](#). Estas son cosas que simplemente no son [posibles en los mercados financieros](#) regulados, o si lo son, toman años y millones de dólares para producir efectivamente. Fuera de las criptomonedas, Balaji también ha estado pensando en las recompensas de creación de contenido más allá de las criptomonedas, proponiendo una competencia para crear un [tablero de inflación de colaboración colectiva](#).

Escribí en 2017 cuando presentamos Messari al mundo que el "Bloomberg de Crypto" no sería una empresa, [sino una red](#). Como industria, [finalmente tenemos las herramientas para hacerlo realidad](#).



BONIFICACIÓN: Lo que yo quiera

1. Por qué debes escribir	162
2. Sin vacas sagradas	163
3. Mi dieta de la información	163
4. Consejos y trucos de productividad	163
5. Consejos de vida	164



Sección adicional: cinco pensamientos de despedida

Aquí es donde estoy enterrando el verdadero alfa y las tomas controvertidas. Guerra fría con China y la inminente balcanización de EEUU y Occidente. El futuro de nuestro ejército en ruinas y cancelar la cultura. Mis pensamientos sobre todos los temas de las vacas sagradas. Mi carrera de 2024 para el cargo. La destrucción necesaria y total de los principales medios de comunicación. Y mi opinión más controvertida, que es que debes trabajar duro sin descanso, callarte y construir, y ganarte tus galones en el mundo.

Es una broma. No escribí 180 páginas para que me cancelaran al final. Tal vez con cervezas.

Tengo algunos pensamientos finales para cualquier persona interesada en cómo funciona y procesa el mundo el horrible mono dentro de mi mente, dentro y fuera de la criptografía.

1. Por qué debes escribir.

Me han preguntado cómo puedo escribir este informe anual y seguir dirigiendo una empresa. Como dije en la introducción, este es un buen activo de marketing para atraer [clientes empresariales](#), socios y [reclutas](#); debería impulsar una buena conversión a nuestro producto Pro ([ejem](#)); y funciona como mi sesión anual de ideación de producto y inmersión profunda en criptografía. "¿Qué me perdí y hacia dónde nos dirigimos?"

Te devuelvo la pregunta: ¿cómo puedes sobrevivir al caos criptográfico de hipercrecimiento distribuido globalmente y remoto sin escribir bien? La lectura me ayuda a identificar los puntos ciegos, pero es la escritura la que me ayuda a concentrarme y racionalizar mis pensamientos.

Ya sea en código o en prosa, debes mejorar tu escritura.

Un buen código comunica elegantemente sus ideas a las computadoras y escupe productos que deleitan a los usuarios. La buena prosa comunica con elegancia tus ideas a otros humanos, induciendo nuevas ideas en sus cabezas (a través de memes) y, si lo estás haciendo bien, convirtiendo a los misioneros a tu causa. Nic Carter escribió el [mejor artículo que leí este año](#). [On Writing](#), que probablemente no sea coincidencia que sea el [título del libro de Stephen King](#) [Se lo recomiendo a todos los nuevos](#) escritores profesionales. Nic es el mejor escritor de criptografía. The Theses es mi participación anual en la competencia por el segundo lugar. Voy a robar su gráfico de cierre de "Sobre la escritura" aquí:

"Para mí, la lucha de escribir es principalmente una de vanidad versus utilidad. Ser conciso es difícil. Requiere deshacerse dolorosamente del texto por el que ha sudado y trabajado. Ser lo suficientemente humilde como para estar dispuesto a transmitir ideas a la cabeza de sus lectores a expensas de demostrar su habilidad con las palabras: ese es el desafío. Pero como con todo ascetismo, hay una alegría sublime en la moderación. Los mejores escritores deben aprenderlo. Escribir es para el lector, después de todo".

Espero que estas páginas hayan sido útiles, entretenidas y solo parcialmente autoindulgentes.



2. Sin vacas sagradas.

Cuando se trata de aprender, no hay vacas sagradas. Lo mismo ocurre con la criptografía. La mejor cita del año provino de un joven analista estafador que conozco que rechazó Bitcoin a fines del año pasado porque estaba optimizando para ganar dinero, "no ganando un concurso de pureza". Ese analista tenía mucha, mucha razón el año pasado, y valió la pena.

No voy a exponerme a la cancelación yendo número por número, pero cuando se trata de escritores, creo que [Bari Weiss](#) y [Glenn Greenwald](#) son dos de los últimos buenos periodistas que quedan.

(Gracias a Dios por substack). En general, trato de leer todo lo que está en sus listas de "libros prohibidos" y luego encuentro el contrapunto más convincente. A veces, el libro prohibido es una loca teoría de la conspiración. A veces, es alfa (ejem, cobertura temprana de COVID). Pero no hay vacas sagradas si estás en el proceso de aprender sobre un tema. Tienes que ser de mente abierta, pero apégate a [tus armas](#) una vez que tenga la información que necesita.

3. Mi dieta de la información

Aquí hay un volcado mental de flujo de conciencia de las cosas más importantes que he leído, internalizado y compartido en el último año:

[Construir cosas](#).... Si estás pensando demasiado, escribe. [Si no está pensando, lea](#)... Su jefe está [cansado de ser su gerente](#). [\(Cómo te las arreglas\)](#)... "No sigas tu pasión. Seriamente. [No sigas tu pasión](#). Es probable que tu pasión sea más tonta e inútil que cualquier otra cosa. Tu pasión debe ser tu hobby, no tu trabajo. Hazlo en tu tiempo libre. En cambio, en el trabajo, busca contribuir. Encuentre la parte más activa y vibrante de la economía que pueda y descubra cómo puede contribuir mejor y más. Hazte valioso para las personas que te rodean, para tus clientes y compañeros de trabajo, y trata de aumentar ese valor todos los días"... Aprende [la Cadencia](#) de una startup de SaaS, lecciones de [la inversión en software vertical](#), y [cómo trabajar al revés](#)... Examine el canon criptográfico y aprenda a amar a [Lord Vitalik](#) (web3), [Rey Arturo](#) (mercados) y [Nic Carter](#) (bitcoins). Son [los escritores de criptografía](#) de CABRA. Bankless es el rey de las [cápsulas criptográficas](#). Activa las notificaciones de [Balaji](#) y [Punk6529](#). Eso es todo.

4. Consejos y trucos de productividad

El truco de productividad más importante que recomiendo es mantener cero informes directos que no sean increíblemente organizados, comunicativos y capaces de administrar. Tengo la suerte de haber encontrado personas buenas y trabajadoras que comparten mi visión del futuro y me ayudan a enfocarla mejor cada día, teniendo en cuenta el hecho de que hay algunas cosas en las que simplemente nunca mejoraré, independientemente de mis mejores esfuerzos. Es decir, gracias al equipo de Messari (especialmente, [Ben](#), [Dirán](#), [Emilio](#), [eric](#), [Florencio](#), y [Maartje](#)) por aplastarlo en las pocas [semanas que estuve esencialmente ausente mientras](#) escribía este informe.

Aquí hay algunos otros hábitos con los que (intento) vivir, para bien y para mal.

Comunicaciones: no tengo Superhuman, pero vivo con el botón de repetición de Gmail y la configuración de múltiples bandejas de entrada, que tiene un propósito similar. También utilizo listas de twitter ancladas, mantengo DM abiertos, filtro de forma maníaca, cancelo la suscripción, informo y bloqueo mensajes no solicitados o negativos en twitter y correo electrónico. He limitado significativamente mi tiempo en Telegram y Discord este año, y estoy más feliz por eso. Slack para el equipo, correo electrónico para negocios, twitter y señal para jugar. Eso es todo. (Actualización: estoy empezando a volver a Discord ahora que se alinea con nuestro nuevo producto (lanzamiento la próxima semana)).

Reuniones: Trato de limitar las reuniones internas al 20 % de mi tiempo por semana, lo cual no está mal cuando sumas el equipo de liderazgo semanal y las sincronizaciones de reclutamiento, todas las manos cada dos semanas y 1:1 con directo.



informes, reuniones mensuales del equipo funcional en ocho grupos diferentes, reuniones trimestrales de nivel de omisión y otras sincronizaciones diversas de estrategia, producto y recursos humanos que surgen en el curso normal de escalado. Crypto ha escalado mucho este año. No tengo ni idea de lo que estoy haciendo... Nunca he dirigido una empresa de este tamaño, pero ese es el punto. Mi equipo sigue siendo pequeño. Aprendí mucho del Manual de alto crecimiento de Elad Gil. ¡Gracias, Elad!

Transparencia: mi calendario personal es público para que lo vea todo el equipo, por lo que, en general, todos pueden ver dónde paso el tiempo y cuándo estoy disponible. También saben que generalmente trabajo de 8 a 6 con rigidez en ambos lados de eso (¡sí, niños!), Además de noches y fines de semana aquí y allá (ya no tengo 20 años). Siempre busco consejos para llevar a cabo reuniones más productivas, especialmente porque la naturaleza de las reuniones está cambiando a medida que continuamos escalando en un primer mundo remoto. El compromiso remoto primero es mi prioridad número 1 para 2022, ya que todos estamos aprendiendo cómo equilibrar la nueva normalidad posterior a COVID. De nuevo, envíame ideas!

Mente, cuerpo, alma: he tenido instalado Headspace en mi pantalla de inicio durante cinco años y lo he usado ~ 11 veces. Por favor, aplauda. También aprendí que duermo muy bien por la noche cuando leo libros antes de acostarme y apago mi teléfono sin terminar mi día en Twitter. Incluso lo he hecho con éxito tres o cuatro veces, y he completado el primer capítulo o dos de docenas de libros. Lo sé, soy un dios entre los hombres. También golpeo cosas varias veces a la semana si quieres desafiarme. No, en serio, puedes desafiarme aquí. (Gracias, Fightcamp.)

5. Consejos de vida

Esto es probablemente obvio, pero no sé lo que estoy haciendo y tú tampoco. Pero si tienes la suerte de hacerlo: cástate, ten hijos, muévete a los suburbios. (Eventualmente.) No le importará una m*erda las fluctuaciones del 5% en el mercado cuando su día termine con un niño de cinco años riéndose de uno de sus pedos, un niño de tres años contándole una historia a través de una oración de tres minutos y un niño de un año semidesnudo que te ataca de rodillas durante tu última llamada de zoom del día.

Si estás leyendo esto, eres (con suerte) un [multimillonario del tiempo](#). Eso no cambia el hecho de que estás en [The Tail End](#) . de muchas de [tus relaciones](#) (leo este post una vez al año), y que siempre es Día 1 / [todo está bajo tu control](#).

Ahora a jugar con mis hijos. Me lo he ganado, familia. ¡Felices vacaciones!

[-LCT](#)

About Messari

Founded in 2018, Messari is crypto's leading market intelligence platform and trusted portal providing the most reliable data and research products and services for professionals looking to make the most informed crypto decisions.

Driven to bring transparency and smarter qualitative and quantitative analytics to the industry, Messari provides a global research database alongside a comprehensive suite of leading indicators, tools, and screening capacities geared towards all ecosystem participants and institutions alike. To learn more, visit: messari.io

Disclaimers

The contents of this report were created by employees of Messari, Inc. This report reflects the opinions of the authors and does not represent the opinion of Messari, Inc. The authors may hold cryptocurrencies named within this report.

This report is meant for informational purposes only. It is not meant to serve as investment advice. You should conduct your own research, and consult an independent financial, tax or legal advisor before making any investment decisions. Past performance of any asset is not indicative of future results. Please see our terms of use for more information.

Advertising and sponsorship do not influence editorial decisions or content. Third party advertisements and links to other sites where products or services are advertised are not endorsements or recommendations by Messari. Messari is not responsible for the content of the ads, promises made, or the quality or reliability of the products or services offered in any third party advertisement.



M E S S A R I

Mittleman Global Value Equity Fund – Clase P

Informe trimestral - Q4 2021

Comentario1

El Mittleman Global Value Equity Fund (MGVEF) avanzó un 3,9 % en el cuarto trimestre de 2021, frente a un aumento del 6,0 % en el MSCI ACW Net Total Return Index.

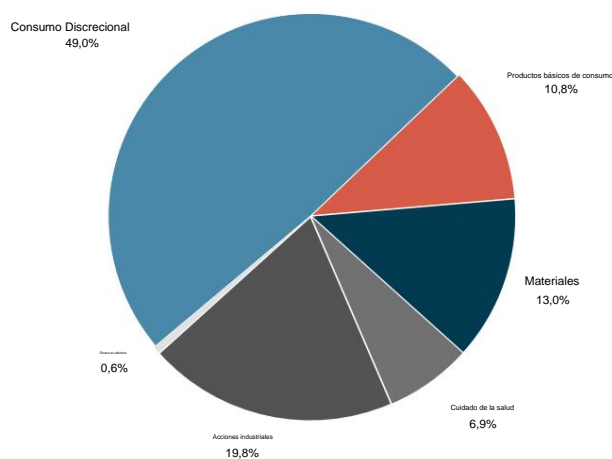
Los tres principales contribuyentes al rendimiento del cuarto trimestre de 2021 fueron Aimia Inc. (AIM CN): USD 3,41 a USD 3,91 (+14,7 %), Revlon Inc. (REV): USD 10,11 a USD 11,34 (+12,2 %) e International Game Tech. (IGT): \$26.32 a \$28.91 (+10.6% c/divd).

Los tres detractores más impactantes del desempeño del cuarto trimestre de 2021 fueron el Grupo AMA (AMA AU): USD 0,32 a USD 0,31 (-2,5 %), ABS CBN Holdings Corp. PDR (ABSP PM): USD 0,26 a USD 0,23 (-11,7 %), y Greatview Aseptic Packaging (468 HK): USD 0,372 a USD 0,366 [-1,9 %].

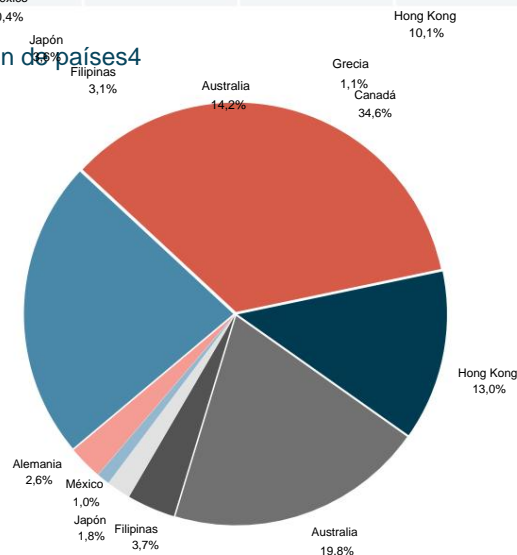
Detalles del fondo	
Índice	Índice MSCI All Country World (ACWI) Rentabilidad total neta en AUD
Fecha de inicio del fondo	13 junio 2017
Fecha de inicio de la clase P	13 de octubre de 2017

Rendimiento2 – 31 de diciembre de 2021			
	MGVEF (Clase P)	Índice (AUD)	Exceso de rentabilidad Canadá 35,8%
1 mes	4,8%	1,4%	3,4%
3 meses	3,9%	6,0%	(2,1%)
1 año	26,9%	25,8%	1,1%
2 años pa	8,9%	15,4%	(6,5%)
3 años pa	4,9%	19,1%	(14,2%)
Desde el inicio3	4,4%	14,9%	(10,5%)

Asignación sectorial4



Asignación de países4



- Los valores aquí identificados y descritos no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para MGVEF. El lector no debe suponer que una inversión en los valores identificados fue o será rentable. No hay garantía de que los valores mencionados en este documento permanecerán en la cartera en el momento en que reciba este informe, o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. No puede haber garantía de que se lograrán los objetivos de inversión. Todos los montos en dólares dentro de este informe están en USD a menos que se indique lo contrario.
- Las cifras de rendimiento se presentan en AUD sobre una base neta antes de impuestos y suponen la reinversión de las distribuciones. El rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Las cifras de la tabla pueden no sumar correctamente debido al redondeo.
- Desde el inicio, los rendimientos se anualizan y se calculan a partir del 13 de octubre de 2017. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.
- Las tenencias de cartera, la asignación por países y la asignación por sectores de MGVEF son al 31 de diciembre de 2021 y están sujetas a cambios y no deben considerarse como recomendaciones de inversión para negociar valores individuales. La asignación por países no incluye efectivo.

Las 10 principales participaciones⁵

A 31 de diciembre de 2021		
Existencias	País	Peso
Aimia	Canadá	24,0%
Grupo AMA	Australia	19,8%
Envasado aséptico Greatview	Hong Kong	13,0%
Revlon	<small>Estados Unidos</small>	10,8%
Cineplex	Canadá	10,6%
Tecnología internacional de juegos	<small>Estados Unidos</small>	9,7%
ABS-CBN Holdings Corp.	Filipinas	3,7%
Bayer	Alemania	2,6%
viatris	<small>Estados Unidos</small>	2,4%
CMIC Holdings Co Ltd	Japón	1,8%

Revisión trimestral de inversiones⁷

La disciplina de inversión global orientada al valor a la que MIM se ha adherido desde su inicio en 2003 parece estar volviendo a ser popular a trancas y aprietos, y es bueno sentir que comienza a soplar un poco de viento a favor, recuperando algunos seguidores a medida que aumentan las tasas de interés junto con la inflación, factores que a menudo se han asociado con el rendimiento superior de las estrategias de valor. MIM espera que el retorno al rendimiento superior de su estilo de inversión de valor global, que comenzó en noviembre de 2020 con el mejor mes de rendimiento de su historia (+42,9 %, USD), todavía esté en las primeras entradas.

Aimia continúa avanzando en su estrategia de invertir en empresas públicas y privadas para generar retornos superiores para sus accionistas.

En el cuarto trimestre de 2021, el precio de las acciones de Aimia subió un 14,3 % y en el año subió un 19,9 % (todo en CAD). Desde las primeras compras de acciones de Aimia por parte de MIM a fines de mayo de 2017, muchas cosas han cambiado y esos cambios han generado beneficios significativos para todos los accionistas de Aimia. Si bien MIM tiene información privilegiada ahora y ya no puede comentar mucho sobre las acciones, basta con decir que cree que queda un valor significativo por realizar en Aimia, tanto por la valoración del mercado que se acerca al valor razonable a medida que crece la confianza en su rendimiento, como por el aumento del valor razonable en los negocios en los que Aimia ha invertido a medida que aumentan de valor con el tiempo. En octubre de 2021, Aimia confirmó que estaba en conversaciones con Aeroméxico con respecto a una posible transacción de PLM que, si se consuma con éxito, generaría ganancias sustanciales para la compañía. En diciembre de 2021, Aimia anunció una inversión adicional de 31,6 millones de dólares canadienses en TRADE X, una plataforma global de comercio transfronterizo de automóviles B2B. Trade X está creciendo a un ritmo notable a medida que expanden su alcance de mercado a través de adquisiciones y hacen crecer su plataforma comercial a otros países. Aimia sigue siendo una posición muy importante para MIM, sin embargo, el riesgo de concentración se ve mitigado por la diversidad de activos dentro de Aimia y su balance de caja neto. Para obtener más información sobre Aimia, consulte su sitio web: <https://www.aimia.com/about-us/>

Estadísticas de cartera⁶

A 31 de diciembre de 2021		
	MGVEF	Índice
Capitalización de mercado promedio ponderada	2.717 millones de dólares estadounidenses	23.883 millones de dólares estadounidenses
capitalización de mercado mediana	465 millones de dólares estadounidenses	6.575 millones de dólares estadounidenses
VE/EBITDA	6,9x	13,8x
Precio/FCL	11,0x	19,6x
Rendimiento del flujo de caja libre	9,1%	5,1%
Número de valores	11	2,966

Revlon, aunque subió lo suficiente como para convertirse en el segundo trimestre con mejor desempeño en el último trimestre, todavía estaba revolcándose esencialmente alrededor del nivel de \$ 10 donde comenzó el trimestre, a pesar de un breve aumento a \$ 17.65 a principios de noviembre debido a actividad aparentemente especulativa (las acciones de memes / A la mafia de Reddit le han gustado las acciones ilíquidas de Revlon y periódicamente juegan con ellas). La empresa sigue estando sobreapalancada, aunque ha progresado en la mejora de las ventas y los márgenes y, por lo tanto, en el desapalancamiento.

MIM comenzó a comprar Revlon a alrededor de \$10 en diciembre de 2010 y disfrutó de una buena racha durante los primeros cinco años, un período durante el cual el negocio funcionó bien. MIM vendió algunas acciones a alrededor de \$40 en 2015 (solo alrededor del 20% de la posición de MIM, pensando que las acciones valían más de \$60 en ese entonces), pero 2015 marcó el último año en el que exhibió lo que MIM considera economía normal para este negocio.

(65% margen bruto, 20% margen EBITDA, 3% cap-ex de mantenimiento).

Entonces, si bien han pasado seis años desde ese pico interino en el rendimiento comercial y el precio de las acciones, y algunos resultados anormales y enormemente decepcionantes en el período intermedio, MIM cree que la calidad del negocio permanece en gran medida intacta, con los resultados del tercer trimestre de 2021 volviendo a la economía normal. (58% margen bruto, 17% margen EBITDA).

La venta de una parte o la totalidad de la empresa también sigue siendo una buena posibilidad. MIM considera que Revlon tiene un valor de \$ 27, 2,4 veces su precio de fin de año de \$ 11,34, con un EBITDA de \$ 350 millones 14 veces para 2022.

Hay una serie de ejemplos de empresas de marcas de consumo de alta calidad con un historial de resistencia de varias décadas que atraviesan períodos prolongados de bajo rendimiento antes de encontrar una manera de rejuvenecerse. Por supuesto, no todas las grandes marcas de consumo recuperan su antiguo esplendor, como la cerveza Schaefer, pero MIM cree que Revlon (y sus otras marcas propias, Elizabeth Arden, Almay y American Crew, entre otras) tienen la resistencia comprobada de varias décadas a partir de la cual puede surgir un resurgimiento. Y aunque Revlon es multinacional (50 % de las ventas fuera de los EE. UU.), el principal mercado estadounidense de cosméticos de color se está recuperando con fuerza de la caída sin precedentes de 2020.

Por tercer trimestre consecutivo, **International Game Technology**

estuvo entre los tres principales contribuyentes a los resultados de la cartera. La compañía restableció un dividendo en efectivo y anunció su primer programa de recompra de acciones en el cuarto trimestre. Si bien ambas iniciativas son modestas en

5. Las tenencias de cartera, la asignación por países y la asignación por sectores de MGVEF son al 31 de diciembre de 2021 y están sujetas a cambios y no deben considerarse como recomendaciones de inversión para negociar valores individuales. La asignación por países no incluye efectivo. Los valores aquí identificados y descritos no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para MGVEF. El lector no debe suponer que una inversión en los valores identificados fue o será rentable. No hay garantía de que los valores mencionados en este documento permanecerán en la cartera en el momento en que reciba este informe, o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. No puede haber garantía de que se lograrán los objetivos de inversión.

6. Las estadísticas de la cartera se informan en USD y son al 31 de diciembre de 2021. Las estadísticas se actualizan en el informe al final de cada trimestre.

7. Los valores aquí identificados y descritos no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para MGVEF. El lector no debe suponer que una inversión en los valores identificados fue o será rentable. No hay garantía de que los valores mencionados en este documento permanecerán en la cartera en el momento en que reciba este informe, o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. No puede haber garantía de que se lograrán los objetivos de inversión. Todos los montos en dólares dentro de este informe están en USD a menos que se indique lo contrario.

cantidad son un buen comienzo dado lo baratas que siguen siendo las acciones en 7.7x EBITDA y 11x FCF. El negocio de lotería de IGT demostró su resiliencia durante la pandemia y continúa experimentando un fuerte crecimiento. El negocio de las máquinas tragamonedas también se ha estabilizado y las apuestas deportivas proporcionan un viento de cola de una gran historia de crecimiento secular que se subestima con IGT. Su tecnología "PlaySports" es la columna vertebral de 50 operaciones de apuestas deportivas de EE. UU. en 17 estados, incluida la casa de apuestas deportivas minorista y móvil para Resort World Las Vegas, y están detrás de escena en muchos otros operadores de alto perfil. MIM aumentó su estimación del valor justo de IGT a \$39 durante el cuarto trimestre de \$38 por acción en el tercer trimestre (anteriormente \$29), lo que aplica el mismo múltiplo EV/EBITDA objetivo de 9x sobre la estimación de EBITDA de 2022 en \$1600 millones y capitalización de mercado. a FCF múltiplo de 14x estimado de \$550 millones en FCF para 2022, pero con una deuda neta ligeramente menor.

MIM cree que su estimación es conservadora, ya que el negocio de lotería de Scientific Games (SGMS), el par más cercano de IGT, se vendió recientemente a Brookfield Asset Management por 12 veces el EBITDA (\$ 6B / \$ 500M EBITDA), y no parece ser un mejor negocio que la lotería de IGT. negocio (que es el 80% del EBITDA total de IGT). <https://www.gamingintelligence.com/finance/manda/146780-scientific-games-to-sell-lottery-business-to-brookfield-business-partners/>.

Aplicar el mismo múltiplo de 12x al EBITDA de lotería de IGT aumentaría el valor de las acciones de IGT a alrededor de \$55 por acción, muy por encima del objetivo de \$39 de MIM y el precio de fin de año de \$29.

En cuanto a los tres principales detractores del rendimiento en el cuarto trimestre de 2021, **AMA Group**, la compañía de reparación de colisiones de automóviles más grande de Australia y Nueva Zelanda, lideró el grupo, pero solo bajó ligeramente en la debilidad de la variante COVID Omicron (menos conductores en la carretera, menos accidentes) en el transcurso del cuarto trimestre. MIM discutió su tesis en Q3 Investment Review, por lo que no se repetirá aquí nuevamente, pero cree que permanece intacta. Las tendencias de movilidad muestran que los conductores vuelven a la carretera y deberían continuar a medida que el negocio comienza a volver a la normalidad. Escriba "Australia" en el sitio web de movilidad de Apple.com y verá que la conducción es un 30 % superior a la línea de base anterior a la COVID, lo que implicaría un retorno mucho más rápido a las ventas anteriores a la COVID para AMA de lo que MIM cree que se refleja actualmente en las estimaciones de consenso. . <https://covid19simple.com/movilidad>.

Desde el precio de fin de año de AMA Group de 0,43 dólares australianos (0,31 dólares estadounidenses), MIM ve un potencial alcista del 79 % hasta su valor razonable estimado de 0,77 dólares australianos. $A\$0,77 = 10x \text{ EBITDA}_{A\$}$ (anterior a AASB 16) (estimado para CY2023) de $A\$100M$ (10% de margen en $A\$1B$ de ventas) = $A\$1B$ menos deuda neta de $A\$100M$ (excluyendo conversiones) menos $A\$20M$ interés minoritario = 880 millones de dólares australianos capital / 1142 millones de acciones (totalmente diluidas para conversiones) = 0,77 dólares australianos por acción Valor de capital = 17,6x FCF est. de 50 millones de dólares australianos.

Las ventas del año fiscal 2021 de AMA Group de A \$ 920 millones representan una participación de mercado del 13% al 15% de los ingresos totales de la industria en su estimación de A \$ 6B a A \$ 7B anualmente. MIM estima que AMA tiene 15 veces el tamaño (en ventas) de su siguiente competidor más cercano. En perspectiva, en comparación con la participación de mercado de aproximadamente el 14 % de AMA, los 3 principales operadores en América del Norte (Calibre, Boyd/Gerber/Service King) no suman tanto en términos de participación de mercado porcentual agregada. AMA es un resumen que sigue la plantilla de Boyd Group Services (BYD CN, C\$200), una empresa canadiense que ha estado implementando esa industria en Canadá y EE. UU., generando un retorno total CAGR del 35 % para sus accionistas en el pasado. 10 años.

El segundo mayor detractor del rendimiento en el cuarto trimestre fue **ABS CBN Holdings Corp. PDR**. La tesis original de MIM para ABS CBN estaba equivocada, es decir, que una cancelación amenazada pero descaradamente política de la emisora de televisión más popular del país demostraría

demasiado impopular políticamente para intentarlo. Desafortunadamente, eso fue lo que sucedió el 22 de julio de 2020 cuando no se renovó la franquicia de transmisión de la empresa, lo que eliminó aproximadamente la mitad del negocio de la empresa (el resto es banda ancha y producción de contenido). La opinión alternativa de MIM era que la población no toleraría no poder ver sus programas favoritos durante mucho tiempo y buscaría verlos en el OTT de ABS-CBN u otras ofertas, y también que los activos de banda ancha y contenido cubrirían a la baja.

La estimación actual de MIM asume un regreso a las operaciones normales en 2023, y el precio de las acciones debería anticiparlo con mucha anticipación. Las próximas elecciones presidenciales en Filipinas son el 9 de mayo de 2022 y Duterte no puede ser reelegido. A pesar de haberse equivocado acerca de la renovación de la franquicia de transmisión, MIM señaló que "... incluso si ocurriera [la cancelación de la licencia de transmisión], ABS-CBN podría transmitir su programación en los canales de una emisora competidora, por una tarifa, por supuesto, que afectaría enormemente las ganancias, pero tal resultado ya está más que reflejado en el precio de las acciones". Eso está sucediendo, por lo que están sacando su programación.

allí con ofertas de horario de bloque en TV-5 y otro canal. ABS-CBN es una colección dominante de propiedades de medios, con décadas de trayectoria. En un país de tan rápido crecimiento, no debería cotizar en el mercado abierto por menos de 4x EBITDA normalizado hoy, cuando compañías similares en mercados desarrollados de crecimiento más lento cotizan por alrededor de 7x a 10x EBITDA y más. Obviamente, la gran ventaja aquí depende de un regreso a la normalidad. Una vez que disminuya el castigo político, MIM cree que las acciones deberían más que triplicarse desde el precio de fin de año de USD 0,23 (PHP 11,92). Sin embargo, incluso si ABS-CBN nunca vuelve a su modo normal de operación, los activos de banda ancha y contenido por sí solos justifican con creces el precio actual, por lo que MIM cree que es una gran relación riesgo/recompensa.

La empresa posee una participación del 57,4% en la empresa privada de televisión por cable Sky Cable, que tiene una participación de mercado del 47% en el segmento de televisión de pago de Filipinas. Han discutido la posibilidad de atraer a ese público en algún momento para financiar la rápida expansión de su negocio de banda ancha líder en el mercado, pero ahora podría servir como un bote salvavidas de liquidez si el cierre de la transmisión persiste demasiado tiempo. También tienen una oferta OTT simple a Netflix, que está ganando suscriptores rápidamente en una región donde a Netflix le está yendo muy bien pero no fue el primero en moverse. ABS-CBN y su competidor cercano GMA7 dominan la producción de contenido local, mientras que Netflix proporciona el contenido de Hollywood. ABS-CBN está controlada por la familia fundadora López, que posee una participación del 55 % a través de una sociedad de cartera controlada por la familia, López Holdings (LPZ:PM). El graduado de Harvard, Oscar López, fundó la empresa en 1956.

El tercer mayor detractor del desempeño fue **Greatview Aseptic**, uno de los dos únicos juegos puros que cotizan en bolsa en el segmento de rápido crecimiento de la industria del empaque, el empaque aséptico, que se usa principalmente para leche y refrescos sin gas como jugos. Los resultados de la empresa en 2021 se vieron gravemente presionados por los mayores costos de las materias primas y los costos de flete/envío. Los aumentos de precios en los costos de las materias primas de Greatview (productos básicos como cartón líquido, polietileno y aluminio) deberían trasladarse en gran medida a los precios de los clientes en el futuro y los márgenes deberían permanecer en un rango normal a largo plazo, incluso si los precios siguen siendo altos. La empresa tiene un balance sin deudas, una rentabilidad por dividendo del 8,7 % y MIM cree que las acciones representan un riesgo excepcional/recompensa a una valoración increíblemente barata de menos de 5 veces el EBITDA estimado para 2022. El 20 de enero de 2022, las noticias informan que el mayor accionista de Greatview, Jardine Matheson (JM:SP), con una participación del 28,2 %, estaba considerando opciones. Entonces, la empresa podría estar en juego para una adquisición: https://fa.news/articles/jardine_looking_to_sell_28_stake_en_granvista-103713/.

El uso del MSCI ACWI en este documento no se ha seleccionado para representar un punto de referencia adecuado con el que comparar el rendimiento de un inversor en Mittleman Global Value Equity Fund (MGVEF), sino que se ha proporcionado para permitir la comparación de dicho rendimiento con ese de cierto índice de mercado amplio bien conocido y ampliamente reconocido. El MSCI ACWI es un índice no administrado compilado por MSCI. El índice está ponderado por capitalización de mercado y sus rendimientos incluyen la reinversión de dividendos. El índice no tiene en cuenta los costes de transacción ni otros gastos en los que pueda incurrir un inversor al tratar de obtener dichos rendimientos. El índice se tomó de fuentes publicadas y se consideró confiable. No puedes invertir directamente en un índice. Las inversiones realizadas por Mittleman Investment Management, LLC (MIM) para las carteras de sus clientes, incluido MGVEF, difieren significativamente en comparación con este (y cualquier otro) índice en términos de tenencia de valores, ponderaciones de la industria y asignaciones de activos. En consecuencia, los resultados de inversión y la volatilidad diferirán de los del índice de referencia.

Las cifras de rendimiento se presentan en AUD sobre una base neta antes de impuestos y suponen la reinversión de las distribuciones. El rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Las estadísticas de la cartera en la página 2 se informan en USD y son al 31 de diciembre de 2021. Las estadísticas se actualizan en el informe al final de cada trimestre. Todos los montos en dólares dentro de este informe están en USD a menos que se indique lo contrario.

Toda la información proporcionada en este documento tiene únicamente fines informativos y no debe considerarse como una recomendación para comprar o vender valores. Este material no se puede redistribuir sin el consentimiento expreso por escrito de MIM y no constituye una oferta de venta ni la solicitud de una oferta de compra de ningún producto de valor o inversión. Todas las inversiones implican un riesgo, incluida la pérdida del principal. Las empresas o valores específicos que se muestran en esta presentación pretenden demostrar el estilo de inversión de MIM y los tipos de valores en los que invertimos y no se seleccionan en función del desempeño anterior. Los análisis y conclusiones de MIM contenidos en esta presentación incluyen ciertas declaraciones, suposiciones, estimaciones y proyecciones que reflejan varias suposiciones de MIM con respecto a los resultados anticipados que están inherentemente sujetos a importantes incertidumbres y contingencias económicas, competitivas y de otro tipo y se han incluido únicamente con fines ilustrativos. propósitos No se realizan representaciones, expresas o implícitas, en cuanto a la precisión o integridad de dichas declaraciones, suposiciones, estimaciones o proyecciones o con respecto a cualquier otro material aquí contenido. Los valores aquí identificados y descritos no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para MGVEF. El lector no debe suponer que una inversión en los valores identificados fue o será rentable. No hay garantía de que los valores mencionados en este documento permanecerán en la cartera en el momento en que reciba este informe, o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. No puede haber garantía de que se lograrán los objetivos de inversión. El desempeño pasado no garantiza ni indica resultados futuros. Las tenencias de cartera, la asignación por países y la asignación por sectores de MGVEF son al 31 de diciembre de 2021 y están sujetas a cambios y no deben considerarse como recomendaciones de inversión para negociar valores individuales. La asignación por países no incluye efectivo. Las estimaciones en el gráfico al alza del valor razonable reflejan varios supuestos de MIM con respecto a los resultados anticipados que están inherentemente sujetos a importantes incertidumbres y contingencias económicas, competitivas y de otro tipo y se han incluido únicamente con fines ilustrativos. No se hacen representaciones, expresas o implícitas, en cuanto a la precisión o integridad de tales suposiciones, estimaciones o proyecciones.

Mittleman Investment Management, LLC ("MIM") afirma cumplir con los Estándares de rendimiento de inversión global (GIPS®). MIM es un asesor de inversiones registrado en la SEC. El MIM Composite (el "Compuesto") incluye todas las cuentas administradas por separado totalmente discrecionales que siguen la estrategia de inversión de la empresa, incluidas aquellas cuentas que ya no pertenecen a la empresa. La estrategia orientada al valor de MIM es invertir en una cartera concentrada (generalmente con entre 10 y 20 valores) principalmente de acciones ordinarias, sin restricciones en cuanto a la capitalización de mercado, de empresas nacionales e internacionales. El dólar estadounidense es la moneda utilizada para expresar el rendimiento. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Las inversiones realizadas por MIM para MGVEF difieren significativamente en comparación con los índices de referencia en términos de tenencia de valores, ponderaciones de la industria y asignación de activos. En consecuencia, los resultados de inversión y la volatilidad diferirán de los de los índices de referencia.

Este documento ha sido preparado y emitido por Mittleman Investment Management, LLC. (MIM) (AFSL 528365) y está destinado a la información general de 'clientes mayoristas' (como se define en la Ley de Sociedades de 2001). MIM no tiene licencia para prestar servicios financieros a clientes minoristas en Australia. MIM está regulado por la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos de América bajo las leyes estadounidenses, que difieren de las leyes australianas. Fideicomisarios de Equidad Limitada (Fideicomisarios de Equidad) (ABN 46 004 031 298, AFSL 240975) es una subsidiaria de EQT Holdings Limited (ABN 22607 797 615), una empresa que cotiza en la Bolsa de Valores de Australia (ASX:EQT). Equity Trustees es la entidad responsable del Mittleman Global Value Equity Fund (ARSN 161 911 306). Este documento no es una oferta de venta ni una solicitud de ninguna oferta para adquirir intereses en ninguna inversión. La información contenida en este documento es sólo de carácter general. En consecuencia, no se debe confiar en esta información como base para tomar una decisión de inversión, financiera o de otro tipo. Al preparar este documento, MIM no ha tenido en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades de ninguna persona en particular. Antes de tomar cualquier decisión de inversión, debe considerar si la inversión es apropiada a la luz de esos asuntos. Si bien se hace todo lo posible para garantizar que la información de este documento sea precisa, MIM and Equity Trustees no ofrece ninguna garantía en cuanto a la precisión, confiabilidad e integridad de la información de este documento y usted confía en esta información bajo su propio riesgo. En la medida en que lo permita la ley, MIM and Equity Trustees se exime de toda responsabilidad ante cualquier persona que confíe en la información contenida en este documento con respecto a cualquier pérdida o daño (incluidas las pérdidas o daños emergentes), independientemente de su causa, que pueda sufrir o surgir directa o indirectamente. indirectamente con respecto a dicha información. El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. No se garantiza la devolución del capital ni ninguna tasa de rendimiento en particular. Determinación del mercado objetivo de Mittleman Global Value Equity Fund [disponible aquí](#). Una determinación del mercado objetivo es un documento que debe estar disponible a partir del 5 de octubre de 2021. Describe para quién es probable que sea apropiado este producto financiero (es decir, el mercado objetivo) y cualquier condición sobre cómo se puede distribuir el producto a los inversores. También describe los eventos o circunstancias en los que puede ser necesario revisar la Determinación del mercado objetivo para este producto financiero.

Estrategia de inversión

Mittleman Investment Management, LLC (MIM) es un asesor de inversiones registrado en la SEC con sede en Nueva York que busca rendimientos superiores a través de inversiones a largo plazo en lo que considera valores severamente infravalorados, mientras mantiene su enfoque en limitar el riesgo. Invierte en negocios que cree que son franquicias comprobadas con ventajas económicas duraderas, evidenciadas por un historial bien establecido de generación sustancial de flujo de efectivo libre durante ciclos comerciales completos, y solo cuando la valoración muy baja a la que se realiza la inversión proporciona un valor significativo. margen de seguridad. La estrategia orientada al valor de MIM es invertir en una cartera concentrada (generalmente entre 15 y 20 valores) principalmente de acciones ordinarias, sin restricciones en cuanto a la capitalización de mercado, y tanto en mercados desarrollados como emergentes.



<u>Año</u>	<u>MPE Capital</u>	<u>S&P 500TR</u>
2017	18,9%	18,6%
2018	-0,2% 7,3%	-4,4%
2019	25,1%	31,5%
2020	-24,8%	18,4%
2021		28,7%

Los rendimientos se muestran netos de una comisión de gestión del 1,5 % para una cuenta modelo
 Fecha de creación 25 de enero de 2017

Participaciones en cartera (alfabéticamente)

Alfabeto
 Estados Unidos
 Brembo SpA
 Poshmark
 espacio cuadrado
 Wix.com Ltd.

Carta de MPE Capital para todo el año 2021

Para el año terminado el 31 de diciembre de 2021, MPE Capital disminuyó 24.8%. A modo de comparación, el S&P 500 TR ganó un 28,7% durante ese mismo período de tiempo.

MPE Capital cumplió oficialmente cinco años este enero; No puedo creer lo rápido que pasa el tiempo.

Si bien no estoy particularmente entusiasmado con nuestros resultados desde el inicio, soy muy optimista de que el próximos cinco años va a ser muy diferente. He aprendido mucho en los últimos cinco años y he refinado gradualmente mi proceso de inversión. Discutiré algunos de esos aprendizajes en esta carta, así como una nueva inversión que hicimos.

Hace poco estaba leyendo las cartas de accionistas de Amazon de Jeff Bezos, y habló sobre algo que creo que ha sido muy relevante para mi viaje de inversión. Fue sobre el tema de las expectativas y los altos estándares. Estaba dando el ejemplo de un empleado de Amazon que quería aprender a haz una parada de manos independiente perfecta (sin apoyarte contra una pared). Al principio, fue a su estudio de yoga, tomó un taller, pero incluso después de un tiempo parecía que no podía realizar un ejercicio independiente. parada de manos Luego contrató a un entrenador para que le enseñara, supongo que esas personas existen, y lo primero que dijo el entrenador es que la mayoría de la gente piensa que tomará 2 semanas realizar una parada de manos independiente, pero en realidad tomará cerca de 6 meses. de la práctica diaria.

Él contó esta historia para señalar que si no tiene expectativas realistas de cuán difícil es algo, es muy probable que renuncie antes de lograr el éxito, especialmente si se acerca a algo con estándares altos.

Estoy seguro de que muchas personas han intentado perfeccionar una parada de manos independiente durante un corto período de tiempo, solo para finalmente abandonar una vez que no vieron resultados rápidos. Creo que partes de esta historia resuenan conmigo y con mi viaje de inversión. Subestimé cuánto tiempo tomaría y cuánta experiencia se requeriría antes de poder comenzar a generar rendimientos superiores al mercado. Después de cinco años de gestión profesional del dinero, siento que definitivamente estoy muy cerca, si es que aún no lo estoy, en cuanto a proceso y capacidad. Tengo muchas ganas de ver nuestros resultados futuros y estoy completamente enfocado en tomar las mejores decisiones de inversión posibles en el futuro.

Nuestros resultados para este año han sido malos principalmente debido a que algunas participaciones pasaron de ser baratas a ser incluso más baratas. En su totalidad, nuestra cartera es extremadamente barata y cotiza con un gran descuento respecto al valor intrínseco. Algunas de nuestras participaciones valen fácilmente el doble de sus precios de mercado actuales. Debemos ser pacientes y, con el tiempo, el mercado valorará de manera justa nuestras participaciones.

A continuación se muestra una lista de algunos de los errores que he cometido en los últimos cinco años y los cambios que he hecho como resultado. También analizo una nueva inversión que hicimos en Squarespace.

Metodología de inversión

Mi primer error fue no tener una metodología refinada para analizar empresas y oportunidades de inversión. He aprendido mucho al analizar cientos de empresas en los últimos cinco años. y del estudio de algunos grandes inversores, incluidos Chuck Akre, Nick Sleep, Josh Tarasoff, Robert Vinall y muchos más.

Inicialmente, mi atención se centró en empresas con fuertes ventajas competitivas, equipos de gestión alineados y precios por debajo del valor intrínseco. Sin embargo, esto todavía era demasiado vago y mi marco estaba subdesarrollado. Puede ser muy fácil usar una etiqueta como efectos de red o economías de escala sin pensar más profundamente en la propuesta de valor de una empresa en comparación con sus pares o los factores que dificultan que los pares o los nuevos participantes repliquen la propuesta de valor de la empresa.

Si una empresa tiene muchos sustitutos perfectos, no importa si hay economías de escala, probablemente no terminará siendo un muy buen negocio con el tiempo (piense en el negocio automotriz). Me gusta especialmente pensar en términos del modelo mental de trabajo del difunto Clayton Christensen y qué otras empresas realizan el mismo trabajo. Su pensamiento sobre la innovación disruptiva también ha sido muy útil para mi forma de pensar sobre los nuevos participantes y las tecnologías disruptivas.

Valuación

Mi metodología de valoración tampoco tenía en cuenta los cambios en las tasas de interés, lo que me hizo perder algunas ideas debido a valoraciones incorrectas del valor intrínseco. En general, creo que la valoración puede ser muy subjetiva y las grandes empresas tienden a sorprender al alza. Un flujo de efectivo descontado tradicional El modelo consiste en una fase de crecimiento explícito (generalmente de unos pocos años de duración) seguida de un valor terminal de fase de crecimiento similar al PIB. Este enfoque conducirá a subvaluar perpetuamente grandes empresas que pueden crecer durante períodos de tiempo mucho más largos que solo la fase de crecimiento explícito. Esto no quiere decir que no esté tomando en cuenta la valoración, sigo exigiendo una salud

margen de seguridad en mi evaluación del valor intrínseco; sin embargo, soy más consciente de las limitaciones de la valoración empresarial.

También perfeccioné mi metodología de valoración para ayudarme a evaluar el valor intrínseco de las empresas menos maduras. Siempre tuve problemas para valorar un negocio que no era rentable según los PCGA. Ahora pienso en términos de gastos de crecimiento del estado de ingresos de la misma manera que pensaría en términos de gastos de capital en exceso de la depreciación. Una empresa con valores atractivos de por vida del cliente en relación con los costos de adquisición de clientes debe redistribuir el exceso de capital en ventas y marketing. Además, si todavía se encuentran en la fase de "construcción de fosos" de su negocio, es posible que hayan elevado los gastos generales y administrativos, que las horas extraordinarias deberían normalizarse una vez que la industria y el negocio maduren.

Otro cambio que he hecho en mi forma de pensar sobre la valoración es asegurarme de no depender demasiado de la expansión múltiple para la tasa interna de retorno de mi inversión. Hay tres impulsores de los rendimientos de las inversiones: los dividendos, el crecimiento del flujo de caja libre y los cambios en los múltiplos. Me he dado cuenta de que cuando valoro empresas de crecimiento más lento, dependo demasiado de múltiples recalificaciones. Si decido comprar un negocio de crecimiento lento, ahora me aseguraré de que la mayoría de mis ganancias provengan de rendimientos de dividendos y posiblemente un crecimiento de un solo dígito bajo en FCF.

Venta

Otro error, que he comentado en cartas anteriores, ha sido vender un gran negocio únicamente debido a una prima temporal en el precio de mercado en relación con mi estimación del valor del negocio. Como acabo de explicar, la valoración de empresas es muy subjetiva. Ahora creo que es una estupidez vender un negocio maravilloso únicamente porque parece ser un poco caro (por ejemplo, nuestros recortes de Google a principios de este año). Venderé solo si he cometido un error, ha habido un cambio material adverso en el negocio o si he encontrado una oportunidad superior.

Con suerte, esto también reducirá la cantidad de efectivo que hemos tenido en promedio, lo que ha sido un gran lastre para los resultados. También planeo concentrarme más en nuevas ideas que, con suerte, deberían resultar en que pasemos más tiempo invirtiendo por completo.

Falta de enfoque en las empresas en crecimiento.

También he estado cometiendo el error de no concentrar suficiente tiempo y energía en negocios que están aumentando su valor intrínseco. Creo que se adapta mejor a mi temperamento buscar empresas que estén creciendo y pasarán muchos años hasta que la industria en la que operan madure. Es muy difícil permanecer completamente invertido si solo busca comprar negocios maduros con valores intrínsecos estáticos y luego cambiarlos una vez que están "totalmente valorados". Prefiero tener un puñado de negocios maravillosos que crezcan a tasas altas, por lo que puedo mantenerlos durante cinco a diez años. Idealmente, están revolucionando una industria y montando una gran tendencia secular. Además, creo que hay una mayor probabilidad de que el mercado fije mal el precio de una empresa menos madura y de rápido crecimiento, en comparación con una empresa más madura que crece a tasas del PIB.

Factores clave

El libro *Superforecasting: The Art and Science of Prediction* me enseñó a centrarme en los impulsores clave de un negocio. Algunas empresas tienen impulsores clave que realmente son impredecibles y, como inversor, debo mantenerme alejado de ellos. Pensar en términos de los impulsores clave de una empresa y dónde

es probable que sean cinco años más adelante y pueden ser muy útiles para evaluar la tasa de crecimiento y el valor intrínseco de la empresa. Además, pensar en términos de impulsores clave me ayuda a profundizar en lo que es importante o en qué factores debo dedicar más tiempo. Si hubiera estado pensando en este marco de impulsores clave, probablemente me habría saltado una o dos de las inversiones que hemos realizado históricamente, las cuales terminaron en una pérdida de capital permanente.

Síndrome del objeto brillante

Otro error que creo que ha sido negativo para nuestros resultados ha sido actuar demasiado rápido para comprar una nueva inversión. A veces me emociono demasiado cuando un negocio que me gusta se vuelve barato y apresuro el proceso de diligencia debida. Un inversor al que respeto dice que una vez que ha terminado con su investigación, espera dos semanas antes de comprar. Esto permite que el síndrome del objeto brillante desaparezca y que se tome una decisión más objetiva. Es posible que si hubiera implementado esta regla, habría renunciado a algunas malas inversiones o al menos habría reevaluado mis estimaciones de valor intrínseco.

Muchas percepciones nos llegan en momentos inesperados, generalmente cuando no estamos trabajando activamente en el problema en cuestión. Al no investigar activamente una empresa durante dos semanas después de completar mi investigación profunda, espero que esto permita que se formen nuevos conocimientos que de otro modo no tendría, y que se tome una decisión más imparcial.

Organización

Finalmente, me he dado cuenta de la importancia de la organización en el proceso de inversión. Ahora tengo una plantilla que uso para analizar empresas, así como una plantilla de modelo financiero que uso para no olvidar variables importantes. También escaneo mis notas escritas a mano y uso una aplicación para tomar notas en línea para organizarlas aún más. Creo que tener un sistema altamente organizado para investigar empresas es muy útil para tomar mejores decisiones de inversión; es demasiado difícil confiar únicamente en la memoria cuando se realiza la debida diligencia a lo largo del tiempo.

En conclusión, he cometido muchos errores en los últimos cinco años. Sin embargo, me esfuerzo constantemente por mejorar y trabajar en mis defectos. Creo que la mayoría de los cambios que he realizado comenzarán a mostrarse positivamente en nuestro desempeño en el futuro. Me vuelve loco que el S&P 500 esté por delante de nosotros, pero haré todo lo posible para seguir adelante.

Nueva inversión en Squarespace

Una inversión reciente que hicimos fue en Squarespace. Squarespace ofrece un producto de sitio web de bricolaje, así como algunos productos auxiliares que incluyen herramientas de marketing y análisis, y registros de dominio. En lugar de contratar a un desarrollador de sitios web tradicional y pagar miles por un sitio web, la mayoría de las personas pueden usar plantillas y arrastrar y soltar para crear un sitio web de aspecto profesional por solo \$ 12 por mes. Ofrecen sitios web para todo tipo de negocios, incluyendo comercio electrónico, reservas de restaurantes, sección de contenido pago, citas, etc.

Sus pares más cercanos son Wix, GoDaddy y Weebly. La oferta de GoDaddy es mucho más básica y se adapta a las personas que desean un sitio web súper simple que funcione muy rápidamente. Wix es muy similar, pero también ofrece una funcionalidad un poco más avanzada, lo que brinda al usuario más flexibilidad en el diseño. Weebly es muy similar, pero algunos usuarios reportan problemas de ralentización una vez que un sitio alcanza cierto tamaño. Shopify también es un competidor, pero la oferta de su sitio web es muy básica y están

centrado exclusivamente en el comercio electrónico. Squarespace también se integra con Shopify, por lo que un usuario puede crear un sitio web más hermoso usando Squarespace y luego usar Shopify para el back-end de comercio electrónico. La mayoría de las agencias usan Wordpress, que todavía representa un gran porcentaje de sitios web; sin embargo, Wordpress requiere habilidades de codificación y ni siquiera se acerca a la oferta de productos de empresas como Squarespace. En cuanto a la cantidad de usuarios, Wix tiene alrededor de 6 millones de suscriptores premium, Squarespace alrededor de 4 millones y Weebly y GoDaddy tienen alrededor de 1 millón cada uno (estimaciones).

Wix y Squarespace son los líderes de la industria. Dado que tienen 5 veces más suscriptores que sus pares, pueden gastar mucho más en investigación y desarrollo para ofrecer una propuesta de valor superior. Squarespace adquirió recientemente una plataforma de reservas de restaurantes, así como algunas herramientas de gestión de redes sociales para impulsar su propuesta de valor. No veo una razón para que un cliente potencial elija la plataforma con una oferta de productos inferior, especialmente cuando el precio es similar en todos los ámbitos. Además, una vez que un usuario crea un sitio web y está en funcionamiento, no es muy probable que cambie y dedique tiempo a volver a crear su sitio web en una nueva plataforma.

Esto crea cautiverio del cliente y valores de larga duración. Ambas empresas también apuntan a desarrolladores externos para que utilicen sus plataformas con el fin de crear sitios web para sus clientes. Squarespace incluso permite agregar código personalizado para usuarios más avanzados para obtener funcionalidad adicional.

Anthony Casalena es el fundador y director ejecutivo de Squarespace. Comenzó Squarespace mientras estaba en la universidad y lo ha estado administrando desde entonces. Posee alrededor de un tercio de las acciones en circulación y parece muy competente y apasionado por su negocio. Mirando su Glasdoor, el 88 % de las personas aprueban al director ejecutivo y su calificación general es 4.1 de 5. Recientemente contrataron a un director de producto con 15 años de experiencia en Adobe y un nuevo director financiero con experiencia en Booking Holdings.

En cuanto a la valoración, los impulsores clave de los ingresos son el número de suscriptores y el ingreso promedio por suscriptor. Estoy pronosticando alrededor de 500y000 nuevos suscriptores por año durante los próximos cinco años, lo que conducirá a unos 6,5 millones de suscriptores para 2026. Creo que gran parte del crecimiento de suscriptores está relacionado con la formación de nuevos negocios, que solo ha estado creciendo en los últimos años en el EE. UU. También estoy pronosticando que el ARPU crecerá en un solo dígito bajo. En resumen, esto me da una tasa de crecimiento de alrededor del 13 % para los próximos cinco años para los ingresos. También asumo que los márgenes operativos de estado estable serán de alrededor del 30% una vez que el crecimiento de las ventas y los gastos de marketing se desaceleren. Esto me da un valor intrínseco de alrededor de \$ 50 por acción, en comparación con el precio de mercado actual de alrededor de \$ 30 por acción, un descuento saludable y una tasa interna de retorno satisfactoria.

Algunos riesgos a considerar para la tesis son las presiones competitivas excesivas de Wix, lo que resulta en presiones de ARPU. Además, dependen en gran medida de S&M para crecer, y estos nuevos cambios de Apple y Google podrían perjudicar el ROI del gasto publicitario y aumentar los costos de adquisición de clientes. Sin embargo, Wix ha dicho que el 50% de su tráfico es orgánico, no estoy seguro del número de Squarespace, pero si es similar, eso significaría que han creado un fuerte reconocimiento de marca. Otro riesgo es que compañías como Google y Facebook hagan que los sitios web sean menos importantes. Google proporciona información básica información comercial, permite a los usuarios hacer reservas e incluso incluye reseñas. Sin embargo, sigo pensando que un sitio web es importante para casi todas las empresas y, considerando el bajo costo, sigue siendo una excelente inversión.

Pensamientos concluyentes

Agradezco todo su apoyo en mí y en MPE Capital. Cinco años han pasado muy rápido y no puedo creer cuánto he crecido como inversionista durante este período de tiempo. No he perdido el enfoque en nuestro principal objetivo, que es superar los promedios del mercado y ofrecer valor a quienes me han confiado la asignación de su capital ganado con tanto esfuerzo.

Me siento muy optimista acerca de nuestros resultados para los próximos cinco años. No tengo control sobre los movimientos de precios a corto plazo de nuestras inversiones, pero tengo mucho control sobre cómo pienso sobre los negocios y las inversiones, así como sobre las decisiones que tomo. He realizado muchos cambios que conducirán a una toma de decisiones de mayor calidad en el futuro, lo que, con el tiempo, debería conducir a mejores resultados de inversión.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "M Ershaghi". The signature is fluid and cursive, with a prominent initial "M" and a trailing flourish.

Michael P. Ershaghi

Esta carta es solo para fines informativos y no refleja todas las posiciones compradas, vendidas o mantenidas por MPE Capital. Cualquier dato de rendimiento es de naturaleza histórica y no es una indicación de resultados futuros. Todas las inversiones implican riesgo, incluida la pérdida del principal. MPE Capital se exime de cualquier obligación de proporcionar actualizaciones o cambios a la información contenida en esta carta. Para obtener información más detallada sobre las estructuras de tarifas de MPE Capital y/o información general, consulte nuestro folleto del formulario ADV Parte 2.

Se muestra la información de rendimiento de una cuenta modelo. Los rendimientos netos de los clientes individuales pueden variar según el momento de la apertura de la cuenta, el momento del cierre de la cuenta, la estructura de tarifas y otros factores que no se indican implícitamente.

La evaluación de tarifas comenzó el 25 de julio de 2017 debido a la aprobación del registro estatal. Los resultados de los clientes variarán ligeramente debido a la estructura de la cuenta administrada por separado. Los números de desempeño asumen que usted fue un cliente desde la fecha de inicio

A partir de marzo de 2021, las tarifas de los clientes calificados son una tarifa de gestión fija del 0,5 % y una tarifa de rendimiento del 15 % por encima de una tasa mínima del 6 % y están sujetas a una marca de agua alta. Las tarifas de clientes no calificados son únicamente una tarifa de gestión fija del 1,5%.

El rendimiento pasado no es indicativo del rendimiento futuro. Inherente a cualquier inversión es la posibilidad de pérdida.

Los índices se proporcionan únicamente como indicadores de mercado. No debe suponerse que las tenencias, la volatilidad o el estilo de gestión de cualquier vehículo de inversión de MPE Capital se parecerán, o pretenden parecerse, a los de los índices mencionados. La comparación de estos datos de rendimiento con un índice de mercado único u otro índice es imperfecta porque el primero puede contener opciones y otros valores derivados, puede incluir operaciones de margen y otro apalancamiento, y puede no estar tan diversificado como el índice S&P 500 u otros índices. Se cree que los rendimientos del índice proporcionados por varias fuentes son precisos y confiables.

Clientes y Amigos –

En este comentario, proporcionaremos una actualización de rendimiento de alto nivel tanto para el cuarto trimestre de 2021 como para el año completo, así como una breve revisión de los proyectos de investigación actuales.

Como recordatorio, la estrategia subyacente del Newfound Risk Managed US Growth Fund (NFDIX) está diseñada con la tesis de que los extremos del mercado de valores son cada vez más frecuentes y severos. A falta de una palabra mejor, las cosas seguirán siendo "raras". Para alinearse con esta tesis, NFDIX emplea un enfoque de barra, combinando una escalera de posiciones cada vez más convexas que buscan superar en equidad las colas izquierdas con una escalera de posiciones cada vez más convexas que buscan superar en la derecha.

En esencia, es una posición de capital estratégica compuesta por impulso y sesgos de estilo defensivo (aproximadamente 30 % en ambas mangas; 60 % en total). Complementamos la posición de renta variable central con una estrategia sistemática de seguimiento de tendencias (aproximadamente 30 %) que tiene la flexibilidad de pasar de estar totalmente invertido a totalmente desinvertido en bonos del Tesoro de EE. UU. a corto plazo. Implementamos una escalera de opciones de compra y venta fuera del dinero (aproximadamente 2,5% cada una) en un esfuerzo por maximizar la defensa en mercados extremadamente bajistas y la participación en mercados extremos alcistas. Finalmente, utilizamos el capital restante (aproximadamente el 5 %) como garantía para una estrategia activa de futuros del Tesoro de EE. UU., que busca brindar una segunda fuente de rendimiento diversificadora para la cartera (que varía entre una exposición teórica de 0 a 100 %).

.....

Actualización de negocios

Too Long, Didn't Read ("TL; DR"): crecimos.

En 2021, los activos del Fondo crecieron de \$41,38 mm a \$88,96 mm con \$35,75 mm de entradas netas (el resto se debió a la apreciación del mercado). Estamos igualmente felices de informar que el número de accionistas registrados casi se duplicó, pasando de 892 a 1716, lo que representa una base de inversores cada vez más diversa.

Los casos de uso de implementación para el Fondo entre los nuevos adoptantes variaron. Los dos más frecuentes fueron:

- Una asignación de capital cubierta. Los asignadores expresaron su nerviosismo acerca de la estabilidad del mercado de valores, pero también tenían que sacrificar la participación alcista. El diseño impulsado por barras del Fondo ayudó a abordar estas preocupaciones.
- Una solución de capital eficiente¹. La superposición de futuros del Tesoro proporciona una forma activa de poseer exposición a la renta fija y puede utilizarse para liberar capital en otras partes de la cartera.
- Un complemento a otros sistemas tácticos. Nuestra investigación nos ha llevado a la conclusión de que la toma de decisiones tácticas de sincronización enfrentará mayores desafíos a medida que la velocidad de los mercados continúe aumentando. Los asignadores que históricamente se han basado en señales tácticas han cubierto esa exposición con el Fondo, cuyo valor deriva de la diversificación estructural en lugar de la precisión temporal.

El interés en aprender más sobre la eficiencia del capital creció dramáticamente después de que [publicamos Apilamiento de rendimiento: estrategias para superar un entorno de bajo rendimiento. De forma aislada, el Fondo se puede utilizar para proporcionar una exposición eficiente en términos de capital a la renta variable básica de EE. UU. y la beta del Tesoro de EE. UU., liberando capital en la cartera de un asignador. Junto con otros capital eficiente](#)

¹ La eficiencia del capital, en este contexto, se refiere a la relación entre el dinero gastado y la exposición ganada. Mediante el uso de un apalancamiento prudente, un inversionista puede obtener acceso a más de un dólar de exposición, por un dólar comprado.

fondos, se pueden crear carteras que apunten a los perfiles tradicionales de asignación de activos de acciones y bonos y, al mismo tiempo, proporcionen una exposición significativa a los diversificadores de rendimiento absoluto.

Un ejemplo de ello es el [Return Stacked 60/40: Absolute Return Index](#), que busca apuntar a un perfil tradicional de 60 % de acciones / 40 % de bonos al mismo tiempo que brinda una exposición del 30 % a estrategias de primas de riesgo alternativas sistemáticas y de tendencias sistemáticas. Debido a la demanda, nos hemos asociado con ReSolve Asset Management para que este índice (que presenta a NFDIX como una participación principal) esté disponible en formato SMA en el primer trimestre de 2022.

.....

Análisis de rendimiento del cuarto trimestre

TL;DR: la renta variable de EE. UU. fue aditiva y la beta del Tesoro de EE. UU. fue detractora. Las señales tácticas de sobreponderar las acciones y las señales tácticas de infraponderar los futuros del Tesoro fueron aditivas. Los sesgos estructurales defensivos y de renta variable fueron ligeramente aditivos y los sesgos de impulso estructural fueron un detractor. Los rendimientos de las posiciones de opciones de compra superaron el arrastre de las opciones de venta.

NFDIX rindió 11,07 % en el cuarto trimestre de 2021. El índice de retorno total S&P 500 ("S&P 500") rindió 11,03 % y una cartera 50/50 de S&P 500 y una cartera de futuros del Tesoro de EE. UU. a 10 años aumentaron 1,5 veces ("75/75") arrojó 8.08%. En 2021, NFDIX rindió un 23,31 %, el S&P 500 rindió un 28,71 % y la cartera 75/75 rindió un 18,26 %.

Figura 1. Contribución al rendimiento de la cartera en el cuarto trimestre de 2021

	Regreso total (%)	Peso promedio (%)	Contribución al Retorno (bps)
Equidad defensiva	11.58	31.36	363
Equidad de impulso	7.20	30.97	223
Equidad de tendencia	11.17	31.34	350
Opciones de venta	-128.42	0,95	-122
Opciones de llamada	120.00	3.10	372
Futuros del Tesoro	-0.34	59.28	-20
Efectivo y equivalentes)	0.00	2.33	0
		159.33	1166
Residual			-59
NFDIX			1107

Fuente: Bloomberg.

Como comentario técnico rápido, cabe señalar que el análisis de la contribución está plagado de imprecisiones y, por lo tanto, queda una contribución residual² en el análisis. Un ejemplo de una contribución residual son las tarifas del fondo³. Otro es el flujo de efectivo que entra y sale del fondo, lo que puede hacer que parezca que el fondo tiene exceso de efectivo para el día (entrada) o apalancado (salida). Como tal, el análisis de la contribución debe considerarse direccionalmente preciso en lugar de precisamente correcto.

.....

Análisis de desempeño 2021

TL;DR: La renta variable de EE. UU. fue aditiva y la beta del Tesoro de EE. UU. fue un detractor en términos absolutos durante todo el año. Las señales tácticas de sobreponderar las acciones y las señales tácticas de infraponderar los futuros del Tesoro fueron aditivas en términos relativos.

Los sesgos de renta variable defensivos estructurales fueron un detractor moderado a lo largo del año en términos relativos; Las inclinaciones de la renta variable del impulso fueron un detractor significativo en términos relativos. Los rendimientos de las posiciones de opciones de compra superaron el arrastre de las opciones de venta.

Se dice que una imagen vale más que 1000 palabras. Dada la cantidad de piezas móviles dentro de NFDIX, creemos que la Figura 2 puede ayudar a iluminar los principales impulsores de los rendimientos absolutos y relativos dentro del Fondo en 2021.

Podemos comenzar con la curva negra, que representa la volatilidad realizada y el rendimiento anual en 2021 para la frontera de las carteras estáticas de asignación de activos de acciones y bonos de EE. UU. Destacamos tres puntos: la cartera íntegramente de renta variable (S&P 500), la cartera 50% acciones / 50% bonos ("50/50") y la cartera íntegramente bonos ("Bonos estadounidenses").

La cartera "75/75" está compuesta por un 75 % de exposición a futuros del Tesoro de EE. UU. a 10 años y un 75 % de S&P 500. Trazamos una línea discontinua gris entre las carteras 50/50 y 75/75 para aproximarnos al rendimiento que esperaríamos simplemente aumentando o disminuyendo la combinación 50/50. Tenga en cuenta que esta línea cae por debajo de la curva negra, lo que indica que, sobre una base ajustada al riesgo, habría sido mejor simplemente aumentar nuestra asignación a acciones.

La cartera "94/50" representa, aproximadamente, nuestra exposición media a renta variable (94%) y futuros del Tesoro (50%) a lo largo del año (ignorando cualquier contribución de las posiciones en opciones). Podemos ver que este punto se encuentra por encima de la línea discontinua que dibujamos, lo que indica que nuestras decisiones tácticas de sobreponderar las acciones y subponderar la exposición a los bonos fueron aditivas sobre una base ajustada al riesgo en relación con simplemente aumentar aún más la cartera 50/50.

NFDIX, sin embargo, cae en la parte inferior derecha de la cartera 94/50 y debajo de la línea, lo que indica que fue menos eficiente frente al riesgo en su rendimiento. Hubo dos impulsores principales de este resultado.

La primera es la más sencilla: las tasas. Estimamos un arrastre total de tarifas de -136 pb. El crecimiento continuo de los activos del fondo ayudará a reducir esta cifra en el futuro.

El segundo factor fue el factor de inclinación integrado en la cartera. Tanto la renta variable defensiva como la de impulso representan aproximadamente el 31,33 % de la cartera, respectivamente. Podemos ver que ambos obtuvieron un rendimiento inferior al S&P 500 en un rendimiento total

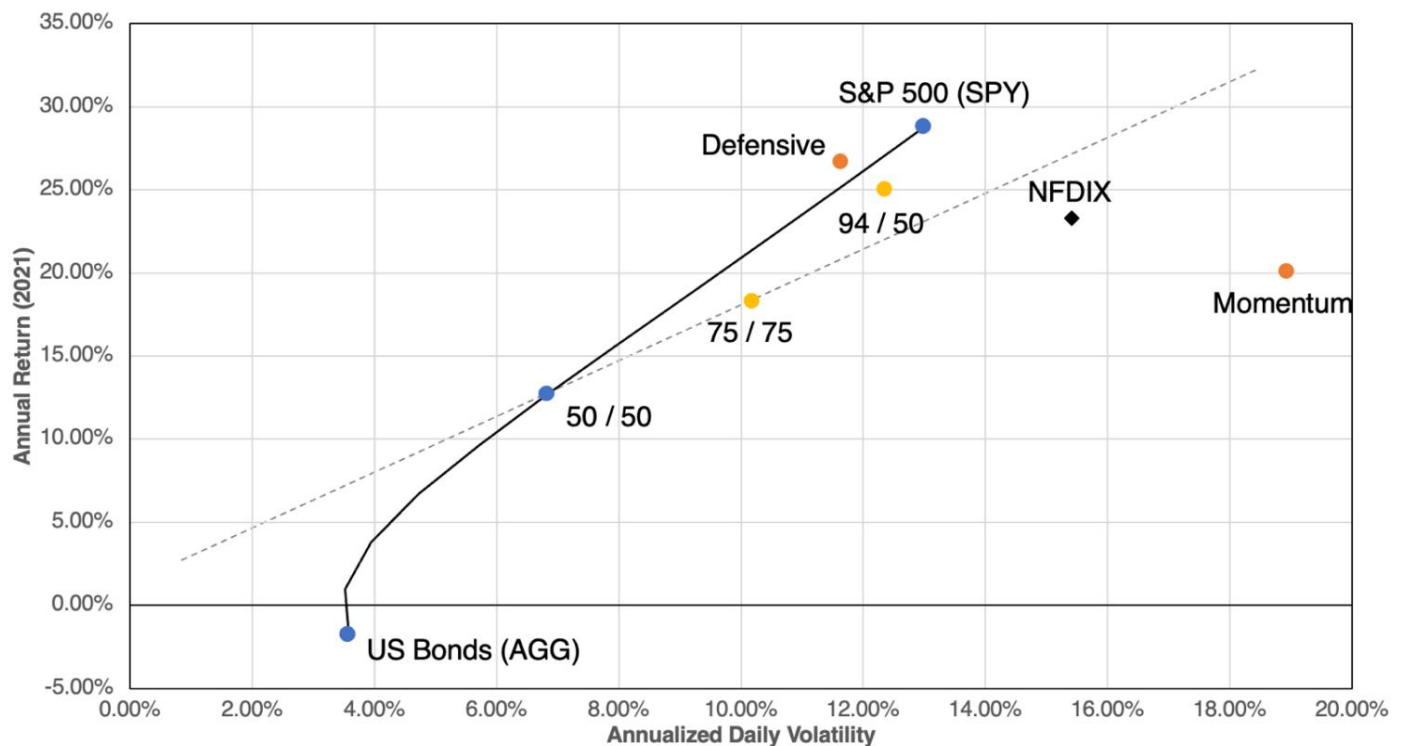
² La contribución residual se refiere a la diferencia en el rendimiento total entre el análisis de la contribución generada y el rendimiento real del fondo.

³ El asesor de inversiones del Fondo ha acordado contractualmente reducir sus honorarios y/o absorber gastos hasta al menos el 31 de julio de 2023. Sin estas exenciones, los gastos operativos anuales totales de las Acciones Clase I serían del 1,58 % a partir de la actualización del prospecto de agosto de 2021. Las exenciones de comisiones garantizan que los gastos operativos anuales netos de las Acciones de Clase I no superen el 1,25 %, sujeto a la posible recuperación del fondo en años futuros. Consulte el prospecto del Fondo para obtener más información sobre las comisiones y los gastos del Fondo.

y Momentum lo hizo con una volatilidad relativa dramáticamente incrementada. Estimamos que los sesgos defensivos y de impulso contribuyeron con -66 pb y -210 pb respectivamente (este resultado representa un valor atípico significativo para el impulso durante la última década).

Combinados, estos impulsores contribuyeron -412 pb de rendimiento inferior a NFDIX en relación con la cartera 94/50. Sin embargo, se dio cuenta de que NFDIX solo tuvo un rendimiento inferior al de la cartera 94/50 en -163 pb. El factor principal que cerró esta brecha fueron nuestras posiciones largas de diferencial de llamadas.

Figura 2. Volatilidad Anualizada vs Rentabilidad 2021



Fuente: Tiingo. Cálculos de Newfound Research. Los rendimientos suponen la reinversión de todas las distribuciones. "50 / 50" es una cartera de 50 % SSgA SPDR S&P 500 ETF ("SPY") y 50 % iShares Core US Aggregate Bond ETF ("AGG") reequilibrada mensualmente. "75 / 75" es un ETF ("SPY") del 75 % SSgA SPDR S&P 500, ETF del 25 % SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ("BIL") y 75 % de la cartera de futuros del Tesoro de EE. UU. a 10 años reequilibrada mensualmente. "94/50" es un 94 % SSgA SPDR S&P 500 ETF ("SPY"), 6 % SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF ("BIL") y 75 % una cartera de futuros del Tesoro de EE. UU. a 10 años reequilibrada mensualmente.

"Defensive" es una cartera igualmente ponderada, reequilibrada mensualmente, compuesta por los siguientes ETF: JQUA, LGLV, USMV, QUAL, FQAL y FDLO.

"Momentum" es una cartera igualmente ponderada, reequilibrada mensualmente, compuesta por los siguientes ETF: MTUM, FDMO, JMOM y VFMO. Los rendimientos de las carteras antes mencionadas están respaldados e hipotéticos y son netos de todas las tarifas (incluidas, entre otras, las tarifas de asesores, tarifas de gerentes, costos de transacción o impuestos), excepto los índices de gastos de ETF subyacentes. El resultado pasado no es indicador de resultados en el futuro.

Tomados todos juntos:

- La renta variable contribuyó positivamente a la rentabilidad absoluta. Nuestra sobreponderación de acciones en relación con nuestro largo esperado la asignación a plazo (75 %) contribuyó positivamente a la rentabilidad relativa.

- Los bonos fueron un contribuyente absoluto negativo. Nuestra infraponderación en bonos en relación con nuestra asignación esperada a largo plazo (75 %) contribuyó positivamente a la rentabilidad relativa.
- Las comisiones contribuyeron negativamente a la rentabilidad absoluta.
- Las inclinaciones de los factores contribuyeron negativamente a los rendimientos relativos.
- Las posiciones de convexidad (en particular, los diferenciales de llamada largos) contribuyeron positivamente a la rentabilidad absoluta.

Figura 3. Contribución a la Rentabilidad de la Cartera 2021

	Regreso total (%)	Peso promedio (%)	Contribución al Retorno (bps)
Equidad defensiva	22.51	31.18	702
Equidad de impulso	21.22	31.24	663
Equidad de tendencia	28.80	31.39	904
Opciones de venta	-387.87	0.90	-349
Opciones de llamada	261.74	2.98	780
Futuros del Tesoro	-2.79	52.67	-147
Efectivo y equivalentes)	0.00	2.33	0
		159.33	2553
Residual			-222
NFDIX			2331

Fuente: Bloomberg.

.....

La proporción de información del investigador

TL;DR: Los investigadores pueden buscar mejorar los resultados de la cartera de varias maneras, algunos ejemplos incluyen aumentar el alfa, reducir los costos o eliminar las fuentes de riesgo no compensadas. En el cuarto trimestre dedicamos mucho tiempo a buscar este último enfoque.

Uno de los principales beneficios de alojar un podcast es que expande nuestro "cerebro externo". Si su "cerebro interno" es lo que sabe, su "cerebro externo" es lo que su red sabe (y compartirá con usted). No espero que nuestro equipo de investigación tenga una respuesta a todas las preguntas, pero al hacer crecer y fortalecer constantemente nuestra red de pares de la industria, podemos acceder más fácil y rápidamente a nuestro cerebro externo de expertos en dominios.

El conocimiento del cerebro externo también incorpora alfa organizativo potencial. Cómo se debe estructurar una organización de investigación y cómo se deben priorizar los proyectos de investigación son temas críticos para el éxito continuo de una empresa de inversión cuantitativa. En la temporada 2 de nuestro podcast, entrevisté a Chris Meredith, codirector de inversiones y director de investigación de O'Shaughnessy Asset Management sobre estos mismos temas, y presenté un marco que se me ha quedado grabado desde nuestra conversación.

Chris propuso que se propongan nuevos esfuerzos de investigación en relación con la forma en que afectarán la proporción de información de una estrategia:

$$= \frac{\ddot{y}}{\ddot{y}}$$

El discurso público a menudo se centra en cómo los gerentes buscan alfa, pero no dice cómo están tirando de los otros niveles de la ecuación. Cuando nos reunimos con los asignadores y nos preguntan sobre nuevas líneas de investigación que estamos explotando, se refieren casi exclusivamente a ideas alfa. Sin embargo, la ecuación deja demasiado claro que encontrar formas de reducir los costos (por ejemplo, el impacto comercial o los costos de transacción) es tan importante para el alfa neto realizado como lo es aumentar el alfa bruto. Reducir el error de seguimiento, por otro lado, tiene un impacto no lineal en la consistencia con la que se realiza el alfa neto.

En Newfound, hemos dedicado los últimos meses a proyectos de investigación relacionados con el costo y el error de seguimiento, específicamente en lo que respecta a nuestras posiciones de opciones.

Trivialmente, el precio al que compra algo tiene un impacto significativo en el rendimiento que obtiene. Esto es particularmente cierto para instrumentos convexos (por ejemplo, opciones), donde pequeños cambios en la base de costos pueden generar diferencias significativas en los rendimientos. Por ejemplo, si una ejecución descuidada nos lleva a pagar \$0,02 por una opción de venta muy, muy profunda fuera del dinero en lugar de su valor justo de \$0,01, hemos pagado un 100 % más. Por el mismo gasto de prima, compramos solo la mitad de la cantidad de contratos que podríamos tener de otra manera, reduciendo nuestra convexidad de cobertura a la mitad.

Una forma de evitar esto es simplemente traficar en huelgas altamente líquidas de instrumentos altamente líquidos. Los mercados más líquidos tienden a ser más competitivos y, en teoría, tienen precios más eficientes. Esto es especialmente importante si planea ejecutar operaciones durante períodos de tensión en el mercado cuando la liquidez tiende a ser particularmente baja. Desafortunadamente, los strikes más líquidos también tienden a estar más cerca de at-the-money, que pierde una convexidad significativa en una cobertura.

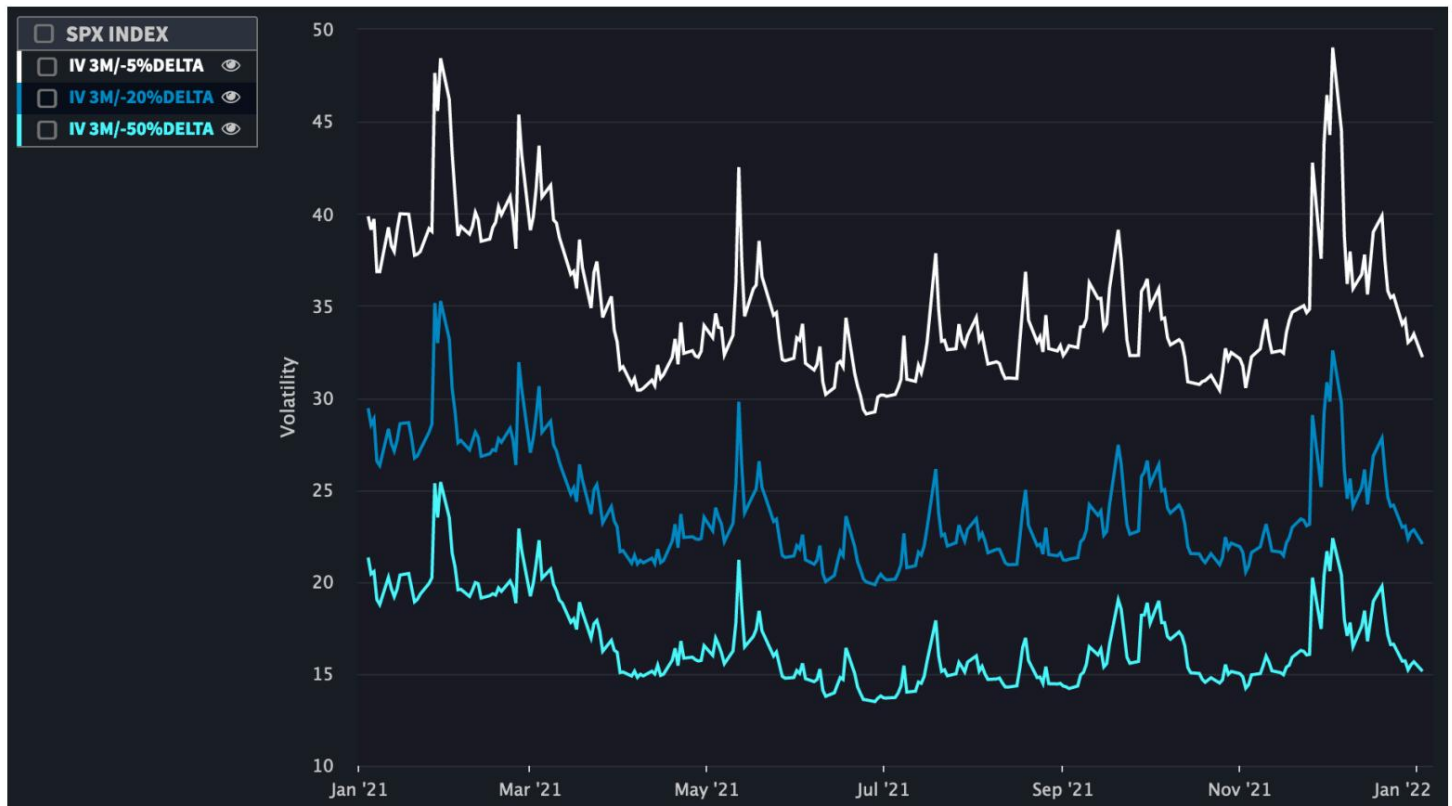
Conocer nuestros propios límites es importante cuando se trata de la construcción de carteras, y en Newfound actualmente no tenemos ninguna ventaja en el comercio de contratos de opciones sin liquidez. Por lo tanto, tratamos de concentrar nuestras posiciones en mercados más líquidos (p. ej., opciones del índice SPX) y tratamos de seguir la línea de las huelgas donde la liquidez comienza a disminuir.

Para ayudar a nuestros esfuerzos, hemos dedicado un tiempo considerable este trimestre a refinar un modelo de superficie de volatilidad implícita en tiempo real. Para ser claros: no creemos que se pueda encontrar ningún alfa (al menos en nuestro caso) en un modelo de superficie más elegante, particularmente en mercados altamente líquidos como las opciones del índice SPX. Sin embargo, esperamos que nos ayude a identificar qué tan agresivamente podemos empujar hacia la oferta o demanda al ejecutar operaciones, reduciendo los costos implícitos a largo plazo.

Incluso con una ejecución eficiente, sin embargo, cuando se ejecutan los intercambios puede ser el diablo en los detalles.

Considere la Figura 4, que traza las volatilidades implícitas para diferentes opciones de venta de 3 meses en el S&P 500 a lo largo del tiempo. La diferencia entre los máximos y mínimos del año es de aproximadamente veinte puntos y podemos ver oscilaciones frecuentes de 5 a 10 puntos dentro de cualquier período de treinta días.

Figura 4. Volatilidades implícitas para opciones de venta del índice SPX de 3 meses (Delta constante)



Fuente: Société Générale.

Si solo estuviéramos rodando sistemáticamente posiciones de venta, la casualidad de ejecutar en uno de estos máximos o mínimos puede conducir a una dispersión masiva en los rendimientos realizados (es decir, error de seguimiento en la ecuación anterior).

Los lectores veteranos sabrán que sin una vista de tiempo, nuestra respuesta a este problema es diversificar nuestra ejecución a lo largo del tiempo. Esto significa, por ejemplo, que en lugar de rotar posiciones de opciones de tres meses cada tres meses, podríamos rotar 1/3 de la posición cada mes, creando una escalera. Sin embargo, dada la variedad de volatilidades implícitas que vemos dentro de un mes determinado, ¿podríamos diversificar aún más nuestro riesgo de tiempo renovando 1/6 de nuestra posición quincenalmente, o incluso 1/12 de nuestra posición cada semana!

Vemos pocos argumentos sólidos en contra de hacer esto, además de la viabilidad y la carga operativa. El factor limitante en el primer caso son los activos bajo gestión. Con muy pocos activos, perdemos granularidad de tamaño de posición relativa entre peldaños de la escalera. Afortunadamente, a medida que los activos del Fondo han crecido, la introducción del número de peldaños en nuestra escalera se ha vuelto más factible.

El siguiente paso es superar las cargas operativas. Si bien la solución es trivial en el papel, en la práctica requiere un esfuerzo adicional para: (1) identificar las posiciones para negociar, (2) transferir capital entre los custodios y los corredores, (3) negociar las posiciones, (4) conciliar las transacciones y (5) realizar un seguimiento de las posiciones de forma continua. El aumento de los peldaños también complica las operaciones comerciales con respecto a la gestión de las entradas y salidas de capital del Fondo.

Hemos dedicado un tiempo considerable este trimestre a evaluar los beneficios de introducir más peldaños de escalera de opciones en nuestra cartera, tanto desde el punto de vista teórico como operativo. Nuestra intención era introducir nuevos peldaños en el cuarto trimestre, pero determinamos que la complejidad operativa adicional (y la posibilidad de introducir errores humanos) justificaba un retraso hasta que nos sintiéramos más cómodos con el proceso.

Nuestro objetivo es introducir estos cambios en el primer trimestre y, al hacerlo, ayudar a disminuir la suerte de sincronización como una apuesta no intencionada dentro de los rendimientos realizados de nuestras posiciones de opciones.

.....

Agradecemos la confianza que deposita en que Newfound Research supervise su capital; ayudar a administrar estos activos es una responsabilidad que no tomamos a la ligera. Creemos firmemente que el proceso que tenemos implementado brinda a nuestro Fondo la mejor oportunidad para cumplir su objetivo en el futuro, buscando capturar una porción significativa del crecimiento del mercado mientras reduce el impacto de las caídas severas y prolongadas del mercado. Si tiene alguna pregunta, no dude en comunicarse.

Atentamente,



corey m hoffstein
Jefe de inversiones
Investigación recién descubierta

Rendimiento del fondo

(Rendimiento en NAV1, 2, 3, rendimiento al 31 de diciembre de 2021)

	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	Comienzo
NFDIX NAV	11,07%	11,16%	23,21%	12,53%	9,29%	6,55%
S&P 500	11,03%	11,67%	28,71%	26,07%	18,47%	15,38%
50/50 S&P 500 / 1-3 años bonos del Tesoro de EE. UU.	5,16%	5,55%	13,34%	13,92%	10,09%	8,47%

El rendimiento actual puede ser inferior o superior a los datos de rendimiento citados anteriormente. El rendimiento pasado no es garantía del futuro resultados El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión en el Fondo fluctuarán de modo que las acciones de los inversores, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. Para obtener datos de rendimiento actualizados al fin de mes más reciente, llame al número gratuito 1-855-394-9777 o visite nuestro sitio web, www.thinknewfoundfunds.com.

El rendimiento actual puede ser inferior o superior a los datos de rendimiento citados anteriormente. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión en el Fondo fluctuarán de modo que las acciones de los inversores, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. Para obtener datos de rendimiento actualizados al fin de mes más reciente, llame sin cargo al 1-855-394-9777 o visite nuestro sitio web, www.thinknewfoundfunds.com.

El asesor de inversiones del Fondo ha acordado contractualmente reducir sus honorarios y/o absorber gastos hasta al menos el 31 de julio de 2021. Sin estas exenciones, los gastos operativos anuales totales de las Acciones de Clase I serían del 1,42 % a partir de agosto de 2020. actualización del prospecto. Las exenciones de comisiones garantizan que los gastos operativos anuales netos de las Acciones de Clase I no superen el 1,25 %, sujeto a la posible recuperación del fondo en años futuros. Consulte el prospecto del Fondo para obtener más información sobre las comisiones y los gastos del Fondo.

Los inversores deben considerar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Newfound Risk Managed US Growth Fund. Esta y otra información importante sobre el Fondo se encuentran en el prospecto, que se puede obtener llamando al 1-855-394-9777. El folleto debe leerse cuidadosamente antes de invertir.

El Newfound Risk Managed US Growth Fund es distribuido por Northern Lights Distributors, LLC, miembro de FINRA/SIPC. Newfound Research LLC no está afiliado a Northern Lights Distributors, LLC.

- 1) La rentabilidad a valor liquidativo ("NAV") no incluye el efecto de los gastos de venta.
- 2) El índice S&P 500 es ampliamente considerado como el mejor indicador individual de acciones estadounidenses de gran capitalización. El índice incluye 500 empresas líderes que cotizan en los Estados Unidos y captura aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado disponible. El índice de referencia 50/50 S&P 500 / Barclays US 1-3 Year Treasury Bond consiste en una cartera hipotética que está asignada en un 50 % al índice S&P 500 Total Return y en un 50 % al índice Barclays US 1-3 Year Treasury Bond, reequilibrado mensual.
- 3) Los resultados de desempeño incluyen el efecto de los acuerdos de reducción de gastos para algunos o todos los períodos que se muestran. Si esos arreglos no hubieran existido, los resultados de desempeño para esos períodos habrían sido menores.

Factores de riesgo

No hay garantía de que ningún Fondo logre sus objetivos de inversión.

Los fondos mutuos implican un riesgo que incluye la posible pérdida de capital. Los ETF están sujetos a riesgos específicos, según la naturaleza de la estrategia subyacente del fondo. Estos riesgos podrían incluir el riesgo de liquidez, el riesgo del sector, así como los riesgos asociados con valores de renta fija, inversiones inmobiliarias y materias primas, por nombrar algunos. Por lo general, un aumento en las tasas de interés provoca

una caída en el valor de los valores de renta fija. Una mayor rotación del Fondo dará como resultado mayores costos de transacción y de corretaje.

Como todo análisis cuantitativo, el modelo de inversión del asesor conlleva el riesgo de que el modelo matemático utilizado se base en una o más suposiciones incorrectas. No se puede garantizar que el fondo tendrá éxito bajo todas o algunas de las condiciones del mercado. Los riesgos generales del mercado de valores de renta variable y renta fija afectan al valor del Fondo. Factores como el crecimiento económico interno y las condiciones del mercado, los niveles de las tasas de interés y los eventos políticos afectan los mercados de valores. Las perspectivas de ganancias de las pequeñas y medianas empresas son más volátiles que las de las empresas más grandes y pueden experimentar tasas de fracaso más altas que las empresas más grandes.

Riesgo de opciones: existen riesgos asociados con la compra y venta de opciones de compra y venta. Como vendedor (emisor) de una opción de venta, el Fondo tenderá a perder dinero si el valor del índice o valor de referencia cae por debajo del precio de ejercicio. Como el vendedor (emisor) de una opción de compra, el Fondo tenderá a perder dinero si el valor del índice o valor de referencia sube por encima del precio de ejercicio. El Fondo puede perder toda la prima de la opción de venta pagada si el índice de referencia o el valor subyacente no disminuyen de valor. El Fondo puede perder la prima total de la opción de compra pagada si el índice de referencia o el valor subyacente no aumentan de valor.

Haga clic [AQUÍ](#) para ver el prospecto actual de NFDIX.

Definiciones

Beta: Beta es una medida de la volatilidad de un valor o cartera en relación con el mercado en su conjunto. Un valor o cartera cuya beta es mayor que uno ha experimentado históricamente un mayor cambio en el precio que los precios generales del mercado; mientras, una seguridad o una cartera con una beta inferior a uno ha experimentado históricamente un cambio de precio inferior a los cambios de precio realizados por el mercado en su conjunto.

Puntos básicos (BPS, bps): los puntos básicos se utilizan para hacer referencia a un incremento del 0,01 % o 1/100 del 1 %. Por ejemplo, se diría que una inversión que ha aumentado su valor en un 0,50 % ha “aumentado en 50 puntos básicos”.

Código de revisión NLD: 9015-NLD 01/01/2022

Nuevo caso #14264362

Nota para: Clientes de Oaktree
Desde: Howard marcas
Re: Vendiendo

Como ahora estoy en mi cuarta década de escribir memorandos, a veces me siento tentado a concluir que debo renunciar, porque he cubierto todos los temas relevantes. Luego, aparece una nueva idea para un memorándum, que ofrece una agradable sorpresa. Mi memorando de enero de 2021 [Algo de valor, que relató](#) el tiempo que pasé en 2020 viviendo y discutiendo inversiones con mi hijo Andrew, relató una conversación semi-real en la que discutimos brevemente si vender activos apreciados y cuándo. Se me ocurrió que aunque vender es una parte ineludible del proceso de inversión, nunca le dediqué un memo completo.

La idea básica

Todo el mundo está familiarizado con el viejo dicho que se supone que captura la proposición básica de la inversión: "compre barato, venda caro". Es una caricatura trillada de la forma en que la mayoría de la gente ve la inversión. Pero pocas cosas importantes se pueden resumir en solo cuatro palabras; por lo tanto, "compre barato, venda caro" no es más que un punto de partida para la discusión de un proceso muy complejo.

Will Rogers, una estrella de cine y humorista estadounidense de las décadas de 1920 y 1930, proporcionó lo que él pudo haber pensado que era una hoja de ruta más completa para el éxito en la búsqueda de la riqueza:

No juegue; tome todos sus ahorros y compre algunas buenas acciones y manténgalas hasta que suban, luego véndalas. Si no sube, no lo compre.

La falta de lógica de su consejo deja en claro cuán simplista es realmente este adagio, como muchos otros.

Sin embargo, independientemente de los detalles, las personas pueden aceptar sin cuestionar que deben vender inversiones apreciadas. Pero, ¿qué tan útil es ese concepto básico?

Orígenes

Gran parte de lo que escribiré aquí comenzó en un memorando de 2015 llamado [Liquidez](#). El tema candente en el mundo de las inversiones en ese momento era la preocupación por una disminución percibida en la liquidez proporcionada por el mercado. (cuando digo "el mercado", me refiero específicamente al mercado de valores de EE. UU., pero la declaración tiene una amplia aplicabilidad). Esto se atribuyó comúnmente a una combinación de (a) los bancos de inversión lamiendo había tomado en la crisis financiera global de 2008-09 y (b) la Regla Volcker, que prohibía actividades riesgosas como el comercio por cuenta propia por parte de instituciones financieras de importancia sistémica. Este último limitó la capacidad de los bancos para "posicionar" valores, o comprarlos, cuando los clientes querían vender.

Tal vez la liquidez en 2015 fue menor que antes, y tal vez no lo fue. Sin embargo, mirando más allá de los eventos del día, cerré ese memorando declarando mi convicción de que (a) la mayoría de los inversores negocian demasiado, en su propio detrimento, y (b) la mejor solución para la falta de liquidez es construir carteras a largo plazo. que no dependen de la liquidez para el éxito. Los inversores a largo plazo tienen una ventaja sobre aquellos con plazos cortos (y creo que este último describe a la mayoría de los participantes del mercado en estos días). Paciente

los inversores pueden ignorar el rendimiento a corto plazo, mantenerlo a largo plazo y evitar los costes comerciales excesivos, mientras que todos los demás se preocupan por lo que sucederá en el próximo mes o trimestre y, por lo tanto, comercian en exceso. Además, los inversores a largo plazo pueden aprovechar si los activos ilíquidos están disponibles para su compra a precios de ganga.

Sin embargo, como tantas otras cosas en la inversión, mantener es más fácil decirlo que hacerlo. Demasiadas personas equiparan la actividad con la adición de valor. Así es como resumí esta idea en *Liquidity*, inspirado en algo que dijo Andrew:

Quando encuentra una inversión con el potencial de capitalizarse durante un largo período, una de las cosas más difíciles es ser paciente y mantener su posición siempre y cuando lo justifique en función del riesgo y el rendimiento esperados. Las noticias, la emoción, el hecho de que hayan ganado mucho dinero hasta la fecha o la emoción de una idea nueva y aparentemente más prometedora pueden motivar fácilmente a los inversores a vender. **Cuando busque en el gráfico algo que ha subido ya la derecha durante 20 años, piense en todas las veces que un tenedor habría tenido que convencerse a sí mismo de no vender.**

Todo el mundo desearía haber comprado Amazon a \$5 el primer día de 1998, ya que ahora ha subido 660 veces a \$3304.

- Pero, ¿quién habría continuado reteniendo cuando las acciones alcanzaron los \$85 en 1999, 17 veces más en menos de dos años?
- ¿Quién de los que aguantaron habría podido evitar entrar en pánico en 2001, cuando el precio cayó? 93%, a \$6?
- ¿Y quién no habría vendido a finales de 2015 cuando alcanzó los \$600, 100 veces más que el mínimo de 2001? Sin embargo, cualquiera que vendiera a \$600 capturó solo el primer 18% del aumento general desde ese mínimo.

Esto me recuerda una vez que visité Malibú con un amigo y mencioné que se dice que la familia Rindge compró toda el área, los 13,330 acres, en 1892 por \$300,000, o \$22.50 por acre. (Claramente vale muchos miles de millones hoy). Mi amigo dijo: "Me gustaría haber comprado todo Malibú por \$ 300,000".

Mi respuesta fue simple: "lo habrías vendido cuando llegara a \$600,000".

Cuanto más lo pienso desde que escribí *Liquidity*, más me convengo de que hay

Hay dos razones principales por las que la gente vende inversiones: porque están al alza y porque están a la baja.

Usted puede decir que suena loco, pero lo que es realmente loco es el comportamiento de muchos inversores.

Vendo porque está arriba

"Toma de ganancias" es el término que suena inteligente en nuestro negocio para la venta de cosas que se han apreciado.

Para entender por qué la gente se involucra en esto, necesita conocer el comportamiento humano, porque muchas de las ventas de los inversores están motivadas por la psicología.

En resumen, una gran cantidad de ventas se lleva a cabo porque a la gente le gusta el hecho de que sus activos muestren ganancias y temen que las ganancias desaparezcan. La mayoría de las personas invierte mucho tiempo y esfuerzo tratando de evitar sentimientos desagradables como arrepentimiento y vergüenza. ¿Qué podría hacer que un inversor se reproche más que ver evaporarse una gran ganancia? ¿Y qué pasa con el inversionista profesional que informa un gran ganador a los clientes un trimestre y luego tiene que explicar por qué la tenencia está al costo o por debajo del siguiente? Es humano querer obtener ganancias para evitar estos resultados.

Si vende un activo apreciado, eso pone la ganancia "en los libros" y nunca se puede revertir. Por lo tanto, algunas personas consideran extremadamente deseable vender ganadores: les encantan las ganancias realizadas. De hecho, en una reunión del comité de inversión de una organización sin fines de lucro, un miembro sugirió que deberían desconfiar de aumentar los gastos de dotación en respuesta a las ganancias porque esas ganancias no se realizaron. Me apresuré a señalar que, por lo general, es un error ver las ganancias realizadas como menos transitorias que las no realizadas (suponiendo que no haya motivos para dudar de la veracidad de los valores contables no realizados). Sí, los primeros se han concretado. Sin embargo, los ingresos de las ventas generalmente se reinvierten, lo que significa que las ganancias, y el capital, se vuelven a poner en riesgo. Se podría argumentar que los valores apreciados son más vulnerables a las caídas que las nuevas inversiones en activos que actualmente se consideran atractivos, pero eso está lejos de ser una certeza.

No estoy diciendo que los inversores no deban vender activos apreciados y obtener ganancias. **Pero ciertamente no tiene sentido vender cosas solo porque están altas.**

Vendo porque está caído

Si bien es incorrecto vender activos apreciados únicamente para cristalizar ganancias, es aún peor venderlos solo porque están a la baja. Sin embargo, estoy seguro de que mucha gente lo hace.

Si bien la regla es "compre barato, venda caro", claramente muchas personas se motivan más para vender activos cuanto más declinan. **De hecho, así como la compra continua de activos apreciados puede eventualmente convertir un mercado alcista en una burbuja, la venta generalizada de cosas que están a la baja tiene el potencial de convertir las caídas del mercado en colapsos. Se producen burbujas y colapsos, lo que demuestra que los inversores contribuyen a los excesos en ambas direcciones.**

En una película que se reproduce en mi cabeza, el inversionista típico compra algo a \$100. Si llega a \$120, dice: "Creo que estoy en algo, debo agregar", y si llega a \$150, dice: "Ahora estoy muy seguro, voy a duplicar". Por otro lado, si cae a \$90, dice: "Voy a pensar en aumentar mi posición para reducir mi costo promedio", pero a \$75, concluye que debe reconfirmar su

tesis antes de promediar más abajo. A \$50, dice: "Será mejor que espere a que se asiente el polvo antes de comprar más". Y a \$20 dice: "Parece que se va a cero; ¡sácame!"

Al igual que aquellos que temen renunciar a las ganancias, a muchos inversores les preocupa dejar que las pérdidas se acumulen. Podrían temer que sus clientes digan (o se digan a sí mismos): "¿Qué clase de cerebro cojo sigue manteniendo un valor después de que ha pasado de \$100 a \$50? *Todo el mundo sabe* que una caída como esa puede presagiar más caídas. Y mira, sucedió".

¿Realmente los inversores cometen errores de comportamiento como los que he descrito? Hay mucha evidencia anecdótica. Por ejemplo, los estudios han demostrado que el inversionista promedio de fondos mutuos se desempeña peor que el fondo mutuo promedio. ¿Cómo puede ser? Si simplemente mantuviera sus posiciones, o si sus errores no fueran sistemáticos, al inversor de fondos promedio, por definición, le iría lo mismo que al fondo promedio. Para que se produzcan los resultados de los estudios, los inversores tienen que, en general, reducir la cantidad de capital que tienen en fondos que posteriormente funcionan mejor y aumentar su asignación a fondos que siguen empeorando. Permítanme decirlo de otra manera: en promedio, los inversionistas de fondos mutuos tienden a vender los fondos con el peor desempeño reciente (perdiendo sus posibles recuperaciones) para perseguir los fondos que han tenido el mejor desempeño (y por lo tanto probablemente participen en su regreso a la tierra).

Sabemos que los "inversionistas minoristas" tienden a ser seguidores de tendencias, como se describió anteriormente, y como resultado, su desempeño a largo plazo a menudo se ve afectado. ¿Qué pasa con los profesionales? Aquí la evidencia es aún más clara: la

Se ha producido un cambio poderoso en las últimas décadas hacia la indexación y otras formas de inversión pasiva por la sencilla razón de que las decisiones de inversión activa a menudo son incorrectas. Por supuesto, muchas formas de error contribuyen a esta realidad. Cualquiera sea la razón, sin embargo, tenemos que concluir que, en promedio, los inversores profesionales activos tenían más cosas que funcionaban peor y menos cosas que tenían un rendimiento superior, y/o que compraban demasiado a precios elevados y vendían demasiado a precios deprimidos. La inversión pasiva no ha crecido para cubrir la mayor parte del capital de los fondos mutuos de renta variable de EE. UU. porque los resultados pasivos han sido muy buenos; Creo que es porque la gestión activa ha sido muy mala.

Cuando trabajé en First National City Bank hace 50 años, los posibles clientes solían preguntar: "¿Qué tipo de rendimiento cree que puede obtener en una cartera de acciones?" La respuesta estándar fue 12%. ¿Por qué?

"Bueno", dijimos (de forma tan simplista), "el mercado de valores rinde alrededor del 10% al año. Un pequeño esfuerzo debería permitirnos mejorar eso en al menos un 20%". Por supuesto, como ha demostrado el tiempo, no hay nada de cierto en eso. "Un pequeño esfuerzo" no agregó nada. De hecho, en la mayoría de los casos, la inversión activa restó valor: la mayoría de los fondos de renta variable no se mantuvieron al día con los índices, especialmente después de las comisiones.

¿Qué pasa con la prueba definitiva? El ingrediente esencial de las inversiones de Oaktree en deuda en dificultades (las compras a precio de ganga) ha emanado de las grandes oportunidades que nos brindaron los vendedores. La negatividad alcanza un crescendo durante las crisis económicas y de mercado, lo que hace que muchos inversores se depriman o teman y vendan presas del pánico. Los resultados como los que buscamos en la deuda en dificultades solo se pueden lograr cuando los tenedores nos venden a precios irracionalmente bajos.

La inversión superior consiste en gran medida en aprovechar los errores cometidos por otros. Claramente, vender cosas porque están caídas es un error que puede brindar grandes oportunidades a los compradores.

¿Cuándo deben vender los inversores?

© 2022 OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT, LP
TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS

Si no deberías vender cosas porque están al alza, y no deberías vender porque están a la baja, ¿alguna vez es correcto vender? Como mencioné anteriormente, describí las discusiones que tuvieron lugar mientras Andrew y su familia vivían con Nancy y conmigo en 2020 en *Something of Value*. Esa experiencia realmente fue de gran valor: un lado positivo inesperado para la pandemia. Ese memorando provocó la reacción más fuerte de los lectores de cualquiera de mis memorandos hasta la fecha. Esta respuesta probablemente se debió a (a) el contenido, que en su mayoría se relacionaba con la inversión de valor; (b) las percepciones personales proporcionadas, y especialmente mi confesión con respecto a mi necesidad de crecer con los tiempos; o (c) la conversación recreada que incluí como apéndice. El último de estos fue así, en parte:

Howard: Oye, veo que XYZ ha subido un xx% este año y se vende a una relación A/E de xx. ¿Estás tentado a tomar algunas ganancias?

Andrew: Papá, te he dicho que no soy vendedor. ¿Por qué vendería?

H: Bueno, podrías vender algo aquí porque (a) estás muy arriba; (b) quiere poner algo de la ganancia "en los libros" para asegurarse de no devolverlo todo; y (c) a esa valuación, podría estar sobrevaluado y precario. Y, por supuesto, (d) nadie nunca se arruinó obteniendo ganancias.

R: Sí, pero por otro lado, (a) soy un inversionista a largo plazo, y no pienso en las acciones como papeles para negociar, sino como parte de la propiedad de un negocio; (b) la empresa todavía tiene un enorme potencial; y (c) puedo vivir con una fluctuación a la baja a corto plazo, la amenaza

de lo cual es parte de lo que crea oportunidades en las acciones para empezar. En última instancia, lo único que importa es el largo plazo. (Hay mucho "abc" en nuestra casa. Me pregunto de dónde sacó Andrew eso).

H: Pero si está potencialmente sobrevaluado a corto plazo, ¿no debería recortar su tenencia y embolsarse parte de la ganancia? Entonces, si baja, (a) ha limitado su arrepentimiento y (b) puede comprar más bajo.

R: Si tuviera una participación en una empresa privada con un enorme potencial, un gran impulso y una excelente administración, nunca vendería una parte solo porque alguien me ofreció el precio completo. Los grandes compositores son extremadamente difíciles de encontrar, por lo que suele ser un error dejarlos ir. Además, creo que es mucho más sencillo predecir el resultado a largo plazo de una empresa que los movimientos de precios a corto plazo, y no tiene sentido sacrificar una decisión en un área de alta convicción por una sobre la que no se está seguro. limitado a baja condena. . . .

H: ¿No hay ningún punto en el que empezarías a vender?

R: En teoría, la hay, pero depende en gran medida de (a) si los fundamentos se están desarrollando como espero y (b) cómo se compara esta oportunidad con las otras que están disponibles, teniendo en cuenta mi alto nivel de comodidad con esta. .

Aforismos como "nadie nunca se arruinó obteniendo ganancias" pueden ser relevantes para las personas que invierten a tiempo parcial para sí mismos, pero no deberían tener cabida en la inversión profesional. **Seguro que hay buenos razones para vender, pero no tienen nada que ver con el miedo a equivocarse, arrepentirse y quedar mal.** Más bien, estas razones deben basarse en las perspectivas de la inversión, no en la psique del inversionista, y deben identificarse mediante un riguroso análisis financiero, rigor y disciplina.

© 2022 OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT, LP
TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS

El profesor de la Universidad de Stanford, Sidney Cottle, fue el editor de las últimas versiones de *Security Analysis de Benjamin Graham y David L. Dodd*, "la biblia de la inversión en valor", incluida la edición que leí en Wharton.

hace 56 años Por esa razón, conocía el libro como "Graham, Dodd and Cottle". Sid fue consultor del departamento de inversiones del First National City Bank en la década de 1970, y **nunca he olvidado su descripción de la inversión: "la disciplina de la selección relativa"**. En otras palabras, la mayoría de las decisiones de cartera que toman los inversores son elecciones relativas.

Es evidente que las consideraciones relativas deben jugar un papel muy importante en cualquier decisión de vender participaciones existentes.

- Si su tesis de inversión parece menos válida que antes y/o la probabilidad de que resulte precisa ha disminuido, probablemente sea apropiado vender una parte o la totalidad de la tenencia. • Del mismo modo, si surge otra inversión que parezca más prometedora: ofrecer una rentabilidad prospectiva superior ajustada al riesgo: es razonable reducir o eliminar las participaciones existentes para dejarle espacio.

Vender un activo es una decisión que no debe tomarse aisladamente. El concepto de Cottle de "selección relativa" destaca el hecho de que cada venta genera ingresos. ¿Qué harás con ellos? ¿Tiene algo en mente que cree que podría producir un rendimiento superior? ¿Qué podría perderse al cambiar a la nueva inversión? ¿Y a qué renunciará si continúa manteniendo el activo en su

cartera en lugar de hacer el cambio? O tal vez no planea reinvertir las ganancias. En ese caso, ¿cuál es la probabilidad de que mantener las ganancias en efectivo lo haga estar mejor de lo que habría estado si hubiera conservado lo que vendió? **Preguntas como estas se relacionan con el concepto de “costo de oportunidad”, una de las ideas más importantes en la toma de decisiones financieras.**

Cambiando de marcha, ¿qué pasa con la idea de vender porque cree que se avecina una caída temporal que afectar a una de sus participaciones o a todo el mercado? Hay problemas reales con este enfoque:

- ¿Por qué vender algo que cree que tiene un futuro positivo a largo plazo para prepararse para una caída que espera ser temporal?
- Hacerlo introduce una forma más de equivocarse (de las cuales hay tantas), ya que el declive podría no ocurrir.
- Charlie Munger, vicepresidente de Berkshire Hathaway, señala que vender con fines de sincronización del mercado en realidad le da al inversor dos formas de equivocarse: la caída puede ocurrir o no, y si lo hace, tendrá que averiguar cuándo es el momento adecuado para volver a entrar.
- O tal vez son tres formas, porque una vez que vendes, también tienes que decidir qué hacer con las ganancias mientras esperas hasta que ocurra la caída y llegue el momento de volver a entrar.
- Las personas que evitan las caídas vendiendo con demasiada frecuencia pueden deleitarse con su brillantez y no lograr restablecer sus posiciones en los mínimos resultantes. Por lo tanto, incluso los vendedores que tenían razón pueden fallar en lograr algo de valor duradero. • Por último, ¿qué pasa si te equivocas y no hay caída? En ese caso, se perderá las ganancias resultantes y nunca volverá a entrar o lo hará a precios más altos.

Por lo tanto, generalmente no es una buena idea vender para fines de sincronización del mercado. **Hay muy pocas ocasiones para hacerlo de manera rentable y muy pocas personas que posean la habilidad necesaria para aprovechar estas oportunidades.**

© 2022 OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT, LP
TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS

Antes de terminar con este tema, es importante tener en cuenta que las decisiones de venta no siempre están bajo el control de un administrador de inversiones. Los clientes pueden retirar capital de cuentas y fondos, lo que requiere ventas, y la duración limitada de los fondos cerrados puede requerir que los administradores liquiden las tenencias aunque no están maduros para vender. La elección de *qué vender* en estas condiciones aún puede basarse en las expectativas de un administrador con respecto a los rendimientos futuros, pero la decisión *de no vender* no se encuentra entre las opciones del administrador.

¿Cuánto es demasiado para retener?

Ciertamente, hay momentos en los que es correcto vender un activo a favor de otro basado en la idea de selección relativa. Pero no debemos hacer esto de una manera mecánica. Si lo hiciéramos, en el extremo lógico, pondríamos todo nuestro capital en la única inversión que consideramos la mejor.

Prácticamente todos los inversores, incluso los mejores, diversifican sus carteras. Es posible que tengamos una idea de qué tenencia es lo mejor, pero **nunca he oído hablar de un inversor con una cartera de un solo activo. Pueden sobrevalorar los favoritos para aprovechar lo que creen que saben, pero aun así se diversifican para protegerse contra lo que no saben.** Eso significa que suboptimizan, potencialmente intercambiando parte de su oportunidad de un rendimiento máximo para aumentar la probabilidad de uno simplemente excelente.

Aquí hay una pregunta relacionada de mi conversación reconstruida con Andrew:

H: Tienes una cartera concentrada. XYZ era una gran posición cuando invertiste, y es aún más grande hoy, dada la apreciación. Los inversores inteligentes concentran carteras y se aferran para aprovechar lo que saben, pero diversifican las participaciones y venden a medida que las cosas suben para limitar el daño potencial de lo que no saben. ¿El crecimiento en esta posición no ha desequilibrado nuestra cartera en ese sentido?

R: Tal vez eso sea cierto, dependiendo de sus objetivos. Pero recortar significaría vender algo con lo que me siento inmensamente cómodo según mi evaluación de abajo hacia arriba y pasar a algo con lo que me siento menos bien o conozco menos (o efectivo). Para mí, es mucho mejor poseer una pequeña cantidad de cosas por las que tengo fuertes sentimientos. Solo tendré algunas buenas ideas a lo largo de mi vida, así que tengo que maximizar las pocas que tengo.

Todos los inversores profesionales quieren un buen rendimiento de inversión para sus clientes, pero también quieren el éxito financiero para ellos. Y los aficionados tienen que invertir dentro de los límites de su tolerancia al riesgo.

Por estas razones, la mayoría de los inversores, y ciertamente la mayoría de los clientes de los administradores de inversiones, no son inmunes a la aprensión con respecto a la concentración de la cartera y, por lo tanto, a la susceptibilidad a los desarrollos adversos. Estas consideraciones introducen razones válidas para limitar el tamaño de las compras de activos individuales y recortar posiciones como aprecian.

Los inversores a veces delegan la decisión sobre cómo ponderar los activos en las carteras a un proceso llamado optimización de cartera. Los datos sobre el potencial de rentabilidad, el riesgo y la correlación de las clases de activos se introducen en un modelo informático y se obtiene la cartera con la rentabilidad óptima ajustada al riesgo esperada. Si un activo se aprecia en relación con los demás, el modelo se puede volver a ejecutar y le dirá qué comprar y vender. El principal problema de estos modelos radica en que todos los datos que tenemos sobre esos tres parámetros se relacionan con el pasado, pero para llegar a la cartera ideal, el modelo necesita datos que describan con precisión el futuro. Además, los modelos necesitan una entrada numérica para el riesgo, e insisto absolutamente en que ningún número único puede describir completamente el riesgo de un activo. Por lo tanto, los modelos de optimización no pueden dictar con éxito las acciones de la cartera.

La línea de fondo:

- debemos basar nuestras decisiones de inversión en nuestras estimaciones del potencial de cada activo,
- no debemos vender solo porque el precio ha subido y la posición se ha incrementado,
- puede haber razones legítimas para limitar el tamaño de las posiciones que mantenemos,
- pero no hay forma de calcular científicamente cuáles deberían ser esos límites.

En otras palabras, la decisión de recortar posiciones o vender por completo depende del juicio. . . como todo lo demás que importa en la inversión.

La palabra final sobre la venta

La mayoría de los inversores intentan añadir valor sobreponderando o subponderando activos específicos y/o mediante acciones oportunas comprando y vendiendo. Si bien pocos han demostrado la capacidad de hacer estas cosas correctamente de manera constante (consulte mis comentarios sobre la gestión activa en la página 4), todos son libres de intentarlo. Sin embargo, hay un gran "pero".

Lo que está claro para mí es que simplemente estar invertido es, con mucho, "lo más importante". (¡Alguien debería escribir un libro con ese título!) La mayoría de las carteras gestionadas activamente no superarán al mercado como resultado de la manipulación de las ponderaciones de la cartera o de la compra y venta con fines de sincronización del mercado. **Puede intentar aumentar los rendimientos participando en tales maquinaciones, pero es poco probable que estas acciones funcionen en el mejor de los casos y pueden interferir en el peor de los casos.**

La mayoría de las economías y corporaciones se benefician de las tendencias seculares subyacentes positivas y, por lo tanto, la mayoría de los mercados de valores aumentan la mayoría de los años y, ciertamente, durante períodos prolongados. Uno de los índices bursátiles de EE. UU. de más larga duración, el S&P 500, ha producido un rendimiento promedio compuesto estimado durante los últimos 90 años del 10,5% anual. Ese es un rendimiento sorprendente. Significa \$1 invertido en el S&P 500 hace 90 años habría crecido a aproximadamente \$ 8,000 hoy.

Mucha gente ha comentado sobre las maravillas de la capitalización. Por ejemplo, se dice que Albert Einstein llamó al interés compuesto "la octava maravilla del mundo". Si se pudiera invertir \$1 hoy en el histórico rendimiento compuesto de 10.5% anual, crecería a \$147 en 50 años. Se podría argumentar que el crecimiento económico será más lento en los próximos años que en el pasado, o que las acciones de ganga eran más fáciles de encontrar en períodos anteriores que en la actualidad. Sin embargo, incluso si se capitaliza solo al 7%, \$1 invertido hoy crecerá a más de \$29 en 50 años. **Por lo tanto, prácticamente se garantiza que alguien que ingresa a la edad adulta hoy estará bien arreglado para cuando se jubile si simplemente comienza a invertir rápidamente y evita alterar el proceso mediante el comercio.**

Me gusta la forma en que Bill Miller, uno de los grandes inversores de nuestro tiempo, lo expresó en su *carta de mercado del tercer trimestre de 2021*:

En el período de la posguerra, el mercado de valores de EE. UU. ha subido alrededor del 70% de los años. . . Las probabilidades mucho menos favorables han hecho que los propietarios de los casinos sean muy ricos, pero la mayoría de los inversores intentan adivinar el 30% del tiempo en que las acciones caen, o peor aún, pasan el tiempo tratando de surfear, en vano, las olas trimestrales hacia arriba y hacia abajo en el mercado. . La mayoría de los rendimientos de las acciones se concentran en ráfagas bruscas que comienzan en períodos de gran pesimismo o miedo, como vimos más recientemente en el declive pandémico de 2020. **Creemos que el tiempo, no el momento oportuno, es la clave para crear riqueza en el mercado de valores.** (18 de octubre de 2021. Énfasis añadido)

¿De qué son las "ráfagas agudas" de las que habla Miller? El 11 de abril de 2019, *The Motley Fool* citó datos de la *Guía de jubilación* de 2019 de JP Morgan Asset Management que muestran que en el período de 20 años entre 1999 y 2018, el rendimiento anual del S&P 500 fue del 5,6 %, pero su rendimiento solo habría sido del 2,0 % si no hubiera participado en los 10 mejores días (o aproximadamente el 0,4 % de los días de negociación), y no habría logrado dinero si te hubieras perdido los 20 mejores días. En el pasado, los rendimientos a menudo se concentraban de manera similar en una pequeña cantidad de días. Sin embargo, los inversionistas hiperactivos continúan entrando y saliendo del mercado, incurriendo en costos de transacción e impuestos sobre las ganancias de capital y corriendo el riesgo de perderse esos "ráfagas agudas".

Como se mencionó anteriormente, los inversores a menudo se dedican a vender porque creen que una caída es inminente y tienen la capacidad de evitarla. La verdad, sin embargo, es que comprar o mantener, incluso a precios elevados, y experimentar una caída está lejos de ser fatal. Por lo general, cada máximo del mercado es seguido por uno más alto y, después de todo, solo importa el rendimiento a largo plazo. **Reducir la exposición al mercado a través de estrategias mal concebidas vender, y por lo tanto no participar plenamente en la tendencia positiva a largo plazo de los mercados, es un pecado capital en la inversión. Eso es aún más cierto en el caso de vender sin razón las cosas que han caído, convirtiendo las fluctuaciones negativas en pérdidas permanentes y perdiendo el milagro de la capitalización a largo plazo.**

* * *

Cuando conozco gente por primera vez y descubren que estoy en el negocio de las inversiones, a menudo me preguntan (especialmente en Europa) "¿en qué operas?" Esa pregunta me pone los pelos de punta. Para mí, "comerciar" significa entrar y salir de activos individuales y mercados completos sobre la base de conjeturas sobre lo que harán los precios en la próxima hora, día, mes o trimestre. En Oaktree no participamos en tal actividad, y pocas personas han demostrado la capacidad de hacerlo bien.

En lugar de comerciantes, nos consideramos inversores. **En mi opinión, invertir significa comprometer capital en activos en base a estimaciones bien razonadas de su potencial y beneficiarse de los resultados a largo plazo.** Oaktree emplea a personas llamadas comerciantes, pero su trabajo consiste en implementar decisiones de inversión a largo plazo tomadas por administradores de cartera en función de los fundamentos de los activos. Nadie en Oaktree cree que puede ganar dinero o avanzar en su carrera vendiendo ahora y recomprando después de una caída intermedia, en lugar de mantener durante años y dejar que el valor eleve los precios si las expectativas fundamentales resultan.

Cuando se formó Oaktree en 1995, los cinco fundadores, que en ese momento habían trabajado juntos durante nueve años en promedio, establecieron una filosofía de inversión basada en lo que habíamos hecho con éxito en ese tiempo. Uno de los seis principios expresó nuestra opinión sobre tratar de cronometrar los mercados al comprar y vender:

Debido a que no creemos en la capacidad predictiva requerida para cronometrar correctamente los mercados, mantenemos las carteras completamente invertidas siempre que se puedan comprar activos a precios atractivos. La preocupación por el clima del mercado puede hacer que nos inclinemos hacia inversiones más defensivas, aumentemos la selectividad o actuemos de manera más deliberada, pero nunca nos movemos para recaudar efectivo. Los clientes nos contratan para invertir en nichos de mercado específicos y nunca debemos dejar de hacer nuestro trabajo. Tener inversiones cuyo precio baja es desagradable, pero perder rendimientos porque no pudimos comprar lo que nos contrataron para comprar es imperdonable.

Nunca hemos cambiado ninguno de los seis principios de nuestra filosofía de inversión, incluido este, y no tenemos planes de hacerlo.

13 de enero de 2022

Información legal y divulgaciones

Este memorándum expresa los puntos de vista del autor a la fecha indicada y dichos puntos de vista están sujetos a cambios sin previo aviso. Oaktree no tiene el deber ni la obligación de actualizar la información contenida en este documento. Además, Oaktree no garantiza, y no se debe suponer, que el rendimiento de inversiones pasadas sea una indicación de resultados futuros. Además, dondequiera que exista el potencial de ganancia, también existe la posibilidad de pérdida.

Este memorándum se pone a disposición solo con fines educativos y no debe utilizarse para ningún otro propósito. La información contenida en este documento no constituye y no debe interpretarse como una oferta de servicios de asesoramiento o una oferta de venta o solicitud de compra de valores o instrumentos financieros relacionados en ninguna jurisdicción. Cierta información contenida en este documento sobre las tendencias económicas y el desempeño se basa o se deriva de la información proporcionada por fuentes independientes de terceros.

Oaktree Capital Management, LP ("Oaktree") cree que las fuentes de las que se ha obtenido dicha información son confiables; sin embargo, no puede garantizar la precisión de dicha información y no ha verificado de forma independiente la precisión o integridad de dicha información o las suposiciones en las que se basa dicha información.

Este memorándum, incluida la información contenida en él, no puede copiarse, reproducirse, volver a publicarse ni publicarse en su totalidad o en parte, de ninguna forma sin el consentimiento previo por escrito de Oaktree.

© 2022 OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT, LP
TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS



ACTUALIZACIÓN DEL 4T 2021

11 de enero de 2022

Actualización de la cartera

Teekay LNG (TGP): el 4 de octubre, Teekay LNG anunció que Stonepeak, una empresa de inversión alternativa especializada en infraestructura y activos inmobiliarios, los adquiriría por \$ 6200 millones, o \$ 17 por acción. Teekay LNG es uno de los mayores operadores de buques de GNL. No nos agradó la oferta y publicamos los archivos de la SEC que detallan el razonamiento detrás de la transacción; nos enfadamos aún más. Teekay LNG es propiedad en un 41% de su empresa matriz Teekay Corp, que aprobó la transacción antes de que votaran los accionistas minoritarios. El 9% de los accionistas restantes necesitaban aprobar la transacción, convirtiéndola en una formalidad. Nuestra razón para ser dueños de TGP fue relativamente simple. Teníamos un negocio decente con contratos a largo plazo, generamos un ROE del 8 % al 12 %, estábamos en proceso de desapalancamiento y teníamos una rentabilidad por dividendo del 8 %. Creíamos que el valor justo del negocio estaba a mediados de los \$ 20 y obtuvimos un dividendo mientras esperábamos. Hubo varios problemas con el proceso de venta, entre ellos, 1. Justificación principal de la gerencia

en aprobar la transacción fue "liquidez inmediata al cierre". TGP es una acción que cotiza en bolsa con un promedio de más de 1 millón de acciones negociadas por día, o \$16 millones nominales. Cualquiera (excluyendo los fondos mutuos/ETF más grandes) podría salir de la acción en unos pocos días sin afectar materialmente el precio. 2. La diligencia debida realizada por los bancos de inversión para buscar el comprador adecuado parece ser deficiente. TGP inició el proceso de venta en enero de 2021 cuando la acción estaba en ~\$13.

Solo se contactó a dos compradores estratégicos, y los 20 restantes fueron compradores financieros.

El precio más alto que recibió TGP fue una oferta preliminar de \$ 18 a principios de 2021 de Stonepeak.

Desde esa oferta inicial, la perspectiva comercial de la compañía mejoró debido a la mayor demanda de gas natural y la compañía continuó pagando la deuda. Nos desconcierta cómo disminuyó el precio de compra durante ese período. Nuestra opinión es que TGP debería haber continuado su camino, reduciendo deuda, liquidando acciones preferenciales y vendiendo partes no estratégicas del negocio. Nos equivocamos al pensar que TK Corp. haría lo mejor para los accionistas minoritarios dada su participación sustancial.

Nuestra solución es comprender mejor los posibles conflictos de interés antes de comprar valores.

Intel Corp (INTC): originalmente compramos Intel en agosto de 2020 debido al sustancial FCF generado y \$ 10B + anuales en I + D y Capex invertidos en los últimos años. El liderazgo tecnológico que alguna vez tuvo desapareció cuando competidores como TSMC, AMD y otros en el grupo de CPU y centros de datos superaron a Intel. A pesar de que Intel tuvo años de bajo rendimiento empresarial debido a los retrasos en el lanzamiento de nuevos productos, creíamos que la cantidad de capital gastado en la empresa les permitiría ponerse al día y recuperar la cuota de mercado. Sabíamos que este tipo de cambio, dado el tamaño de la empresa, no iba a ser rápido ni fácil.

Sin embargo, creíamos que el precio ofrecido nos compensaba con creces el riesgo de fracasar una vez más.

En enero, Intel anunció a Pat Gelsinger como nuevo CEO. Estábamos contentos con la contratación, ya que Pat era el CTO original de Intel, lo que ayudó a Intel a convertirse en el jugador dominante en la industria que una vez fue. Nos preocupamos cada vez más de que Pat no fuera la persona adecuada en los meses y trimestres posteriores al anuncio. El Sr. Gelsinger parece estar viendo el mundo a través de lentes color de rosa (aunque reconocemos que el CEO es el corazón y el alma de la organización, por lo que entendemos hasta cierto punto por qué habló de la forma en que lo hizo). FCF de Intel nos dio algunos

tranquilidad de que podría permitirse continuar invirtiendo en nuevos productos mientras recompró acciones o realizó adquisiciones.

En el último trimestre, la empresa anunció un ambicioso plan de gastos. En 2022, Intel espera gastar entre \$ 25-\$ 28 mil millones en gastos de capital más otros \$ 15 mil millones en I + D, ¡con el potencial de gastar más si se presenta una oportunidad! Es probable que el colchón FCF que una vez tuvimos desaparezca durante los próximos años, ya que Intel apuesta a la granja para volver a una posición líder en el mercado. Si bien el futuro de los semiconductores es muy brillante y los mercados finales, como los centros de datos y los vehículos autónomos, están creciendo rápidamente, nos preocupan las posibles ramificaciones si las inversiones de INTC resultaran desafortunadas como la década pasada. Comprender lo que INTC ganará el próximo año es un desafío en sí mismo. Pensar en lo que podría ser en 3 a 5 años probablemente no sea más que una conjetura. Con nuestra protección contra caídas desaparecida y la incertidumbre que rodea el futuro del negocio, decidimos vender la posición. Tenemos una mentalidad a largo plazo y estamos dispuestos a soportar el dolor a corto plazo. Sin embargo, cuando los hechos cambian, debemos actualizar nuestros puntos de vista anteriores.

Capstone Mining (CSFFF): en noviembre, Capstone Mining anunció que adquirirá Mantos Copper por ~\$1.300 millones. Mantos opera dos minas en Chile, Mantos Blancos y Mantoverde (70% de propiedad). Creemos que esta transacción es transformadora y beneficiosa para los accionistas. En 2021, Capstone producirá alrededor de 85 mil toneladas de cobre. La compañía recién combinada habría producido alrededor de 175 mil toneladas, duplicando la capacidad anterior.

Capstone sigue siendo una de nuestras inversiones favoritas, dada la falta de nueva oferta y la dinámica de demanda positiva que creemos que se desarrollará durante la próxima década en la industria del cobre. El activo más estratégico de Capstone, Santo Domingo, está ubicado a solo 30 km al NE de Mantoverde, lo que genera oportunidades de integración, como fuentes de agua compartidas, tuberías y sinergias de transporte. Santo Domingo será una de las operaciones mineras de menor costo cuando entre en funcionamiento en 2025-2026.

Cartera Top 5 Holdings

A fines de 2021, nuestras 5 participaciones principales representaban casi el 41 % de los activos, y NVDA representaba casi la mitad del peso en ~21 % de la cartera. Los cuatro restantes incluyen QCOM, IVSXF, WY y AMGN. Si bien seguimos creyendo que NVDA es una de las mejores empresas a nivel mundial, con un equipo de administración estelar y una tremenda vía de crecimiento, se ha convertido en una posición tan grande para los clientes que creemos que es prudente reducir el tamaño de la posición. Hacia el final del trimestre, vendimos algunas llamadas NVDA de enero contra nuestra posición existente. Si las llamadas caducan sin valor, probablemente volveremos a implementar esta estrategia, recaudando múltiplos de nuestro precio de compra inicial en primas.

Actualización del mercado

En la superficie, parece que todo es excelente. Sin embargo, mirar debajo del capó cuenta una historia completamente diferente. A partir del 15 de diciembre, el índice Russell 3000, que rastrea el rendimiento de los 3000 valores más grandes que cotizan en los EE. UU., estaba un 3,4 % por debajo de su máximo histórico. 2.288 (76,2%) del índice estaba un 10% o más por debajo de sus máximos históricos, 1.068 (30% del índice) estaba más de un 30% por debajo de su máximo histórico y 559 (18,6% del índice) estaba más del 50% de su máximo histórico. Los nombres de mega capitalización, incluidos Apple, Google, Amazon, Nvidia y otros, han mantenido el mercado debido a su importante peso en el índice. Estamos encontrando más ofertas que a principios de año y buscaremos desplegar nuevo capital y ganancias de la venta de TGP en nombres que encontremos atractivos en 2022.

Curiosamente, varios de los nombres que han bajado más del 50% siguen siendo caros en función de los últimos resultados y estimaciones futuras. Peloton (PTON) bajó más del 70 % en 2021 y, a fines de 2021, cotiza a ~5 veces las ventas de 2022. La limonada (no la bebida, LMND) bajó un 77 %, se estima que generará \$215 millones en ingresos y actualmente cuenta con una capitalización de mercado de \$2800 millones, Chegg (CHGG) bajó un 68 % y, por último, Teladoc bajó un 74 % desde sus máximos históricos cotizan a 5,7x. Al mismo tiempo, estos negocios están creciendo a un ritmo superior al promedio, lo que justifica una valoración superior. Estas acciones aún cotizan con primas sustanciales respecto de las normas históricas. Estas valoraciones son posteriores a la drástica caída de los precios. Se espera que todas las acciones enumeradas anteriormente generen pérdidas en 2022, excepto CHGG. No debería sorprender que ninguno de los nombres enumerados anteriormente, o varios otros beneficiarios de covid, no estén en la cartera. Tratamos de entender qué hará el negocio en los próximos tres a cinco años. Estas empresas necesitaban mantener tasas de crecimiento que considerábamos eventos de baja probabilidad, lo que nos hizo pasar. Ahora que entramos en 2022, estamos muy entusiasmados con las valoraciones con descuento en nuestra cartera. Con una inflación más alta, nuestras inversiones en bienes raíces deberían seguir beneficiándose a través de rentas más altas o apreciación de la tierra, KIM, SKT, WY y FPH. Nuestras inversiones relacionadas con materias primas, incluidas HCC, EAF y CSFFF, han indicado que este es uno de los mejores entornos de precios que han visto en años. Planeamos organizar un evento más adelante en junio.

2022 y esperamos responder preguntas sobre su cartera y el mercado. Si está interesado en asistir, envíe un correo electrónico a la siguiente dirección y nos pondremos en contacto.

Saludos,



Dominick D'Angelo

Dominick D'Angelo, CFA
Dominick@okeefestevens.com
585-497-9878
<https://okeefestevens.com/>

Descargo de responsabilidad

Este documento es sólo para fines informativos. O'Keefe Stevens Advisory no proporciona ninguna recomendación de inversión con la publicación de este documento, y no se incluyen datos de rendimiento de la empresa en este documento.



Gestión de activos en el extranjero (Caimán) Ltd.

The Pavilion Cricket Square

PO Box 597 Grand Cayman KY1-1107 Islas Caimán

T 345 949 8787 345 949 8780 F 345 949 7760

E info@oam.com.ky www.oam.com.ky

Fondo Asiático de Recuperación de la OAM

el 17 enero, 2022

Estimado socio accionista,

El NAV/acción del Fondo aumentó un 9,3% el año pasado. En comparación, el índice de referencia del Fondo, el índice MSCI Asia ex Japan (US\$), disminuyó un 6,4 % el año pasado. Durante los 23 años transcurridos desde su creación, el valor liquidativo del Fondo se acumuló a un 12,7 % anual, casi 16 veces más, mientras que el índice MSCI Asia ex Japan (US\$) aumentó un 285 %.

o 6.0% anual. Las cifras de referencia utilizadas para la comparación no incluyen dividendos. Estimamos que si los dividendos, netos de impuestos retenidos, se incluyen en los rendimientos de referencia, los rendimientos de referencia aumentarían menos de 2 ½ puntos porcentuales por año.

Clases de activos en competencia

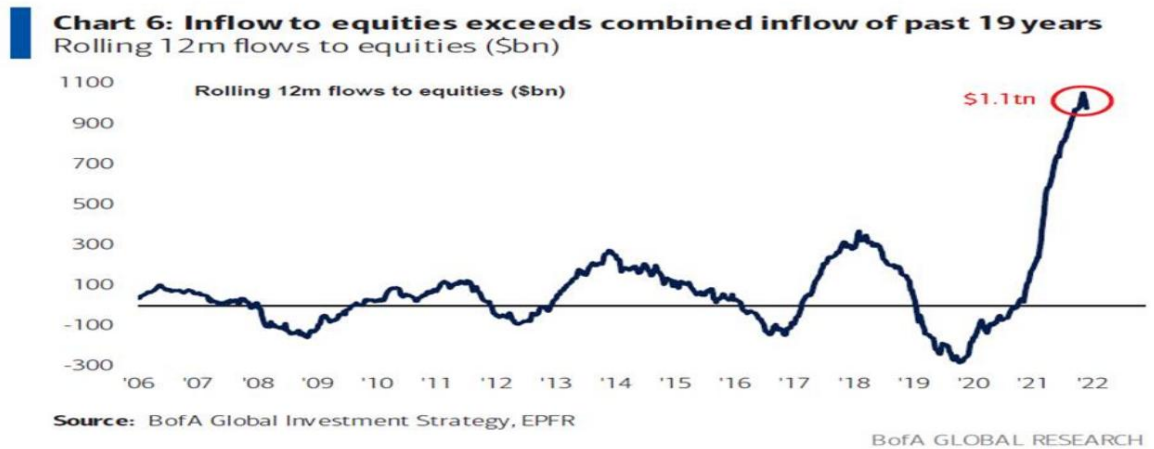
Si bien estamos satisfechos con el rendimiento de la inversión del año pasado, palidece en comparación con el rendimiento del 26,9 % del S&P 500 y el rendimiento del 21,4 % del NASDAQ. La renta variable estadounidense es la principal clase de activos que compete con la renta variable asiática. La capitalización de mercado de las acciones estadounidenses es ahora más de la mitad del valor de todas las acciones cotizadas a nivel mundial.

La burbuja del mercado de valores de EE. UU. siguió expandiéndose hasta alcanzar proporciones épicas. Sospecho que nuestros hijos y nietos leerán, observarán y hablarán sobre esta orgía especulativa durante las próximas décadas. Otras nuevas clases de activos en competencia han absorbido billones de dólares de liquidez que de otro modo se habrían invertido en acciones, a saber, criptomonedas y tokens no fungibles. Grandes cantidades de dinero también están fluyendo hacia el capital de riesgo y el capital privado gracias a los rendimientos históricos muy altos. Hace casi cuatro años y medio, el P/U ajustado al ciclo (CAPE) de las acciones de EE. UU. superó los 30, colocando las valoraciones en ese momento en el 95 .

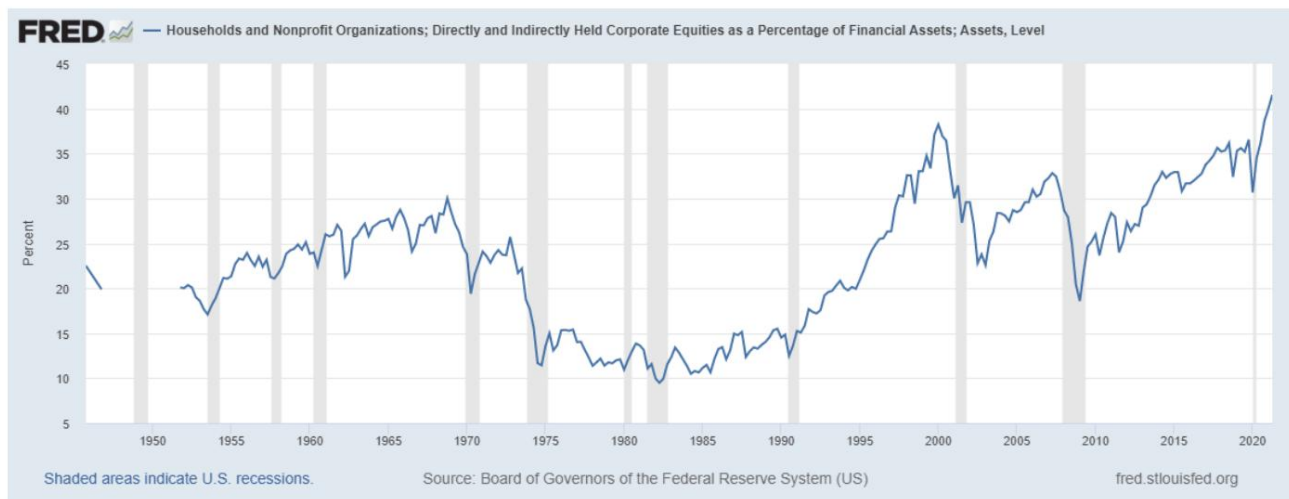
percentil de las valoraciones mensuales históricas de las acciones estadounidenses utilizando 150 años de datos publicados por el premio Nobel Robert Shiller. Hoy, el CAPE de la renta variable estadounidense es 40, situándolo en el 99^o el percentil de las valoraciones de las acciones estadounidenses. El CAPE promedio a largo plazo para las acciones de EE. UU. durante los últimos 150 años es de aproximadamente 16. El grado de sobrevaluación no da ninguna indicación del momento probable de una caída del mercado, pero sí da una indicación de los rendimientos futuros probables que, según las correlaciones históricas, sugieren rendimientos futuros a 10 años para las acciones estadounidenses de aproximadamente cero.

Una mejor guía para el momento probable de las principales caídas del mercado es el grado de especulación del mercado, particularmente por parte de inversores minoristas entusiastas que no tienen idea de cómo valorar una empresa. Muchos de nosotros hemos leído acerca de los limpiabotas de Wall Street a fines de la década de 1920 y las amas de casa japonesas de fines de la década de 1980, quienes fueron actores prominentes en las manías especulativas de esos mercados antes de que colapsaran espectacularmente. Hoy día,

tenemos inversores minoristas que operan en aplicaciones como Robinhood, ganan dinero sin esfuerzo y, en muchos casos, hacen apuestas altamente apalancadas a través de opciones (consulte la declaración del presidente del OAM European Value Fund) y compran con margen. Todas estas manías especulativas fueron alimentadas por una combinación de bajas tasas de interés, fuerte crecimiento en la oferta monetaria, impulso comercial, narrativas seductoras y una psique general de que no hay nada más irritante que ver a un amigo/vecino/ colega enriqueciéndose a través de la especulación sin esfuerzo. también conocido como FOMO (Miedo a perderse algo). Aquí hay algunos gráficos que recopilé recientemente para ilustrar el grado de lo que está sucediendo en el mercado de valores de EE. UU. El primer gráfico muestra los más de un billón de dólares que fluyeron hacia las acciones estadounidenses el año pasado, superando las entradas netas de los 19 años anteriores.

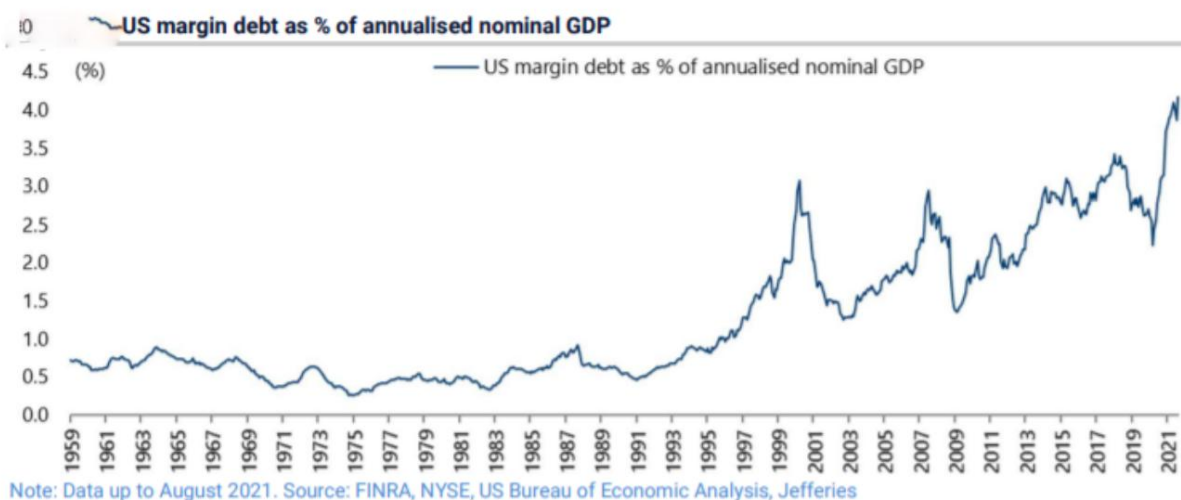


El siguiente gráfico muestra la asignación récord a acciones por parte de los hogares. Los inversores han apostado todo el año pasado por la renta variable estadounidense, como se muestra en estos dos gráficos. Existe una correlación inversa entre la asignación a acciones por parte de los hogares y los rendimientos futuros de las acciones. Los picos anteriores, que se muestran en el gráfico a continuación, del 30 % a fines de 1968 y del 38 % a fines del primer trimestre de 2000 se correspondieron con los principales picos del mercado, y durante los siguientes 10 años, el índice S&P 500 cayó un 7 % y un 22 % respectivamente.



Los picos menores en el segundo trimestre de 2007 (inmediatamente antes de la GFC) y finales de 2019 (inmediatamente antes de la fuerte liquidación de la pandemia) tampoco fueron buenos momentos para apostar por las acciones, aunque las acciones del banco central inmediatamente después de cada una de estas crisis resultó en un fuerte repunte en los mercados de valores. inversores hoy

parecen tan seguros de que la Fed respaldará con éxito a los mercados ante cualquier caída pronunciada que han dejado de lado toda precaución y la asignación de los hogares a la renta variable fue un récord del 41 % en 2021.



Lo que es particularmente preocupante es que esta asignación está impulsada por una deuda de margen récord asumida para comprar acciones, como se muestra en el gráfico anterior. Los picos anteriores en la deuda de margen a principios de 2000 y finales de 2007 se correspondieron con los principales picos del mercado. Cuando las acciones bajan, la deuda contraída para financiar estas participaciones debe reembolsarse y estos inversores se convierten en vendedores forzados. Si el mercado de valores de EE. UU. cae espectacularmente, es probable que la mayoría de los mercados de valores a nivel mundial sigan a EE. UU. a corto plazo. Pero, en última instancia, el dinero tiene que ir a alguna parte, y hoy en día hay bolsas de muy buen valor, especialmente en acciones de mercados emergentes que ahora son una clase de activos muy despreciada y evitada. Seguimos confiando en que es probable que este Fondo genere un rendimiento atractivo durante el resto de esta década, y ciertamente en relación con casi todas las clases de activos de la competencia y efectivo y bonos que tienen un rendimiento cercano a cero.

Mal año para la renta variable china

El año pasado, el índice MSCI China perdió un 22 %, el índice CSI 300 de acciones de Shanghai y Shenzhen perdió un 1 % y el índice Hang Seng perdió un 12 %, todo expresado en dólares estadounidenses sobre una base de rendimiento total. Esto fue principalmente el resultado de las reformas regulatorias de Beijing el año pasado que perjudicaron a muchos promotores inmobiliarios, plataformas de Internet dominantes y empresas educativas privadas con fines de lucro. Esto se hizo con el objetivo de lograr lo que los líderes chinos denominan "prosperidad común". Ha habido muchos malentendidos acerca de lo que significa la prosperidad común. Cheah Cheng Hye, el fundador de Value Partners, que gestiona la mayor inversión individual de nuestro Fondo, ha sido apodado el Warren Buffett de Asia. Lo resumió mejor cuando dijo recientemente que: *"La prosperidad común no enfatiza la distribución de la riqueza. Es antimonopolio y tiene como objetivo promover la igualdad de condiciones para las empresas y hacer que la sociedad sea más productiva y más justa.... No tiene la intención de matar el espíritu empresarial del pueblo chino"*.

Varios clientes nos han preguntado cuánto hemos invertido en China y si planeamos reducir nuestras inversiones en China. Nuestras respuestas son "mucho" (aunque significativamente menos que casi la mitad de nuestro índice de referencia que se invierte en China/HK) y "no". Estas consultas parecen haber sido provocadas por la cobertura mediática de China, que a menudo presenta a China como un villano. Las opiniones sobre China están polarizadas y fuertemente arraigadas. Mi observación es que aquellos que no han visitado China en los últimos años o en absoluto, no hablan con la gente.

vivir en China o no hablar con las personas que visitan China con frecuencia suelen tener una visión negativa de China.

Mientras que aquellos que visitaron recientemente, hablan con personas que viven allí o que visitan con frecuencia tienden a ser mucho más positivo sobre las perspectivas de China. Nos sentimos más seguros al invertir en el crecimiento futuro de China, que actualmente genera un múltiplo de ganancias mucho menor que el de EE. UU. EE. UU. nos parece un imperio en declive, pero donde sus acciones se valoran para un futuro perfecto. También creemos que el renminbi chino está infravalorado y es probable que en las próximas décadas sea una mejor reserva de valor que la mayoría de las demás monedas. El año pasado, el renminbi chino fue la moneda principal más fuerte del mundo, apreciándose en un 7% estimado sobre una base ponderada por el comercio. En los últimos dos años, el renminbi se apreció casi un 10 % frente al dólar estadounidense.

Creemos que esto se debe en gran medida a que China se apegó a una política monetaria convencional, mientras que los bancos centrales del mundo desarrollado se lanzaron a la impresión de dinero para aliviar los efectos de COVID. En los últimos dos años, la oferta monetaria M2 de EE. UU. aumentó un 18 % anual, mientras que la economía creció alrededor de un 3 % anual en términos nominales. Gran parte de este exceso de dinero en los EE. UU. se destinó a activos financieros, viviendas y algunas clases de activos especulativos más nuevos. Durante los 18 años anteriores, la oferta monetaria M2 de EE. UU. creció un 6% anual, más o menos en línea con un crecimiento del PIB nominal del 4% anual. EE. UU. y el resto del mundo desarrollado se involucraron en una enorme expansión fiscal, primero en respuesta a la GFC y, más recientemente, debido a la pandemia, que en el caso de EE. UU. resultó en un aumento del déficit presupuestario respecto del PIB de alrededor del 2 % en 2007 a alrededor del 15% actualmente.

Al mismo tiempo, los bancos centrales del mundo desarrollado aumentaron sus balances de manera masiva, en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, diez veces en los últimos 13 años. Las tasas de interés a corto plazo se redujeron a cero y se suprimieron los rendimientos de los bonos a más largo plazo.

Compare esto con China donde, en los últimos dos años, el crecimiento de la oferta monetaria M2 fue del 9% anual, similar al crecimiento del PIB nominal durante el período del 7% anual. Durante los 18 años anteriores, M2 se expandió a un ritmo del 14 % anual en comparación con el crecimiento del PIB nominal del 12 % anual. En otras palabras, China continúa aplicando una política monetaria convencional y no hay excedentes de efectivo circulando por la economía para avivar la especulación frenética. Las tasas de interés a corto plazo están más o menos en línea con la inflación. Los bonos del gobierno chino a 10 años rinden más que la tasa de inflación, en contraste con los bonos del Tesoro de EE. UU. a plazo similar que rinden sustancialmente menos que la inflación. El balance del banco central chino solo se expandió unas 2,5 veces en los últimos 13 años. Y el déficit presupuestario de China en relación con el PIB es menos de la mitad del de EE. UU.

Las inversiones de nuestro Fondo en China y Hong Kong se comportaron mucho mejor que los índices. Tenemos tres inversiones de una sola empresa en China y Hong Kong. Los tres generaron rendimientos positivos. Nuestro rendimiento de invertir en China Yangtze, el mayor generador de electricidad del mundo que utiliza energía hidroeléctrica, fue del 24 % el año pasado. Esta es la segunda inversión más grande del Fondo en una sola compañía en una base transparente, que comprende alrededor del 3% de sus activos netos. Sus acciones todavía se ven muy infravaloradas con una tasa de capitalización no apalancada del 5,8 % y una tasa de capitalización apalancada del 8,5 % para una de las mayores colecciones de activos de infraestructura a nivel mundial. Sus represas suelen tener una vida útil restante de al menos 100 años, producen electricidad limpia de bajo costo y es probable que la empresa aumente su flujo de caja libre por acción más rápido que la inflación a través de una combinación de reinversión, aumentos de tarifas y pago de la deuda, al tiempo que requiere mantenimiento limitado. En septiembre de 2020, Xi Jinping pronunció un discurso ante la ONU en el que comprometió a China a adoptar políticas y medidas para alcanzar las emisiones máximas de carbono para 2030 y la neutralidad de carbono para 2060. El año pasado, el crecimiento de la electricidad en China creció un inesperado 12,9 % durante el primeros tres trimestres del año, lo que resultó en cortes de electricidad. El liderazgo de China está priorizando el desarrollo de energía limpia y China Yangtze es un líder mundial en

generación hidroeléctrica a muy bajo costo. El mes pasado, se anunció la inyección de activos de las represas de Wudonde y Baihetan en los tramos inferiores del Yangtze. Esto aumentará la capacidad de generación de China Yangtze en casi un 60%. Aún no se han acordado los detalles de la transacción, pero los términos generales indican que debería haber un salto significativo en el flujo de caja libre por acción de China Yangtze debido a las sinergias y la dilución de capital que será mucho menor que la acumulación de ganancias resultante.

Swire Pacific, el holding de larga data de la familia Swire, tiene dos clases de acciones. Somos dueños de las acciones B que cotizan con un increíble descuento del 78 % respecto del NAV, rinden más del 5 % sin retención de impuestos y obtuvieron un retorno del 10 % el año pasado. COSCO Shipping International, la subsidiaria de servicios de envío de COSCO Shipping, aumentó significativamente su dividendo el año pasado y las acciones ahora rinden más del 10 % libres de retención de impuestos. El año pasado, esta inversión rindió un 10%. El precio de las acciones todavía infravalora extremadamente a la empresa, con un efectivo neto que supera la capitalización de mercado de la empresa en más del 60 %, a pesar de que la empresa nunca ha perdido dinero en más de 15 años. Continuamos nuestras conversaciones con la empresa, principalmente instándolos a utilizar su excedente de efectivo de manera inteligente.

Fuertes retornos de la India

Casi el 25% de los activos del Fondo están invertidos en India. Nuestras inversiones en acciones indias proporcionaron la mayor parte de los rendimientos del Fondo el año pasado. El índice MSCI India (US\$) rindió un 26% el año pasado. Nuestros tres fondos de renta variable indios que invierten exclusivamente en India (y, en pequeña medida, en el subcontinente indio) obtuvieron una rentabilidad del 28,6 % el año pasado, neto de comisiones y devengos de impuestos. Estamos muy satisfechos con el rendimiento de nuestros gestores, a quienes conocemos desde hace muchos años antes de seleccionarlos cuidadosamente para gestionar la mayor parte de la exposición india del Fondo. Esto es particularmente así dado que India es el único mercado en el que invertimos a nivel mundial que grava el impuesto a las ganancias de capital sobre las inversiones de capital. El índice de referencia no tiene en cuenta esta importante carga fiscal, lo que hace que el rendimiento de nuestros gestores sea doblemente impresionante.

El presupuesto indio de 2018, con efecto a partir del 1 de abril de 2018, marcó el comienzo de un impuesto sobre las ganancias de capital a largo plazo (LTCG) para acciones de capital cotizadas en bolsa mantenidas durante más de doce meses. Antes de esta enmienda, de acuerdo con las leyes fiscales nacionales, no había impuestos sobre LTCG en la venta de acciones cotizadas; solo se aplicaba una tasa impositiva del 15 % (más el recargo y la tasa aplicables) a las ganancias de capital a corto plazo (STCG, por sus siglas en inglés) de la venta de acciones cotizadas a nivel del Fondo. Se modificaron los tratados fiscales con ciertos países (como Mauricio y Singapur) para retirar la exención del impuesto sobre las ganancias de capital en acciones de capital a partir del 1 de abril de 2017 con respecto a las compras realizadas a partir del 1 de abril de 2017. En consecuencia, todos los Fondos de Mauricio y Singapur deben ahora pagar impuestos sobre las ganancias de capital realizadas, con la excepción de las acciones adquiridas antes del 1 de abril de 2017, que son abuelo Actualmente, las tasas impositivas efectivas (para inversionistas corporativos) sobre las ganancias de capital derivadas de la venta de acciones, con la adición de recargos/cesación, son 10,92% para LTCG y 16,38% para STCG. Tenemos algunas acciones de capital protegidas, que representan una décima parte estimada de la exposición india de nuestro Fondo. Todos nuestros fondos se acumulan y prevén impuestos sobre las ganancias no realizadas a la tasa LTCG. No todos los fondos utilizan este enfoque, así que tenga cuidado al invertir en India.

Las acciones indias son más caras que nuestras inversiones en otras partes de Asia. En algunos aspectos, esto se justifica por la depresión cíclica de los beneficios empresariales como porcentaje del PIB y el hecho de que India tiene un camino muy largo para el crecimiento futuro. El punto de partida de India de bajos ingresos per cápita y bajo endeudamiento de los consumidores, combinado con la rápida digitalización del país, crean enormes vientos de cola para el gasto de los consumidores y

inclusión financiera para cientos de millones de indios. Lo que nos gusta especialmente de la India es que hay muchas empresas de alta calidad que creemos que acaban de comenzar su viaje como máquinas de compuestos.

Después de un año tan sólido, la renta variable india puede hacer una pausa, pero creemos que nuestros gestores nos generarán importantes beneficios durante la próxima década.

Alrededor del 5 % de nuestro Fondo con transparencia se invierte en Bajaj Finance, lo que la convierte en la inversión más grande en una sola empresa por parte del Fondo. Casi toda esta exposición es a través de uno de nuestros fondos indios donde el gestor tiene más de la mitad de su fondo invertido en la empresa. El gestor fue uno de los primeros inversores en Bajaj y tiene la mayor parte de su patrimonio neto invertido en su fondo, lo que demuestra que tiene un conocimiento profundo del negocio y una enorme alineación de intereses con sus inversores. Hacer pequeños préstamos a los indios que desean comprar bienes de consumo duraderos es el negocio principal de Bajaj Finance. Los indios compraron solo alrededor de US\$ 40 mil millones en bienes de consumo duraderos (excluyendo automóviles pero incluidos teléfonos) en 2019, y todo ese segmento no tenía mucho más de US\$ 5 mil millones de crédito pendiente, lo cual es muy pequeño para una economía de casi US\$ 3 billones. Las ventas estimadas de acondicionadores de aire y refrigeradores en la India ese año fueron de menos de US \$ 5 mil millones cada uno y para lavadoras, se estimó en menos de la mitad. Cualquiera puede prestar, pero obtener el reembolso es más complicado en un mercado como el de India. Amazon y Sequoia fundaron una entidad para hacer préstamos digitales en India. ¡En 3 años de operación, terminó con un 38% de morosidad!

Bajaj Finance tiene casi 53 millones de clientes, agregando entre 8 y 10 millones de nuevos clientes al año, y realiza ventas cruzadas a su base de clientes entre diferentes líneas. Por ejemplo, como el mayor vendedor de televisores inteligentes y servicios de suscripción satelital, Netflix decidió asociarse con ellos para desarrollar el mercado indio. También venden seguros y garantías sobre muchos de los bienes de consumo duraderos que financian. La escala de Bajaj le permite negociar acuerdos de subvención con fabricantes cuyos productos financian y que tienen en cuenta en el precio de los préstamos para hacerlos más competitivos para los clientes, aumentando así las barreras de entrada.

Dos factores exclusivos de la India han permitido a Bajaj Finance crecer rápidamente sin tener una alta morosidad en los préstamos. El primero fue la introducción de Aadhaar, el sistema de identificación única (UID) de la India que otorga a cada indio un número de identificación digital único de 12 dígitos que está vinculado a un escaneo de sus 10 huellas dactilares y ambos iris.

Para comprar un automóvil, obtener un subsidio de gas para cocinar del gobierno o realizar prácticamente cualquier transacción, debe proporcionar su UID. Su UID también está vinculado a su(s) cuenta(s) bancaria(s), tarjeta(s) de crédito y débito.

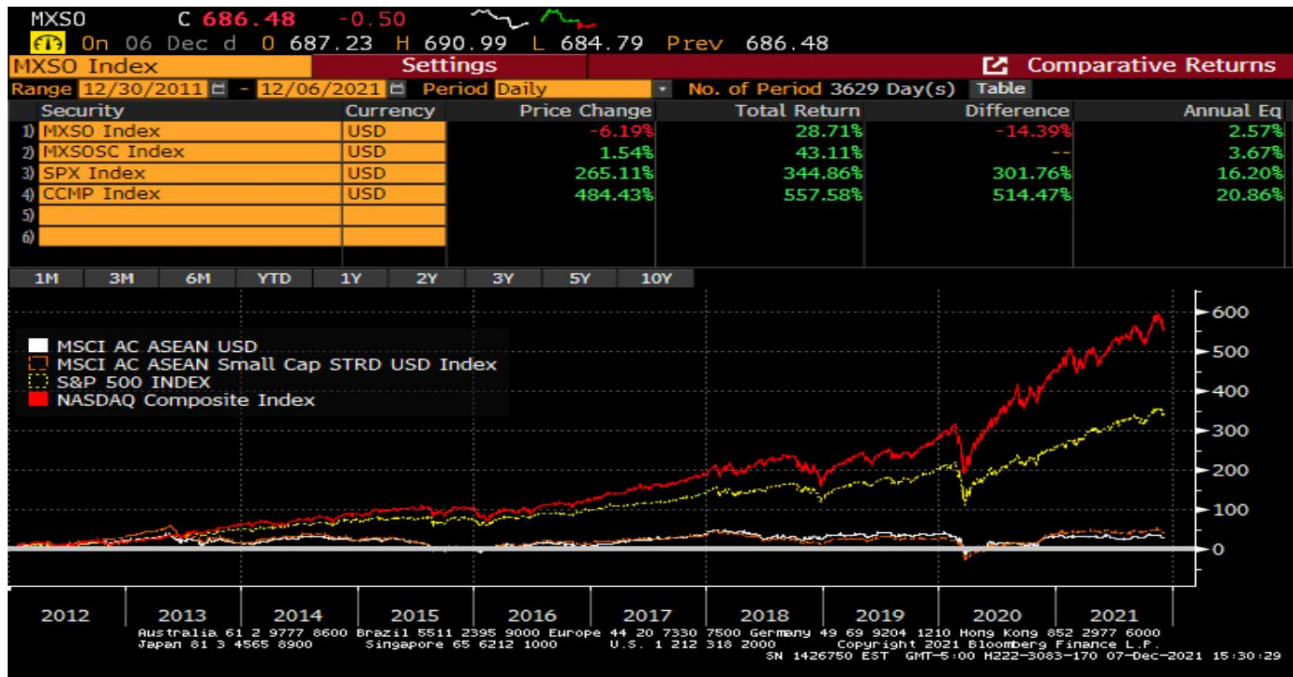
La vinculación de Aadhaar permite el seguimiento de todas las transacciones financieras e incluso si los indios no tienen datos de ingresos, la vinculación puede proporcionar información sobre los flujos de efectivo de esa persona.

En noviembre de 2016, el primer ministro Modi anunció la desmonetización mediante la cual se retiró un asombroso 86% de la moneda en circulación de la India. Las dos medidas llevaron a una población en gran parte no bancarizada que dependía del efectivo como medio de intercambio a una economía sin efectivo que ahora es en gran parte bancarizada y digital. Esto permite que el costo y el tiempo para realizar KYC e incorporar a un nuevo cliente se desplomen a una fracción del tiempo que solía tomar y aún toma a los bancos estatales que dominan la banca india. También permite que una empresa como Bajaj analice los datos de gastos e ingresos de los consumidores utilizando una base de datos que han creado que es varias veces más grande y completa que la de su competidor más cercano. Bajaj solía procesar préstamos en 3 horas cuando otros tardaban entre 3 y 4 días. Pero ahora, Bajaj puede procesar un préstamo en menos de un minuto y puede otorgar crédito instantáneo con límites preaprobados a todos los clientes elegibles.

Más de 700 millones de indios ahora poseen un teléfono inteligente, un aumento de 10 veces en 8 años. Con la penetración de 4G aumentando gracias a las tarifas de datos baratas, el consumo de datos de la India se ha disparado. Se puede comprar un plan móvil anual por US\$30 y le da al suscriptor 1.5 GB de datos por día con voz y texto ilimitados. Como resultado, cada indio ahora consume cerca de 15 GB de datos por teléfono inteligente por mes, ¡el más alto del mundo y muy por delante de China! Antes de la desmonetización, el gobierno indio lanzó la Interfaz de pagos unificados (UPI) en abril de 2016. Es un sistema de pago interbancario en tiempo real para enviar o recibir dinero usando su teléfono móvil. UPI ya había alcanzado los mil millones de transacciones por mes en marzo de 2020. Para noviembre de 2020, era de 2 mil millones por mes, y en noviembre de 2021, era de 4,2 mil millones por mes. UPI ahora representa el 60% de los pagos de India por volumen y el 40% del PIB de India en valor. Aadhaar y UPI han permitido a Bajaj Finance crear una base de datos histórica de flujo de efectivo de los consumidores y datos de gastos que creemos que no tiene paralelo en el mundo. La empresa está utilizando el análisis de datos y su amplio alcance de distribución para aumentar su base de clientes y venderles nuevos servicios. Nuestro gerente tiene una gran convicción de que las ganancias de Bajaj deberían cuadruplicarse entre el año que finaliza en marzo de 2021 y el año que finaliza en marzo de 2024, por lo que, aunque sus acciones parecen caras en función de las ganancias finales, parecen tener un valor muy atractivo si tiene razón. En mi próximo viaje a la India, espero pasar un día en la sede de Bajaj Finance en Pune con el gerente para obtener una comprensión más profunda del negocio.

Mercados de la ASEAN: ignorados y muy infravalorados

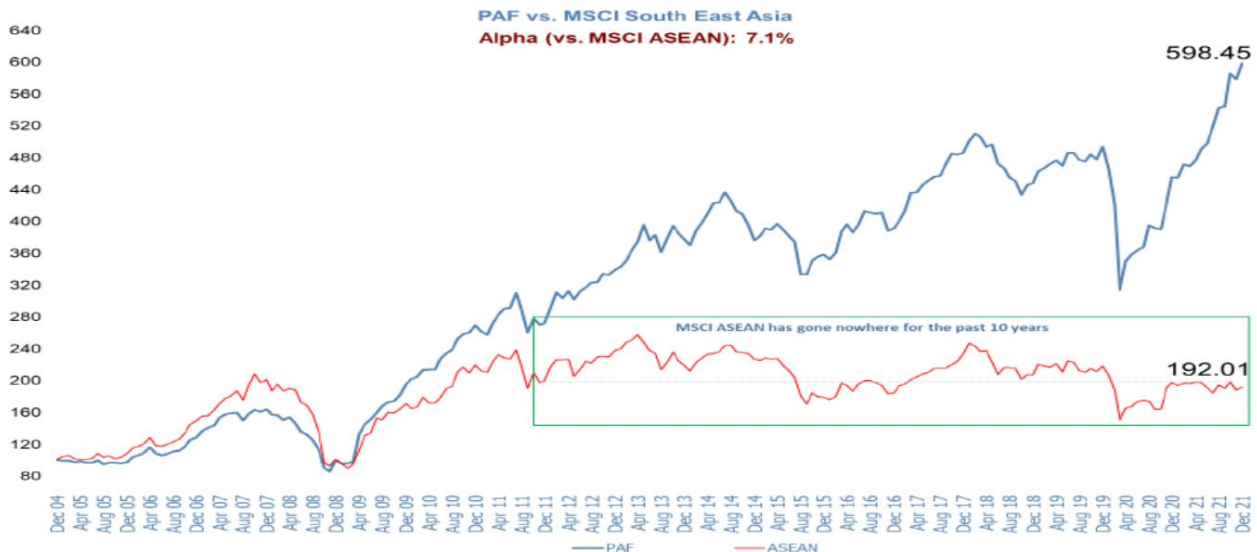
Hay pocas inversiones más atractivas que aquellas que se han desviado durante una década o más, mientras que el valor intrínseco se acumula durante el mismo período a una tasa atractiva... a menos que el punto de partida sea un período de sobrevaluación extrema. En el caso de los mercados de la ASEAN, hace diez años, el P/E del índice MSCI ASEAN era de solo 13. Como muestra el gráfico a continuación, los índices MSCI ASEAN y MSCI ASEAN Small Cap se desviaron durante los últimos 10 años. La única fuente de retorno eran los dividendos. Compare esto con los rendimientos anuales compuestos del 16 % y el 21 % de los índices S&P 500 y NASDAQ (que se muestran como líneas amarillas y rojas) durante el mismo período. Nuestra opinión es que los mercados de acciones de la ASEAN son muy baratos y es probable que produzcan rendimientos estelares durante la próxima década. En relación con el índice de referencia de nuestro Fondo, esta es nuestra mayor sobreponderación geográfica.



Tenemos casi el 25 % del Fondo invertido en la región de la ASEAN y es probable que aumente. Casi el 10 % de los activos del Fondo están invertidos en Indonesia, un país en el que pasé un tiempo por primera vez hace casi 40 años y que sigue siendo uno de mis países favoritos del mundo para visitar y explorar. Indonesia tiene una población de casi 300 millones, lo que lo convierte en el cuarto país más poblado del mundo y la décima economía más grande del mundo en términos de paridad de poder adquisitivo, y miembro del G-20. Sin embargo, parece ser ignorado por la mayoría de los inversores, como se muestra en este gráfico del índice MSCI Indonesia Small Cap (US) que se remonta al lanzamiento del Fondo en 1998.



En 1998, Indonesia tenía un PIB de \$125 mil millones. Hoy supera los 1,2 billones de dólares, con un crecimiento de más del 10 % anual en dólares estadounidenses durante los últimos 23 años. Tenemos exposición a Indonesia a través de una serie de gestores. Nuestra exposición más grande es a través de un gerente que perdió su trabajo de corretaje durante la crisis financiera asiática de 1997-98 y luego viajó como mochilero por la región, particularmente Indonesia durante algunos años. Después de que lo despidieran, compró un puñado de acciones asiáticas golpeadas que consideró compañías de alta calidad que se vendían a precios de ganga y emprendió sus viajes. A su cartera le fue tan bien que decidió iniciar un fondo. Este es el historial de su fondo.

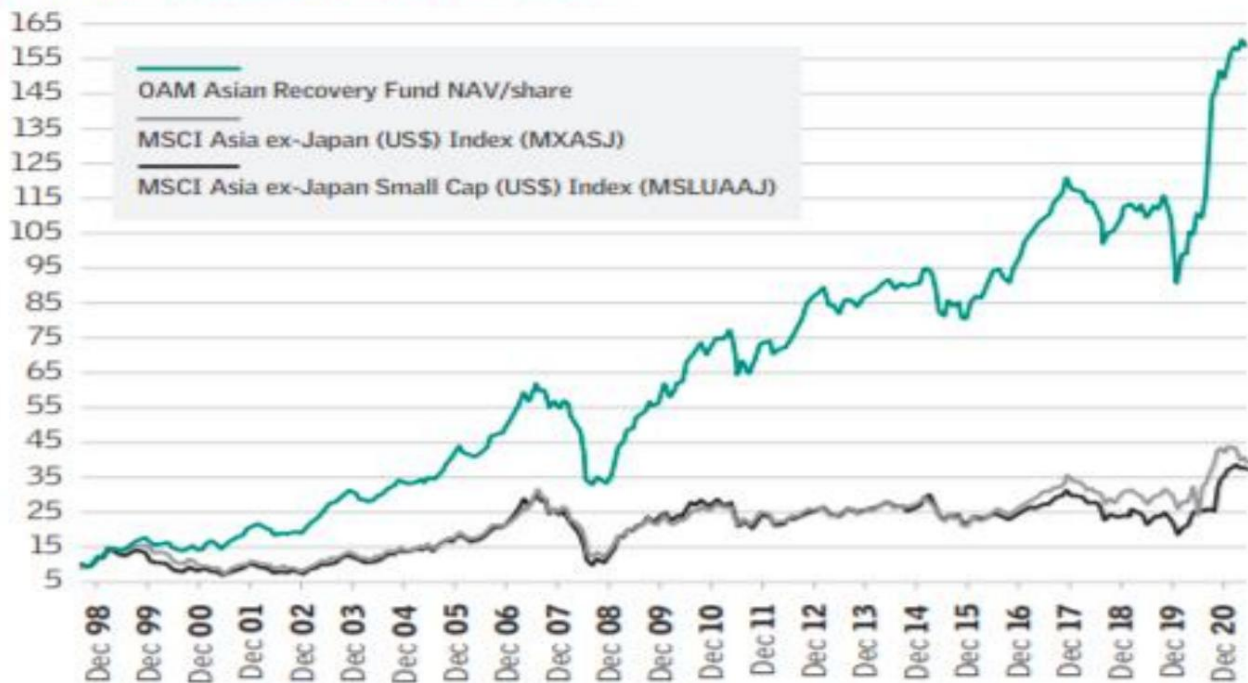


Como afirma tan acertadamente en la hoja informativa de su fondo, “Solo la ASEAN tiene una población de 660 millones. Eso significa que hay 280 millones de niñas que aún no tienen un secador de pelo. Esto no solo raya en el abuso de los derechos humanos, sino que también es un indicador de un consumo creciente”. Actualmente, más del 70 % de su fondo está invertido en Indonesia.

Los activos se mantienen estables, pero continúan las amortizaciones netas

El Fondo tenía \$326 millones en activos netos al final del año. Durante el año hubo \$12 millones en suscripciones y \$36 millones en rescates. Este es el octavo año consecutivo que el Fondo tuvo reembolsos netos. Las acciones en circulación del Fondo se redujeron en un tercio desde su punto máximo a mediados de 2014. Mientras tanto, el NAV/acción del Fondo ha crecido constantemente y los activos netos se han mantenido entre \$ 300 y \$ 350 millones durante la mayor parte del período desde entonces. Mi esposa y yo continuamos aumentando nuestra inversión en el Fondo, por lo que un numerador creciente y un denominador decreciente han dado como resultado que ahora seamos, por mucho, los mayores accionistas del Fondo. Los Consejeros y sus esposas en total ahora poseen el 20,3% de las acciones del Fondo y las entidades que administran o de las que son directores poseen un 3,4% adicional del Fondo. En algún momento, cuando finalmente nos adelantemos a las regulaciones en constante cambio que nos han distraído demasiado, comercializaremos nuestro enfoque y trayectoria. Mientras tanto, ¡no hay mucho que disgustar de nuestro disco hasta ahora!

Performance Since Launch (US\$)



Desmond Kinch, CFA
Presidente



**PACKER
&
CO. LTD**

CONFIANZA DEL INVESTIGADOR INFORME DICIEMBRE 2021

PRECIO UNITARIO : \$1.9398

	1 AÑO	5 AÑOS	10 AÑOS	20 AÑOS
EMPAQUETADOR Y CO	13,3%	7,2%	12,1%	11,6%
ÍNDICE DE ACUMULACIÓN DE TODOS LOS ORDINARIOS	17,7%	10,4%	11,0%	8,6%
ÍNDICE MUNDIAL DE ACUMULACIÓN MSCI \$A	29,9%	15,5%	17,3%	6,7%

El Investigator Trust rindió un 13 % en 2021, en gran parte debido al sólido desempeño de nuestras acciones de energía.

Por el contrario, muchos recientemente promovieron las acciones de tecnología se han derrumbado.

Desde junio de 2021, el mercado australiano se ha ido de lado, junto con muchos otros mercados mundiales.

Sin embargo, las grandes acciones tecnológicas como Microsoft, Apple, Facebook, Amazon, Google y Tesla han continuado superando y han llevado al índice NASDAQ a niveles récord.

Si bien estos pueden ser buenos negocios, sus valoraciones son excesivas, con una relación precio/beneficio (P/E) promedio de 40x, excluyendo a Tesla, ¡que está fuera de serie!

Ratio P/E de los favoritos del mercado

Amazonas	81x
manzana	31x
Facebook	24x
Google	27x
microsoft	37x
tesla	234x

Las acciones tecnológicas superan

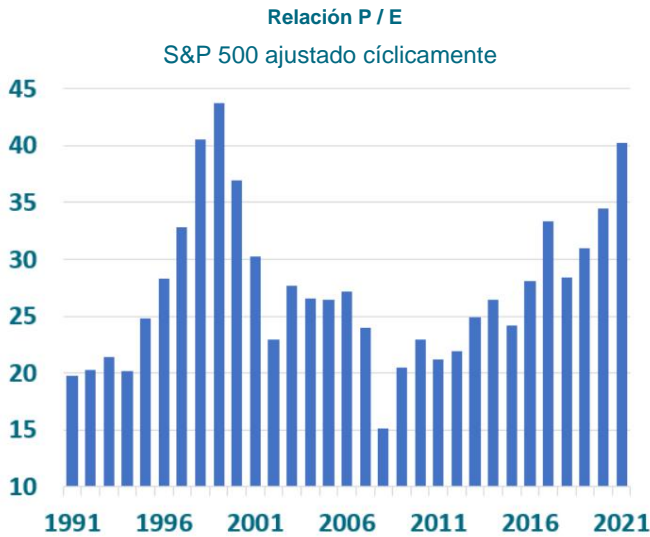
(% de caída desde el pico)

Uber	-30%
Spotify	-33%
Lyft	-34%
PayPal	-37%
Snapchat	-44%
Gorjeo	-45%
pospago	-47%
Zoom	-68%
Zillow	-68%
Robin Hood	-74%
galáctica Virgen	-77%
Nicolás	-87%

A pesar de sus caídas, estas acciones siguen estando locamente sobrevaluadas y todas pierden dinero excepto PayPal y Ampliar.

El socio inversor de Warren Buffett, Charlie Munger, dijo en un discurso reciente : "Considero que esto es incluso más loco que el auge de las puntocom que estalló en 2000".

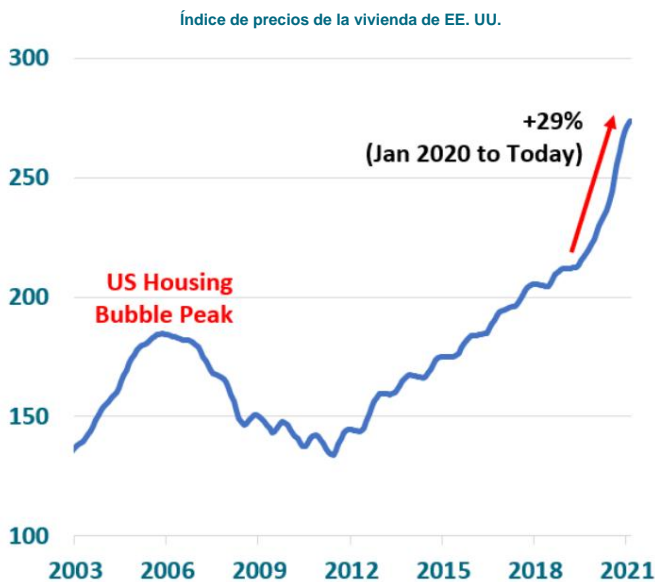
Estamos de acuerdo. El S&P 500 P/E ajustado cíclicamente la relación se sitúa en 40x, cerca de su pico de 2000.



Booms, burbujas o como nos guste llamarlos, son todos tan parecidos con el público llevado por la histeria colectiva.

En el año 2000, tuvimos una burbuja de acciones tecnológicas. En 2007 tuvimos una burbuja inmobiliaria. En este momento, tenemos la trifecta: una burbuja del mercado de acciones, bienes raíces y bonos, todo impulsado por las tasas de interés más bajas de la historia y el gasto público masivo.

En la historia de los mercados financieros nunca ha habido una situación tan precaria como esta.



Como describimos en nuestra carta de junio, muchos indicadores de exuberancia irracional continúan parpadeando en rojo.

Los directores y directores ejecutivos de la empresa buscan la cuerda floja con los directores y la gerencia del S&P 500 vendiendo cerca de \$ 70 mil millones en acciones en 2021, un aumento del 50% desde 2020. Desde noviembre, Tesla El fundador Elon Musk ha vendido 16.000 millones de dólares mientras

el CEO de Microsoft vendió la mitad de su participación por valor de \$ 300 millones.

Al mismo tiempo, las empresas han estado emitiendo acciones como nunca antes con \$ 1,4 billones recaudados en 2021, el doble del promedio de cuatro años antes de COVID.

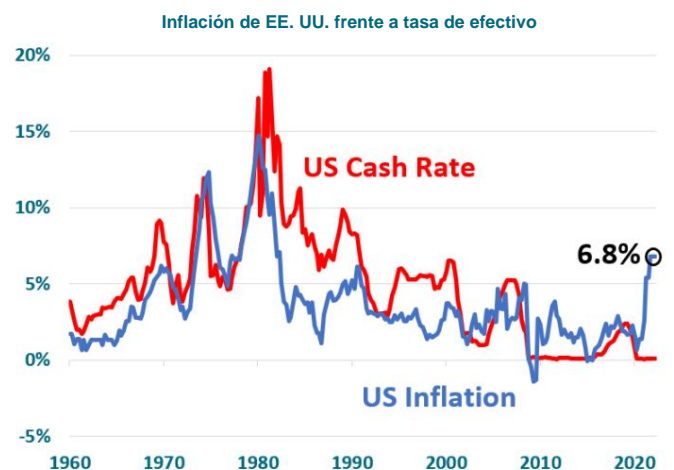
Mientras tanto, los especuladores están pidiendo prestado dinero como locos para comprar acciones, como muestra el siguiente gráfico.



Las tasas de interés más bajas de la historia han creado esta burbuja. El mayor riesgo es que los tipos de interés suban debido a que el genio de la inflación haya salido de la botella. La inflación se ha disparado en casi todos los países, impulsada por monumentales programas gubernamentales de estímulo.

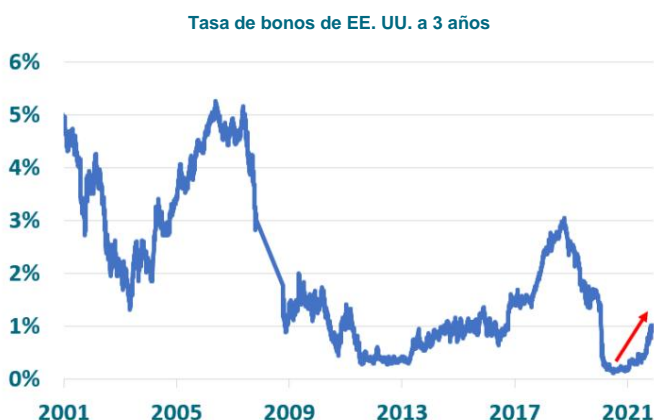
La inflación de EE. UU. ha aumentado del 0% al 6,8% en un período de 12 meses, el nivel más alto desde 1982.

Las tasas de interés generalmente superan la inflación, como se muestra en el gráfico a continuación, lo que significa que la situación anómala actual puede no durar mucho.



Hasta hace poco, los banqueros centrales afirmaban que el las tendencias inflacionarias eran 'transitorias'. Esta retórica ahora ha cambiado, con el presidente de la Reserva Federal de EE. UU., Jerome Powell, declarando en noviembre *que "es probablemente sea un buen momento para retirar esa palabra (transitorio)"*

Tememos que restringir la inflación ahora va a ser difícil. El mercado está sintiendo que el emperador puede estar desnudo y las tasas de interés a mediano plazo están subiendo.



Cuanto más tarde reaccione la Reserva Federal a las presiones inflacionarias, mayor será el riesgo de que necesite aumentar abruptamente las tasas de interés a corto plazo para desacelerar la economía. En la actualidad, los mercados bursátiles esperan que las tasas de interés se mantengan moderadas indefinidamente y tomarían mal cualquier aumento serio de las tasas.

A pesar de un mercado sobrevaluado, nuestras acciones de energía cotizan con rendimientos de dividendos y P/E que son extremadamente atractivos. La demanda de energía está creciendo contrariamente a lo que la gente pueda creer y en el mediano plazo hay pocas alternativas viables a los combustibles fósiles.

La demanda de petróleo ha vuelto a estar cerca de los máximos históricos y la capacidad de producción sobrante es más baja que nunca. El mayor riesgo para los consumidores de petróleo y gas es un suministro severo escasez, gracias a una década de inversión insuficiente en exploración.

El precio del petróleo alcanzó recientemente más de \$ 80 por barril, lo que asustó tanto a los gobiernos de EE. UU., Japón, China, India y el Reino Unido que comenzaron a liberar petróleo de sus reservas estratégicas.

Este es un desarrollo asombroso considerando que el precio del petróleo está lejos de sus máximos históricos cuando se ajusta a la inflación.



La energía tradicional ahora compone el 34% de nuestra cartera.

Inversiones energéticas de alto rendimiento

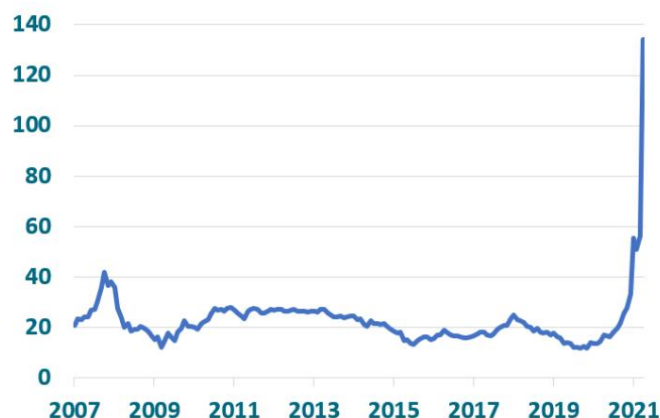
	RENTABILIDAD POR DIVIDENDO	Rentabilidad por dividendo
gazprom	3.3x	12,8%
CNOOC	4.1x	10,3%
Gazprom Neft	5.0x	10,0%
Rosneft	5.2x	8,0%
Poder CGN	9.1x	4,6%
Surgutneftgas	5,9x	1,5%

Recientemente hemos comprado China National Overseas Oil Company (CNOOC), que es un socio del 25 % en los descubrimientos masivos de petróleo en Guyana realizados por Hess y Exxon. Creemos que el valor de este proyecto no se refleja adecuadamente en la valoración de CNOOC.

En el espacio del gas, los precios aumentaron drásticamente durante el año pasado, y la demanda de energía se recuperó de niveles muy bajos. Nuestro mayor accionista, Gazprom, está bien posicionado, siendo el principal proveedor de gas de Europa. Gazprom cotiza actualmente con una rentabilidad por dividendo del 12,8 % y se beneficiará de precios sólidos en el próximo año.

Precio del gas en Europa: 12 meses por delante

EUR/MWh



Las perspectivas para el gas son muy prometedoras, ya que es una fuente de generación de energía confiable mucho más limpia que el carbón y puede encenderse rápidamente cuando el viento no sopla y el sol no brilla.

A más largo plazo, la energía nuclear puede ser la única forma asequible de producir energía confiable libre de carbono. Recientemente compramos China General Nuclear (CGN Power), el mayor generador de energía nuclear en China, que produce casi tanto como toda la red eléctrica de Australia. CGN Power planea triplicar su generación en los próximos 15 años.

Fuera de la energía, tenemos China Mobile, que tiene 960 millones de clientes, y recientemente compramos a su competidor, China Unicom, que tiene 320 millones de clientes. Ambas empresas tienen enormes reservas de efectivo y nos dan una rentabilidad por dividendo del 8 %.

Inversiones clave no energéticas

	PRECIO/INGRESO	Rentabilidad por dividendo
Móvil de China	6,9x	8,0%
China Unicom	6.5x	8,0%
Bayer	7.5x	4,3%
Polio	10,6x	4,4%
Polimetal	8.9x	7,7%

Polymetal y Polyus son dos de las empresas mineras de oro más grandes del mundo, mientras que Bayer es la compañía científica de cultivos más grande del mundo, y todas cotizan con rendimientos atractivos.

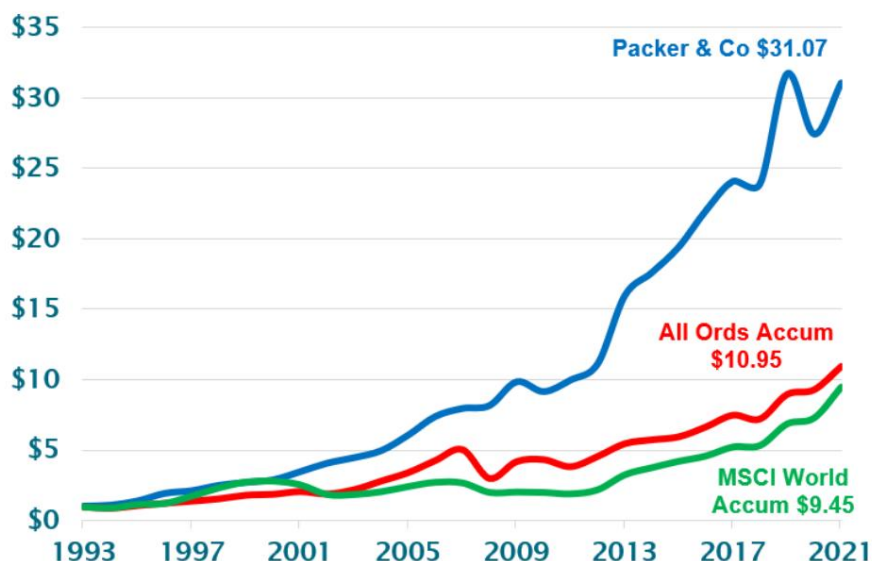
El fondo ahora tiene el 36% de sus activos invertidos en Rusia y China, donde poseemos algunas de las empresas más rentables del mundo con valoraciones extremadamente atractivas. No invertiríamos todo su dinero en mercados emergentes infravalorados y creeríamos firmemente que los mercados occidentales, sobre todo los EE. UU., están extremadamente sobrevalorados.

En este sentido, nos complace ser pacientes y mantener la mitad de la cartera en efectivo y oro hasta que se presenten oportunidades de inversión más interesantes.

Cartera \$ 2.2 mil millones

RENTA VARIABLE	50,3%
gazprom	8.0
CNOOC	6.5
Rosneft	5.6
Móvil de China	5.5
Recursos energéticos de Australia	4.6
Hess	3.8
Bayer	3.6
Polio	2.7
Gazprom Neft	2.2
Heineken	2.1
Poder CGN	2.1
China Unicom	1.4
Surgutneftegas	1.2
Polimetal	1.0
LINGOTES DE ORO	10,3%
DEPÓSITOS BANCARIOS AUSTRALIANOS	0,9%
BONOS Y DEPÓSITOS EN EL EXTRANJERO	38,5%
Gobierno de EE. UU. (22 de febrero)	5.7
Gobierno de EE. UU. (22 de marzo)	11.4
Gobierno de EE. UU. (22 de mayo)	12.7
Gobierno de EE. UU. (22 de agosto)	7.6
Otros Depósitos	1.1
INVERSIONES TOTALES	100,0%

Retorno de \$1 desde el inicio



* Rentabilidad media de las carteras de Packer & Co 1993 - 1996, rentabilidad de Investigator Trust utilizada desde enero de 1997 en adelante.

Rendimientos anuales totales a largo plazo

Año	empacador y compañía	Todos los pedidos Índice acumulado	MSCI Índice Acumulado Mundial A\$
1994*	6,9 %	-8,7%	-7,5%
1995*	28,5 %	20,2%	26,6%
1996*	39,0 %	14,6%	6,6%
1997	9,8 %	12,3%	41,7%
1998	18,2 %	11,6%	32,8%
1999	8,4 %	16,1%	16,8%
2000	6,7 %	3,6%	2,7%
2001	20,2 %	10,2%	-8,9%
2002	17,6 %	-8,1%	-26,6%
2003	9,7 %	15,9%	-0,5%
2004	11,3 %	27,6%	10,7%
2005	22,4 %	21,1%	17,4%
2006	21,8 %	25,0%	12,3%
2007	7,7 %	18,0%	-1,5%
2008	2,6 %	-40,4%	-25,8%
2009	20,7 %	39,6%	2,7%
2010	-7,1 %	3,3%	-1,4%
2011	9,0 %	-11,4%	-5,2%
2012	11,6 %	18,8%	15,1%
2013	43,6 %	19,7%	47,8%
2014	10,3 %	5,0%	15,3%
2015	10,3 %	13,8%	12,1%
2016	-9,3 %	12,5%	8,7%
2017	0,8%	-3,5%	13,9%
2020	32,7%	24,1%	2,0%
18020	-13,5%	3,6%	28,6%
20	13,3%	17,7%	6,1%
			29,9%

* Rentabilidad media de las carteras de Packer & Co 1993 - 1996, rentabilidad de Investigator Trust utilizada desde enero de 1997 en adelante.

En la medida en que cualquier parte de la información que le hayamos proporcionado pueda considerarse como "consejo general" en el sentido de la Ley de Sociedades (y sin admitir que nosotros o nuestros empleados le hayamos brindado tal asesoramiento), le pedimos especialmente su atención a:-

- (a) al preparar, proporcionar o transmitir dicho asesoramiento, no tuvimos en cuenta sus objetivos de inversión, situación financiera o necesidades específicas; y
- (b) (antes de actuar sobre el asesoramiento) la necesidad de considerar, con o sin la asistencia de un representante autorizado, la idoneidad del asesoramiento teniendo en cuenta sus objetivos de inversión, situación financiera o necesidades específicas y cualquier Declaración de Divulgación de Producto relevante.



Q4 2021

January 2022 | Mahomed Ibrahim

En Palm Capital, buscamos empresas con ventajas competitivas duraderas dirigidas por gerentes excepcionales. Esperamos pacientemente para invertir cuando sus precios son menores de lo que creemos que valen, con el objetivo de beneficiarnos a medida que aumentan el valor económico con el tiempo. Solo vendemos si los fundamentos se deterioran, o encontramos otros que ofrecen rendimientos después de impuestos potencialmente mejores.

Nuestro rendimiento

Durante los tres meses que finalizaron el 31 de diciembre de 2021, nuestra cartera aumentó un 4,8 % después de las comisiones de gestión y los gastos de negociación.

Desde que empezamos, hace cuatro años, nuestra cartera ha tenido una rentabilidad anual del 14,7 % después de los gastos y comisiones de gestión. Hemos superado el MSCI World Index en un 3,0 % anual mientras mantenemos mejores negocios y esperamos pacientemente comprarlos por debajo de su valor.

Final del periodo 31 de diciembre 2021	Nuestro regreso ^y	Mundo MSCI	fuera de rendimiento
Trimestre	+4,8%	+7,5%	-2,5%
1 año	+22,0%	+20,1%	+1,5%
Desde el inicio (anualizado)	+14,7%	+11,3%	+3,0%



Cuotas de inflación y crecimiento

Las acciones de 'crecimiento' comenzaron a tambalearse hacia fines de 2021, y desde entonces esto se convirtió en una caída total en el nuevo año. Si bien siempre es difícil identificar la causa de los movimientos del mercado a corto plazo, la caída parece haber sido precipitada por una narrativa del mercado que implica que la alta inflación es mala para las empresas en crecimiento.

La narrativa dice que la alta inflación eleva las tasas de interés y las tasas de descuento, reduciendo desproporcionadamente las valoraciones de las acciones de crecimiento. Esto se debe a que estas empresas tienen una mayor parte de sus valoraciones vinculadas a sus ganancias en años posteriores que, a su vez, caen más cuanto mayor es la tasa de descuento.

Dado que nuestro enfoque de inversión favorece a las empresas cuyo valor económico crece con el tiempo y, por lo tanto, se ven afectadas por la liquidación, abordemos este argumento.

En primer lugar, como inversionistas a largo plazo, usamos una tasa de descuento basada en una expectativa a largo plazo de inflación y tasas de interés que es sustancialmente más alta que las tasas de interés actuales. Por lo tanto, un aumento a corto plazo en las tasas de interés no justifica un cambio en nuestra tasa de descuento o valuaciones.

En segundo lugar, solo invertimos en negocios que ya son muy rentables. A pesar de que están creciendo rápidamente, sus valoraciones son menos sensibles a las tasas de descuento que la mayoría de las otras empresas en crecimiento que tienen márgenes de beneficio reducidos o negativos.

Y en tercer lugar, y lo más importante, dado que no tenemos experiencia en pronosticar tasas de interés o inflación, nuestro enfoque de inversión pasa por alto la necesidad de hacerlo al enfocarnos solo en empresas que tienen muchas probabilidades de aumentar sus ganancias a pesar de una inflación o tasas de interés más altas.

Estas son empresas que brindan un producto o servicio crítico o único a sus clientes y, por lo tanto, pueden aumentar los precios para transmitir la inflación. También son innovadores y disruptivos, y desarrollan repetidamente nuevos productos y servicios que actúan como nuevas fuentes de ingresos y arriban cuota de mercado a los titulares. Estas fuentes de crecimiento continúan independientemente de la inflación.

Entonces, en general, no estamos prestando mucha atención a la inflación a corto plazo e incluso si resulta ser mucho más alta durante un período lo suficientemente largo como para justificar un cambio en nuestra tasa de descuento a largo plazo, los negocios que poseemos deberían ser en gran parte inafectado.

Una vez más, la liquidación nos ha brindado la oportunidad de aumentar nuestra propiedad de negocios excepcionales a precios atractivos. A continuación, describiremos dos de nuestros favoritos que hemos estado comprando en los últimos meses.

Software de constelaciones

Constellation Software fue fundada en 1995 por el actual CEO, Mark Leonard, quien es uno de los mejores asignadores de capital de todos los tiempos.

Al identificar la atractiva economía de las empresas de software (ingresos estables, baja intensidad de capital, altos márgenes y flujos de efectivo altos y constantes), se dispuso a crear un adquirente a largo plazo de estos negocios.

Dentro del software, identificó el software administrado vertical (VMS) crítico, liderado por el fundador, maduro y líder en el mercado como el que tiene las características más sólidas y fijó su mirada en estas.

Su razonamiento fue que el software crítico que cuesta una pequeña fracción de los gastos operativos de un cliente tiene una adherencia al cliente mucho más fuerte que sus pares. Esto no solo les permite capear las recesiones económicas, sino que también les otorga poder de fijación de precios.

Su razonamiento para favorecer las empresas dirigidas por fundadores se explica mejor en sus propias palabras:

"Cuando un fundador invierte la mayor parte de su vida construyendo un negocio, una orientación a largo plazo tiende a impregnar todos los aspectos de la empresa". Marcos Leonard, 2013

Y si bien las empresas de VMS maduras y líderes en el mercado tienen mercados pequeños y poco espacio para crecer, esto las hace menos atractivas para los compradores de software típicos, como los capitalistas de riesgo. Como resultado, mantiene bajos los múltiplos de adquisición. También crea una barrera inherente a la entrada en este espacio, ya que el pequeño tamaño del mercado objetivo lo hace menos económico para los nuevos participantes. Por lo general, los titulares han invertido años de presupuestos de investigación y desarrollo y ventas y marketing en la creación de productos personalizados y la confianza que los afianza con los clientes. Además, su posición de liderazgo en el mercado significa que generalmente tienen una baja concentración de clientes, lo que agrega una capa de defensa a sus ingresos.

Es importante destacar que, al dirigirse a mercados pequeños, estas empresas pueden mantenerse pequeñas y ágiles, un atributo importante que les permite evitar los trámites burocráticos corporativos y permanecer cerca de los clientes.

"Cuanto más grande se vuelve una empresa, más difícil se vuelve administrar y más políticas, procedimientos, sistemas, reglas y regulaciones se generan para manejar la creciente complejidad. Las personas talentosas se frustran, la innovación se resiente y el enfoque cambia de los clientes y los mercados a la comunicación interna, el control de costos y el cumplimiento de las normas". Marcos Leonard, 2017

La mayoría¹ de las empresas en las que han invertido tienen menos de 100 empleados.

La empresa ha ejecutado y perfeccionado este libro de jugadas con notable disciplina a lo largo de las décadas, reinvertiendo continuamente las ganancias de las empresas adquiridas en otras que se ajusten a este perfil sin pagar nunca mucho más que 1 x ventas². Ahora posee más de 400 empresas de software críticas y de nicho en docenas de subindustrias. La empresa tiene una posición de caja neta en su balance general y nunca ha emitido acciones para adquirir un negocio.



Fuente: análisis de Palm Capital, finanzas de la empresa, Yahoo Finance

¹ Más del 80% en el último momento de divulgación en 2017

² Estimado con base en el ROIC de la empresa y diversa información financiera. Esto equivale a un período de recuperación de 3-4 años.

Desde su cotización en 2006, ha aumentado su efectivo de operaciones 41 veces. Los 100 CAD invertidos en sus acciones en el momento de la cotización, con los dividendos reinvertidos, valdrían aproximadamente 14 500 CAD en la actualidad.

El aspecto más impresionante de esta empresa es la solidez del equipo directivo y la estructura y cultura únicas que han construido. El negocio está muy descentralizado. Se divide en seis divisiones separadas, cada una con su propio conjunto de gerentes operativos y de cartera capacitados y responsables de ejecutar el mismo libro de estrategias de inversión. Y se deja que los adquiridos operen por su cuenta, y solo se les ofrece asesoramiento u orientación si enfrentan dificultades o si hay sugerencias para mejorar.

Constellation evita la complejidad corporativa, e incluso aboga por la ruptura de las empresas a medida que crecen demasiado.

"Algunos Gerentes de BU carecen de humildad, algunos carecen de coraje y la mayoría carece de tiempo para reflexionar, para darse cuenta de que su tarea se está volviendo demasiado grande y los sacrificios se están volviendo demasiado grandes. Este es el punto en el que nuestros Gerentes de Grupos Operativos o Gerentes de Cartera pueden brindar capacitación. Si una gran BU no genera el crecimiento orgánico que creemos que debería, se debe preguntar al gerente de la BU por qué los empleados y clientes no estarían mejor atendidos al dividir la BU en unidades más pequeñas. Nuestro resultado favorito en este tipo de situación es que el Gerente de BU original ejecuta una gran parte de la BU original y crea una nueva BU dirigida por uno de sus protegidos". Marcos Leonard, 2017

Los gestores de cartera dedican mucho tiempo a recopilar y analizar datos de las empresas adquiridas y del mercado, en busca de información que se pueda llevar de una vertical a otra, que pueda mejorar su proceso de adquisición o ayudar a crear una imagen de los objetivos de adquisición. Este conjunto de datos es único dada la escala y la historia del negocio.

Desde la perspectiva de un accionista, la gestión es refrescantemente transparente. Dan revelaciones detalladas de sus adquisiciones y son francos con sus pensamientos, errores y aprendizajes. También están alineados con propietarios a largo plazo. La gerencia posee el 7% de la empresa y los empleados senior están obligados a invertir una parte de sus bonos en acciones. Y sus incentivos están vinculados a los impulsores de la creación de valor económico a largo plazo con énfasis en el crecimiento orgánico y el retorno del capital.

La empresa es una máquina de compuestos que se ajusta al perfil del tipo de empresa en la que nos gusta invertir.

La gran pregunta a la que se han enfrentado todos los inversores y analistas que han analizado Constellation Software en la última década es si pueden seguir creciendo. Con un tamaño promedio de boleto de adquisición de \$ 5-10 millones, la empresa debe realizar cerca de 100 adquisiciones cada año sin dejar de ser paciente y disciplinada en los múltiplos que paga. En la superficie, esto parece una tarea gigantesca.

Sin embargo, creemos que están a la altura. Esto se debe principalmente a que la empresa ha demostrado su capacidad de escalar a través de su modelo de descentralización probado y comprobado. Y su grupo potencial de objetivos sigue siendo enorme. Las más de 400 empresas que posee Constellation representan menos del 1% del mercado VMS altamente fragmentado. Incluso si seleccionamos aquellos que se ajustan a los estrictos criterios de Constellation, este porcentaje sigue estando por debajo del 10 % del mercado. La compañía ahora también ha llegado a la idea de aumentar el tamaño de su ticket de adquisición. Aunque esto significaría estar dispuesto a pagar múltiplos de adquisición más altos, aumenta aún más su conjunto de oportunidades.

Y la reputación que Constellation ha construido a lo largo de los años no pasa desapercibida para los potenciales adquiridos. Los diferencia de los inversores competidores. La compañía es conocida como un hogar estable a largo plazo para las empresas de VMS, ya que permiten que las empresas adquiridas operen por su cuenta mientras siguen desempeñando el papel de "hermano mayor" de dar consejos y echar una mano cuando sea necesario. Su experiencia y reputación a menudo los convierte en la primera opción para las empresas de VMS que buscan vender.

El precio actual de las acciones implica que la empresa aumentará su flujo de caja libre al 7 % anual durante los próximos 10 años frente a un crecimiento histórico del flujo de caja libre del 30 % anual desde 2006 o del 20 % anual durante los últimos 5 años. Creemos que esta es una solicitud muy baja para este increíble equipo de administración y que más que los precios en el riesgo de una desaceleración más rápida de lo que esperamos.

Fuerza de ventas

Al identificar el poder de Internet para mejorar enormemente la entrega de software a los clientes, el director ejecutivo actual, Marc Benioff, fundó Salesforce en 1999. El producto inicial de la empresa, el software de gestión de relaciones con los clientes (CRM), no era muy diferente al del pozo -titulares establecidos. Pero entregarlo a través de Internet resultó en una experiencia de usuario mucho mejor.

Eliminó los altos costos iniciales de la compra de paquetes de software, así como los costosos ejercicios de actualización. También eliminó la compleja tarea de instalar el software para los clientes, un proceso que podría llevar años en las grandes empresas. Creó previsibilidad en sus gastos y aseguró que su software estuviera siempre actualizado. Y les permitió acceder al software desde cualquier ubicación y cualquier dispositivo que tuviera conexión a Internet.

Salesforce se comió rápidamente la cuota de mercado. Fue una idea pionera que desde entonces ha sido copiada por la mayoría de las empresas de software a nivel mundial.

El software es una industria en la que la ventaja sostenible de un proveedor es el costo prohibitivo y el riesgo en el que incurre un cliente para cambiarse a un competidor. Los clientes no toman la decisión de cambiar de proveedor a la ligera. Como resultado, las tasas de retención del software crítico suelen ser muy altas.

La distribución es crucial para construir esta ventaja.

Marc Benioff entendió esto desde el principio.

"¿Cómo se logra el destino manifiesto en el mercado del software? Se trata de distribución. ¿Tiene suficientes vendedores para cubrir los millones de empresas en el mundo que necesitan este producto?... Nuestra capacidad para invertir y hacer crecer la distribución, que es uno de nuestros principales activos y diría que una de nuestras principales competencias en Salesforce, y la capacidad de ejecutar eso de manera consistente en un entorno público durante tantos años; 13 años de historia operativa ahora". Marc Benioff, 2012

Aprovechando su éxito al entregar el software a través de Internet, la empresa siempre priorizó las inversiones en distribución sobre las ganancias a corto plazo. Se ha convertido en una potencia de distribución.

Esto ha permitido a Salesforce alcanzar una participación de mercado del 20 % en CRM, cuatro veces más que sus competidores más cercanos, Oracle y SAP. Y está creciendo a un ritmo mucho más rápido. Además, al ejecutar una estrategia clásica de 'aterrizaje y expansión', su ventaja de distribución ha permitido a la empresa crecer en numerosas áreas adyacentes de software empresarial. La empresa está calificada como líder por Gartner en múltiples productos, incluida la automatización de la fuerza de ventas, centros de marketing multicanal, comercio digital, análisis e inteligencia comercial.

También es la razón por la que muchas empresas de software eligen asociarse con Salesforce o ser adquiridas por ella. Snowflake, la empresa que tuvo la segunda oferta pública inicial más grande de 2020 que cuenta con Berkshire Hathaway de Warren Buffett como inversor, es un buen ejemplo:

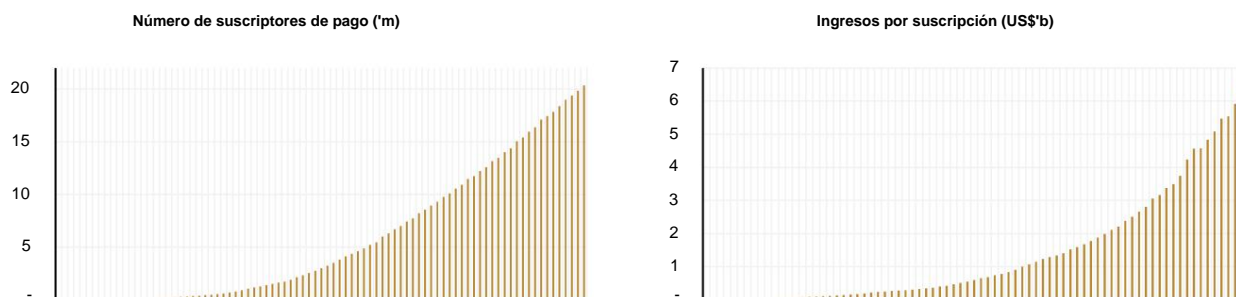
"La única razón por la que recaudamos más dinero no es porque necesitáramos el dinero, sino porque buscábamos una relación estratégica con Salesforce... Entonces esa recaudación de fondos no fue realmente una recaudación de fondos, fue nuestra relación estratégica y fue el costo de hacer negocio para nosotros." Frank Sliotman, director ejecutivo de Snowflake, 2020

Salesforce invirtió en la empresa a una valoración de 12.000 millones de dólares antes de la salida a bolsa y ahora tiene una capitalización de mercado de 80.000 millones de dólares.

Dado que la empresa comprende el poder de su distribución, prefiere las adquisiciones a la investigación y el desarrollo internos. Y tiene un sólido historial de adquisiciones para demostrar que funciona. Si bien todas las grandes adquisiciones que ha realizado (ExactTarget (nube de marketing), Demandware (nube de comercio), MuleSoft (integración de API), Tableau (análisis) y Slack (colaboración)— tuvieron múltiples altos, han tenido un crecimiento acelerado posterior a la adquisición y parecen excelentes ofertas en retrospectiva.

Curiosamente, sus ingresos solo del comercio en la nube (10 % de los ingresos totales) son casi tan grandes como los ingresos generales de Shopify. Y la capitalización de mercado de Shopify es más de la mitad del tamaño de la de Salesforce.

Sorprendentemente, la compañía ha aumentado su número de suscriptores e ingresos en cada trimestre consecutivo desde que se fundó.



Fuente: Análisis de Palm Capital, Company Financials

Como es habitual en las empresas de software dominantes, Salesforce ha creado una sólida ventaja en los costes de cambio. En el caso del software CRM, el riesgo de tiempo de inactividad operativo si los clientes de Salesforce deciden cambiarse a un competidor es la pérdida potencial de sus propios clientes.

Y dado que retener a un cliente es más barato que encontrar un nuevo cliente, esto hace que el riesgo de cambiar sea muy costoso. Ha resultado en una tasa de retención para Salesforce del 90 % en las últimas dos décadas.

Algunos de estos clientes son empresas de software de gestión vertical multimillonarias como Veeva (capitalización de mercado de 36.000 millones de dólares) y nCino (capitalización de mercado de 5.000 millones de dólares) que han construido sus negocios a partir de la plataforma de Salesforce.

Además, la empresa ha construido algunas ventajas de efecto de red. Su dominio en el software de CRM garantiza que los administradores de TI continúen eligiendo Salesforce sobre la competencia porque la mayoría de los demás administradores de TI hacen lo mismo. Es un gran riesgo profesional no elegir Salesforce. También ha creado una plataforma de regalías de AppExchange similar a la Play Store de Android de Alphabet que permite a los pequeños proveedores de software distribuir su software. Actualmente hay más de 4.000 proveedores de software en esta plataforma.

Creemos que Salesforce está materialmente infravalorado. La empresa tiene mucho espacio para el crecimiento de los mercados existentes (Gartner estima que estos mercados crecerán a mediados de la adolescencia durante los próximos 5 años) y nuevos productos adyacentes. Y aún se encuentra en su fase de inversión, con gastos operativos del 73 % de los ingresos frente al 51 % de Adobe de tamaño similar y el 27 % de Microsoft. Una gran parte de esto es ventas y marketing, que representa cerca del 40 % de los ingresos en Salesforce frente al 27 % en Adobe y el 13 % en Microsoft. Con un retorno estimado del 400 %³ de la inversión en marketing, esperamos que la empresa cree un valor significativo con el tiempo.

³ Nuestra estimación basada en el valor de por vida versus el costo de adquisición

Disclosures: This document is for information purposes only and does not constitute investment advice. All portfolio data is obtained from Direct Market Access (South Africa). All calculations are carried out by Palm Capital (Pty) Ltd. This fund not open for client investments and this commentary is only provided for illustration purposes. Potential clients should please contact Palm Capital (Pty) Ltd for more information regarding the investment of their monies on a segregated basis. Potential clients should also obtain independent investment and tax advice before investing with Palm Capital (Pty) Ltd on a segregated basis.

Opinions expressed in this document may be changed without notice at any time after publication. We therefore disclaim any liability for any loss, liability, damage (whether direct or consequential) or expense of any nature whatsoever which may be suffered as a result of or which may be attributable, directly or indirectly, to the use of or reliance upon the information. Any trading or investment decisions clients take are in reliance on their own analysis and judgement and/or that of their advisors. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. Clients should consider whether any advice or recommendation in this research is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice.

The price and value of investments referred to in this research and the income from them may fluctuate. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Fluctuations in exchange rates could have adverse effects on the value or price of, or income derived from, certain investments. Certain transactions, including those involving futures, options, and other derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors.

Performance figures are quoted after the deduction of all costs (including manager fees and trading costs) incurred within the fund. Annualised performance figures represent the geometric average return earned by the fund over the given time period.

© 2022 Palm Capital (Pty) Ltd. No part of this material may be copied or duplicated in any form by any means or redistributed without the prior written consent of Palm Capital (Pty) Ltd. Palm Capital (Pty) Ltd is an authorised financial services provider (FSP No. 49206).

RENDIMIENTO DE LA INVERSIÓN (%) al 31 de diciembre de 2021

	Trimestre de		Rentabilidad anualizada
	inicio de retorno total YTD 0.04%	1 año	Desde el inicio
Fondo de capital de Palm Valley	30/04/19	3,72% 3,72%	8,80%
Índice S&P SmallCap 600		5,59% 26,74% 26,74%	16,17%
Índice Morningstar de pequeña capitalización		3,72% 16,21% 16,21%	14,19%

Los datos de rendimiento citados representan los resultados pasados; El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento actual del Fondo puede ser mayor o menor que el rendimiento cotizado. El rendimiento del Fondo actual hasta el final del trimestre más reciente se puede obtener llamando al 904-747-2345.

A partir del folleto más reciente, el índice de gastos brutos del Fondo es del 3,44 % y el índice de gastos netos es del 1,31 %. Palm Valley Capital Management ha acordado contractualmente renunciar a sus tarifas de gestión y reembolsar el Fondo gastos operativos hasta al menos el 30 de abril de 2022.

Alimentación inferior

“Sin trabajo, nada prospera.”

-Sófocles

1 de enero de 2022

Estimados Compañeros Accionistas,

Dirty Jobs fue uno de los programas más populares de la televisión por cable entre 2005 y 2012. En cada episodio de la serie de telerrealidad, el presentador Mike Rowe se involucraba en un día de trabajo típico para un trabajo considerado extremadamente difícil o asqueroso para nosotros, los observadores de sillón. Algunos roles destacados: limpiador de carreteras, inspector de alcantarillado, criador de caimanes, trabajador de una acería, castrador de ovejas, limpiador de ventanas de gran altura, pavimentadora de asfalto y exprimidor de pescado. *Dirty Jobs* defendió a los trabajadores manuales esenciales y fue un recordatorio de que no todo es sol y rosas lo que hace que nuestra sociedad funcione. Discovery Channel canceló el programa en noviembre de 2012, poco después del lanzamiento de QE3. No se nos escapa la ironía, ya que la financiarización de la economía usurpa aún más su sangre vital. Mike Rowe ha expresado bien la situación de Estados Unidos: *“Hay mucha gente muy, muy inteligente esperando a que alguien más haga el trabajo. En mi opinión, no es una receta para la solvencia a largo plazo”*.



En nuestra opinión, 2021 presentó principalmente tres tipos de inversores. Primero, estaban los ciegos felices que no reconocen las burbujas de activos y disfrutaron de fabulosos retornos. Muchos anotaron sumas que les cambiaron la vida.

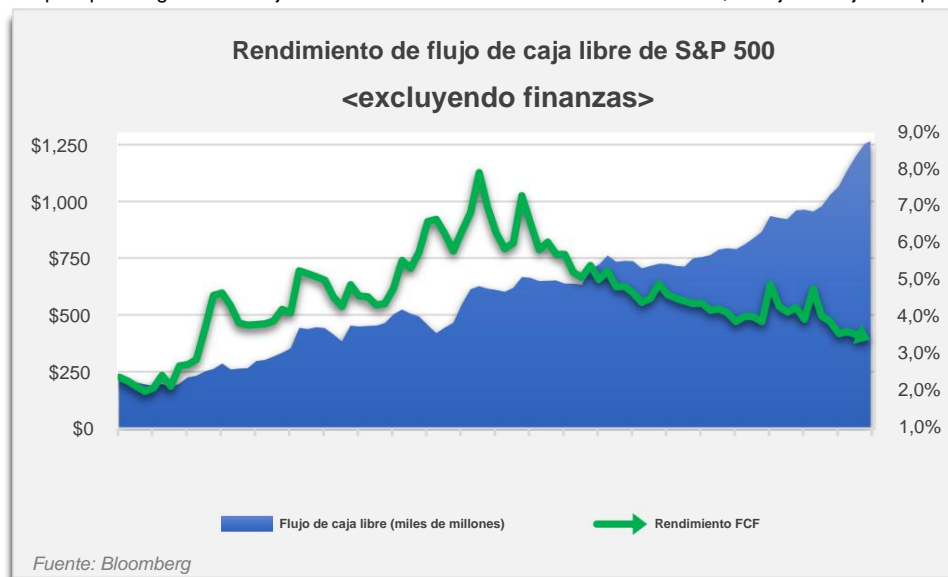


Algunos se quemaron cuando sus apuestas especulativas de criptografía, SPAC, acciones de memes u opciones se volvieron locas. El siguiente grupo de inversionistas entiende la manía, pero participó de todos modos y, en general, prosperó. Algunos eligieron cuidadosamente sus lugares con auténtica diligencia, pero la mayoría simplemente se subió al maremoto de liquidez, en muchos casos por temor a que el aumento de la inflación no les dejara otra alternativa. Por último, hubo inversores conscientes del riesgo como nosotros cuyo desempeño en 2021 fue más pedestre. Cuando las valoraciones récord y los beneficios se disparan cada vez más gracias a los cañones de dinero del gobierno y el valor es escaso, cambiaremos la oportunidad al alza por la mitigación a la baja. Cuanto más grande es la burbuja, más grande es el desastre final. Feliz año nuevo.

Para el trimestre que finalizó el 31 de diciembre de 2021, Palm Valley Capital Fund subió un 0,04 % frente a una ganancia del 5,59 % en el S&P SmallCap 600 y un aumento del 3,72 % en el índice Morningstar Small Cap. Invertimos aproximadamente el 20 % durante todo el período y finalizamos el cuarto trimestre con el 79 % de los activos en efectivo. Durante todo el año, el Fondo ganó un 3,72 % en comparación con el 26,74 % del S&P SmallCap 600 y el 16,21 % del índice Morningstar Small Cap. El Russell 2000 de menor calidad subió un 14,78 % en 2021. El Fondo rindió menos que sus índices de referencia debido principalmente a nuestra posición de efectivo y, en menor medida, a nuestra inversión en plata.

Las otras tenencias de metales preciosos del Fondo, incluidos el oro, los mineros y los negocios de regalías y transmisión, se sumaron al rendimiento de 2021. Los valores propiedad del Fondo ganaron un 1,34% durante el cuarto trimestre y un 24,7% en el año. Tuvimos una participación significativa en efectivo durante todo el año debido a las valoraciones históricamente altas de las acciones de pequeña capitalización. Creemos que los accionistas son dueños del Palm Valley Capital Fund porque esperan que implementemos el capital de manera inteligente cuando haya más inversiones infravaloradas disponibles.

Para los inversores que miran hacia atrás en el mercado alcista largo que comenzó en marzo de 2009, ahora pueden sentir que la investigación es innecesaria, sin recompensa y más probable que reduzca que mejore los rendimientos. El rendimiento del flujo de caja libre del S&P 500, excluyendo las finanzas, es del 3,4 %, el nivel más bajo desde 2002. Teniendo en cuenta la inflación, el rendimiento del flujo de caja libre real es negativo y nunca ha sido tan bajo. A diferencia de períodos anteriores, actualmente se están aplicando elevados múltiplos para registrar los flujos de efectivo. Durante los últimos doce meses, el flujo de caja libre para las empresas no financieras del S&P



500 fue un 31 % superior a los niveles previos a la pandemia, lo que también fue un récord en ese momento. Parece que los inversores ya no asumen que existe un ciclo económico. Las cinco empresas más grandes de EE. UU. negocian por 46 veces el flujo de efectivo libre o 57 veces si se elimina el beneficio del flujo de efectivo de las operaciones basadas en acciones. compensación. Gastos de compensación de acciones eran el 19% de estas firmas' flujo de caja libre colectivo.

El proceso de inversión de Palm Valley es consistente independientemente del contexto, que hoy, a nuestro juicio, no es atractivo para cualquiera que se preocupe por comprar acciones por menos de lo que valen. **Para que una empresa ingrese a nuestra cartera, debe estar cotizando a un precio que esperamos nos permita ganar una ganancia de dos dígitos. devolución (sin garantías).** Muchos inversores han reducido sus umbrales de rendimiento requeridos para justificar el pago

precios de las acciones más altos, lo que vemos como una pendiente resbaladiza. Palm Valley no adopta el método de Street para formar tasas de descuento de acciones por las siguientes razones:

- Creemos que las tasas de interés bajas son artificiales y han sido suprimidas por los bancos centrales. Asumimos un día esto no será posible, con la inflación como un obstáculo potencial para la política monetaria y fiscal imprudente.
- Si bien los inversionistas han usado tasas más bajas como base para reducir sus rendimientos requeridos, han mantenido en general sus supuestos de crecimiento. ¿Cómo sería el crecimiento económico sin la manguera contra incendios del estímulo y el gasto deficitario?
- Argumentaríamos que la prima de riesgo (rendimiento adicional sobre las tasas libres de riesgo) que exigen los inversores debería ser más alta ahora, dado el apalancamiento adicional y otros riesgos sistemáticos.
- A diferencia de muchos profesionales de la inversión, normalmente no recompensamos a las empresas por apalancar sus balances. Si bien es sencillo calcular el valor de un escudo fiscal de los préstamos en un entorno de tasas bajas, la mayoría de los analistas ignoran la pérdida de flexibilidad y el mayor riesgo financiero que proviene de la deuda. El enfoque de Palm Valley es valorar los flujos de efectivo no apalancados y restar los préstamos netos. Si una empresa tiene demasiada deuda, la evitamos.
- Los inversores de rendimiento absoluto no deben basarse en argumentos de rendimiento relativo para poseer activos. no lo haremos justificar los precios irracionales de las acciones comparándolos con los bonos, otra clase de activo distorsionada que ofrece escasos rendimientos.

Seguimos a un gran número de empresas de pequeña capitalización. Este trabajo de mantenimiento requiere mucho tiempo y consiste en revisar cientos de conferencias telefónicas trimestrales e informes de ganancias para obtener información micro y macroeconómica. Sin embargo, nos permite mantener una lista de acciones con valoraciones relativamente actualizadas, lo que puede resultar beneficioso cuando hay eventos específicos de la empresa o desvanecimientos del mercado que empujan los precios por debajo del valor razonable. Podemos actuar rápidamente.

Valoraciones medianas de pequeña capitalización (Russell 2000)

	Burbuja tecnológica Cima 9 de marzo de 2000	Burbuja de crédito Cima 13 de julio de 2007	Burbuja de crédito Canal 9 de marzo de 2009	Pandemia Canal 18 de marzo de 2020	Regalo Condiciones 31 de diciembre de 2021
Precio/Ganancias	17.2	25.9	18.3	23.8	60.1
Empresas rentables	13.4	21.4	9.8	10.4	17.9
Margen de beneficio neto	7,6%	7,9%	7,2%	8,6%	9,9%
P/G excl. Finanzas	23.6	29.9	18.9	87.3	647.2
No financieros rentables	14.7	23.7	9.7	13.3	22.2
Margen de beneficio neto	6,2%	6,2%	6,0%	5,5%	6,8%
VE/BAII	14.0	19.2	10.2	33.7	82.9
Empresas con EBIT positivo	10.9	16.4	7.5	13.1	20.0
Precio/Flujo de caja libre	98.5	47.6	16.6	39.9	173.0
Empresas FCF positivo	19.7	25.3	8.5	10.6	21.4

*Fuente: Bloomberg; Las estadísticas EV/EBIT y Price/Free Cash Flow son para empresas no financieras



Las valoraciones actuales de pequeña capitalización son extraordinarias y superan los picos anteriores del mercado. **Una diferencia principal entre el ciclo actual y el pasado es el número de empresas no rentables.** Aunque las valoraciones de las pequeñas empresas *rentables* parecen menos extremas e incluso inferiores a las del pico de la burbuja crediticia, esto se debe a la rentabilidad récord, especialmente para las empresas financieras. Dentro del Russell 2000, el margen neto medio para las empresas rentables es del 9,9% en comparación con el 7,9% durante el pico de mercado de julio de 2007 del ciclo anterior.

¡El margen medio de las empresas financieras de pequeña capitalización es del 27,0% hoy frente al 13,9% en julio de 2007! Los argumentos actuales a favor del atractivo relativo en la valoración del valor de pequeña capitalización sobre los índices de crecimiento de pequeña capitalización deben tener en cuenta la rentabilidad anormalmente alta de la industria bancaria.

Dejando a un lado las causas subyacentes, como inversores de valor, hemos estado agradecidos por los períodos *transitorios* de debilidad de las empresas de pequeña capitalización, como principios de 2016, diciembre de 2018 o la primavera de 2020. Invertimos una parte significativa del Fondo rápidamente en marzo de 2020. Sin embargo, **el mercado de empresas de pequeña capitalización las correcciones fugaces no han sido suficientes para un amplio reinicio de la valoración.** Hoy en día, se trata de ganancias escasas en terrenos de pequeña capitalización, con casi la mitad de las empresas no financieras perdiendo dinero y la mayoría de la otra mitad cotizando a niveles que sugieren rendimientos futuros extremadamente bajos. Para

Muchas de las empresas que actualmente cotizan a los múltiplos más bajos, desde productores de vehículos recreativos hasta minoristas de calzado, creemos que las ganancias están por encima de los niveles normalizados.

Además de mantenerse al tanto de los negocios

que comprende nuestra lista de compra posible, estamos dando vuelta a un montón de rocas.

Aunque creemos observar pacientemente desde el margen puede ser un enfoque sensato para

abordar una burbuja de capital,

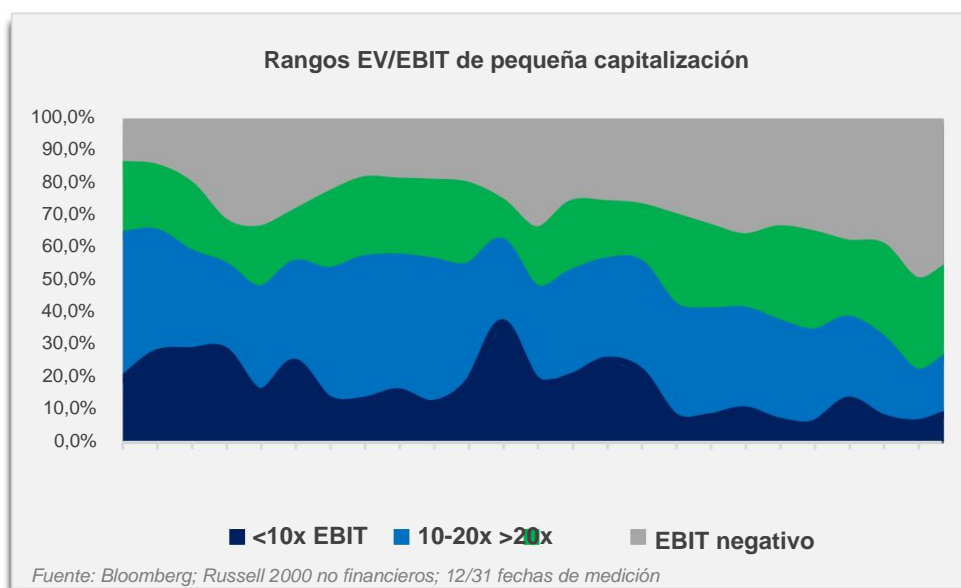
somos cazadores de valores de corazón y nuestro deseo es encontrar buenas ideas cuando están disponibles. A la luz de las valoraciones extremas, una forma de identificar nuevas empresas que podrían calificar como candidatas de cartera es examinar detenidamente las acciones que cotizan cerca de sus mínimos de 52 semanas. Es un trabajo sucio, pero no estamos por encima de vadear el lodo para encontrar una joya sin pulir que se haya pasado por alto. ¿Qué podría ser más contrario que recoger a las masas pobres y hacinadas que se están marchitando cerca de sus precios de acciones más bajos en doce meses?

Bueno, la lista baja de 52 semanas ya no es lo que solía ser. Una ganancia de más del 500% en acciones de pequeña capitalización desde el punto mínimo de 2009 hará eso. Creemos que la fuerte caída del mercado durante los bloqueos de COVID de la primavera de 2020 corrigió principalmente una sobrevaluación severa en lugar de presentar una venta forzosa en acciones. Ciertamente hubo descuentos, pero se evaporaron rápidamente.

Durante el último trimestre, el número de acciones que alcanzaron 52-

Los mínimos semanales se dispararon más en noviembre, lo que normalmente sería una señal prometedora para los cazadores de gangas.

Sin embargo, muchas de estas acciones estaban alcanzando precios fuertes desde doce meses antes, cuando los puntos de referencia de pequeña capitalización estaban alcanzando nuevos récords.



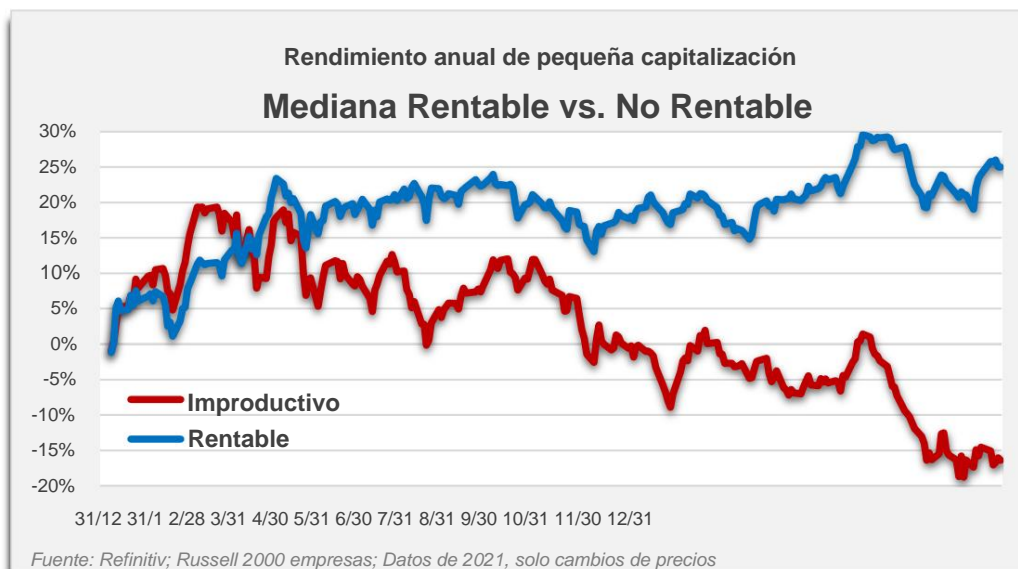
Puede haber una mayor posibilidad de encontrar nombres realmente desafortunados al comparar los precios actuales con los experimentados durante el inicio de la pandemia.

Mientras que muchas empresas biotecnológicas sin beneficios fueron derrotadas en 2021, el número de empresas de mayor calidad que cotizan por debajo de los precios mínimos que alcanzaron entre febrero y abril de 2020 sigue siendo moderado. Esto explica el rendimiento superior significativo

del S&P SmallCap 600 sobre el Russell 2000 en 2021. El SmallCap 600 requiere que sus componentes sean rentables al ingresar al índice.



En nuestra opinión, muchas de las acciones de pequeña capitalización con peor rendimiento durante el último año siguen siendo caras. Un porcentaje significativo no es invertible para Palm Valley por varias razones, como su balance general (malo) o modelo de negocio (perder dinero constantemente). Investigar un nombre deprimido es un ejercicio para determinar si los problemas comerciales tienen el precio adecuado en las acciones. Lleva tiempo, y los analistas de inversiones deben sentirse cómodos reconociendo un costo irrecuperable y seguir adelante. Algunos inversores prefieren quedarse con los compuestos Buffettesco que les han servido bien, incluso en esta etapa del ciclo, donde parece que ningún precio es demasiado alto para tales nombres. La Gran Manzana ya no es Nueva York, es AAPL, con un P/E de 32x y una capitalización de mercado de \$3 billones. Por el contrario, a menudo estamos en la maleza con ideas contrarias en industrias impopulares con la esperanza de encontrar valor con un margen razonable de seguridad.



Examinar la lista de mínimos de pequeña capitalización es más peligroso que buscar empresas de bajo rendimiento de mayor capitalización, ya que la cuestión de la viabilidad empresarial es más pertinente. Desafortunadamente, si actualiza en tamaño y calidad de pequeña capitalización al S&P 500, es un desierto para acciones baratas y derrotadas. **Capa larga**



las empresas con precios de acciones que se han apreciado menos desde sus mínimos de 52 semanas cotizan, en promedio, cerca de las valoraciones más altas desde que la Fed comenzó a patrocinar la inflación de activos. Es un momento difícil para ser un alimentador inferior.



Sin embargo, al igual que Lloyd Christmas con su corte de tazón característico de *Dos tontos muy tontos*... te decimos que hay una posibilidad. Varios de los nombres propiedad de Palm Valley Capital Fund están a una distancia sorprendente de mínimos de varios años. Nuestra cartera está sesgada hacia valores desfavorecidos porque es más probable que se negocien por valoraciones razonables, en algunos casos porque no forman parte de los índices de referencia populares de EE. UU.

Si bien la capitalización de mercado mediana del Fondo es inferior a \$ 2 mil millones, al 31 de diciembre, solo teníamos dos nombres que eran miembros del índice Russell 2000.

Durante el cuarto trimestre, aprovechamos la debilidad en los sectores de metales preciosos y energía para adquirir dos pequeñas posiciones nuevas que creemos que se están vendiendo a precios atractivos en relación con sus balances sólidos y con gran cantidad de activos: Alamos Gold (ticker: AGI) y Drilling. Quip (ticker: DRQ). Alamos Gold es un productor de oro intermedio con base en Canadá con tres minas en producción: las minas Young-Davidson e Island Gold en Canadá y la mina Mulatos en México. Es una tenencia anterior del Fondo que hemos continuado monitoreando. Alamos tiene un balance general muy sólido con \$ 2.7 mil millones en valor contable tangible (\$ 6.80 por acción), más

de \$ 200

10 principales participaciones (31/12/21) % de activo

Fideicomiso de plata física de Sprott	3,50%
Crawford y compañía (A y B)	3,49%
Amdocs	3,10%
Fideicomiso de oro físico Sprott	1,99%
Grupo WH (ADR)	1,71%
Regalías de oro de Osisko	1,53%
Energía Coterra	1,49%
Servicios de gas natural	1,24%
Recursos hídricos de Vidler	0,74%
Metales preciosos de triple bandera	0,64%

millones en efectivo, y sin deuda. A nuestro precio de adquisición de menos de \$7 por acción, Alamos Gold se vendía con un descuento sobre nuestra valoración de activos netos ajustada, que incluye un ajuste al alza de su mina Island Gold. Alamos compró Island Gold en 2017 por \$600 millones y ha duplicado las reservas de oro de la mina desde la compra. Con los precios actuales del oro, esperamos que Alamos genere ganancias casi récord y que pueda financiar sus proyectos de crecimiento con flujo de caja libre generado internamente.



Fundada en 1981, Dril-Quip fabrica equipos de perforación y producción que se utilizan en la exploración y producción de energía en aguas profundas. Los clientes de Dril-Quip incluyen importantes empresas de petróleo y gas integradas y extranjeras, como Chevron, Shell, Exxon, Murphy y Petrobras. Similar a

la mayoría de las empresas de servicios y equipos de energía, Dril-Quip se desempeñó

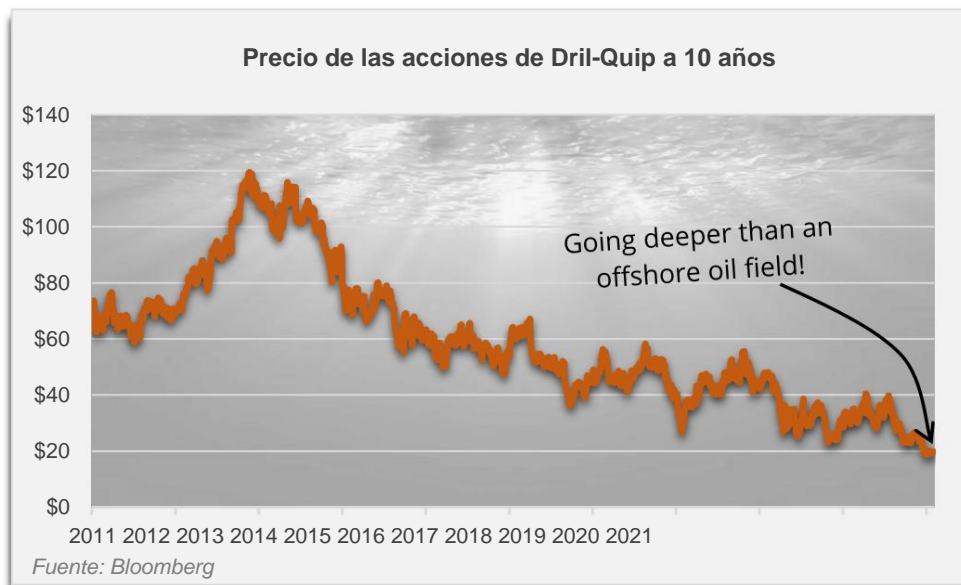
maravillosamente durante el auge de la energía que alcanzó su punto máximo en 2014. Los ingresos, la utilidad operativa y el flujo de caja libre se beneficiaron enormemente de los presupuestos de exploración y producción inflados y el enfoque en el crecimiento de la producción. Por supuesto, los precios del petróleo finalmente colapsaron en 2014 de \$ 110 por barril a \$ 29 en 2016, y el petróleo se volvió negativo brevemente en 2020! Durante este tiempo, las empresas de energía redujeron considerablemente sus gastos de capital, lo que redujo los ingresos y las ganancias de Dril-Quip.

El balance de Dril-Quip es extraordinario con casi mil millones de dólares de valor contable tangible (\$26,90 por acción). La mayoría de los activos de la compañía son líquidos con un capital de trabajo neto superior a \$20 por acción, incluidos más de \$10 por acción en efectivo. Aunque no podemos predecir con precisión cuándo se recuperará la exploración y producción de energía en aguas profundas, hay señales de que la actividad en alta mar ha tocado fondo y puede aumentar en 2022. Creemos que el balance de Dril-Quip nos brinda un margen suficiente de seguridad y la liquidez necesaria para aprovechar la mejora de las condiciones de la industria.

Durante el trimestre vendimos SSR Mining (ticker: SSRM) y TreeHouse Foods (ticker: THS). Salimos de SSR Mining después de que las acciones se apreciaran por encima de nuestro valor razonable estimado. En noviembre, TreeHouse Foods revisó su pronóstico de ganancias y flujo de caja libre muy por debajo de nuestras estimaciones. Las empresas de alimentos continúan luchando en el entorno inflacionario actual. Si bien creemos que TreeHouse finalmente logrará transferir los costos crecientes, determinamos que nuestra estimación inicial de flujo de caja libre normalizado era demasiado optimista. La reducción del flujo de caja también limitará los esfuerzos de desapalancamiento. Después de revisar nuestras suposiciones, nuestra valoración de TreeHouse cayó por debajo del precio de sus acciones. Vendimos la posición por una pequeña ganancia.

Las tres posiciones que contribuyeron más negativamente al rendimiento del cuarto trimestre del Fondo fueron Crawford & Co. (tickers: CRD/A, CRD/B), Coterra Energy (ticker: CTRA) y WH Group (ticker: WHGLY). Las acciones de Crawford son negociando por 6 veces nuestra estimación de ganancias operativas normalizadas, que es una fracción del múltiplo de otras empresas de pequeña capitalización rentables. Las acciones de Crawford han recibido con frecuencia un descuento controlado por la empresa, pero la disparidad actual es más amplia que nunca. Durante el trimestre, un accionista activista vendió su puesto a la empresa después de no poder obtener un puesto en el directorio. Crawford también fue eliminado de los índices MSCI US a fines de noviembre, lo que generó una presión de venta significativa independiente del precio en una acción sin una liquidez fabulosa.

Hay una cobertura mínima del lado de la venta. Las ganancias del tercer trimestre de la compañía fueron menores de lo que algunos esperaban,





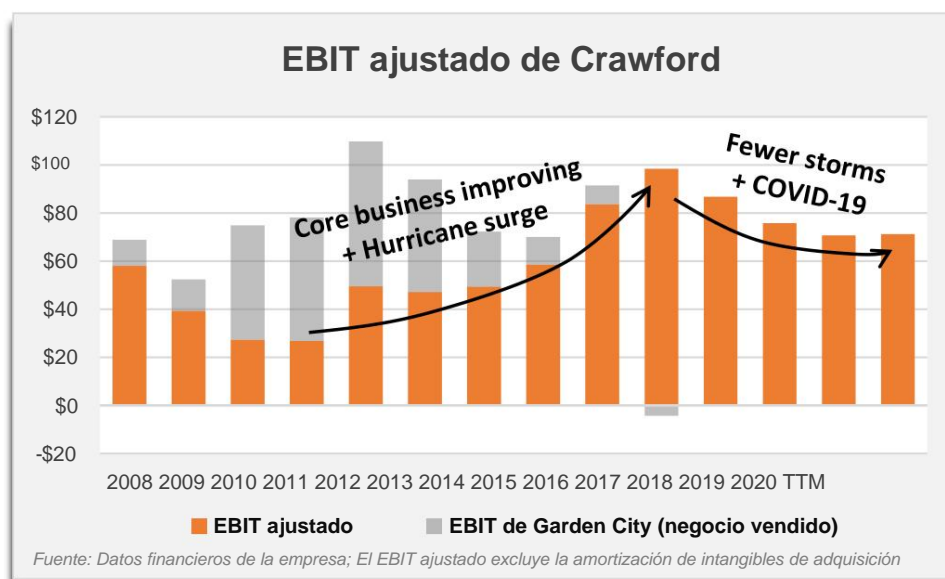
en parte porque otras economías no se han

recuperado tan rápido de COVID debido a los bloqueos en curso y menos estímulo que los EE. UU.

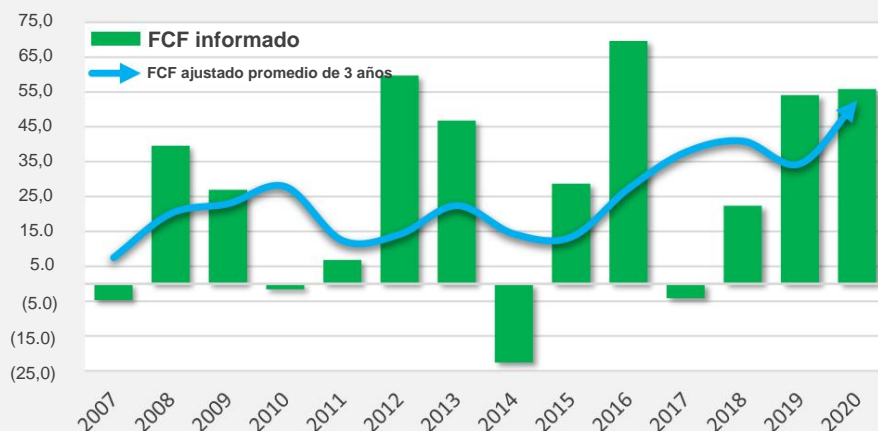
Crawford tiene una exposición global significativa y había mantenido su estructura de costos internacional en previsión de una recuperación más rápida. Menos actividad económica significa menos reclamaciones de seguros y menos negocio para Crawford.

Por último, la empresa gastó más del 20 % de su capitalización de mercado en adquisiciones de agosto a octubre, pero no comunicó adecuadamente los altos márgenes de los objetivos, lo que llevó a los inversores a suponer que la gerencia podría haber pagado en exceso.

No creemos que un examen superficial de las finanzas de Crawford sea suficiente para comprender y valorar el negocio. En primer lugar, los volúmenes de siniestros de la empresa se ven afectados por las inclemencias del tiempo. Los grandes huracanes refuerzan los resultados, pero no son predecibles. En segundo lugar, el antiguo segmento Legal and Settlement Administration de Crawford (Garden City) representó la mayor parte de la rentabilidad en los años posteriores al derrame de petróleo de Deepwater Horizon en 2010, pero registró pérdidas en 2017 y se vendió en 2018. Las acciones de reestructuración han generado mejoras en el núcleo de la empresa. reclamos de seguros y negocios de administración de terceros, pero estas tendencias han sido enmascaradas por la cola del flujo de caja de Deepwater Horizon, así como por la fluctuación de la actividad de huracanes, que alcanzó su punto máximo en 2017 (Harvey, María, Irma) y 2018 (Michael, Florence). Por último, Crawford ha pasado los años desde la crisis crediticia reduciendo el riesgo de sus planes de pensión de beneficios definidos al reducir la exposición a acciones y hacer contribuciones importantes para mejorar el estado de capitalización. Estas contribuciones a las pensiones pesaron sobre el flujo de efectivo, pero han disminuido a medida que



Flujo de caja libre de Crawford & Co. (mil \$)



Fuente: Empresa; Ajustes por aportes jubilatorios y segmento anterior Administración Legal

la pensión de la empresa en el Reino Unido está totalmente financiada y la financiación insuficiente del plan congelado de EE. UU. ha disminuido.

Por estas razones, es importante que los inversores normalicen los resultados de Crawford.

Ajustamos por el impacto histórico del negocio de Administración Jurídica enajenado y

contribuciones de pensiones discretionales para evaluar la

generación de efectivo central de la empresa.



Excluyendo las contribuciones de pensiones, el flujo de caja libre promedio de tres años de la compañía supera los \$ 50 millones, mientras que la capitalización de mercado de Crawford es inferior a \$ 400 millones. Creemos que las acciones, con una rentabilidad por dividendo superior al 3 %, se cotizan con un descuento significativo respecto del valor razonable, por lo que Crawford es una de las posiciones más importantes del Fondo.

Coterra Energy, que se conocía como Cabot Oil & Gas antes de su fusión con Cimarex Energy, fue el mayor contribuyente del Fondo en el tercer trimestre. Si bien redujimos nuestra ponderación a medida que se cerraba la brecha de valoración, las acciones recuperaron las ganancias en el cuarto trimestre, ya que los precios del gas natural cayeron considerablemente debido a las temperaturas superiores a la media.

No fue un año divertido para ser miembro del Índice Hang Seng de Hong Kong, incluso si no era una empresa de tecnología en la mira del gobierno chino o un promotor inmobiliario. WH Group cotiza a su precio más bajo desde su cotización pública en 2014. La acción se vio afectada negativamente por el drama en la suite ejecutiva en 2021, y la volatilidad en los precios mundiales del cerdo provocó un revés temporal en las ganancias.

No obstante, WH sigue siendo altamente rentable con un negocio de carnes envasadas muy fuerte que tiene participaciones de mercado líderes en China y EE. UU. (Smithfield). No creemos que WH tenga los inconvenientes de las estructuras de propiedad VIE utilizadas por empresas como Alibaba. La mayoría de

los activos de la empresa se encuentran en los EE. UU. El Grupo WH cotiza alrededor de 5 veces el beneficio operativo normalizado. En comparación, una de las empresas con las valoraciones más altas

Grupo WH

Smithfield
Good food. Responsibly.

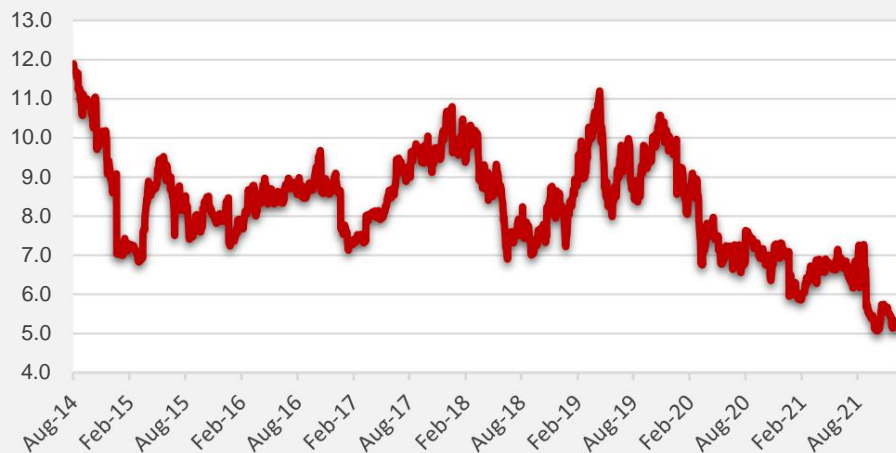
Hórmel



Empresa	Smithfield	Hórmel
Valor (USD)	\$10,721	\$29,306
EBIT a plazo		
<small>DOLAR ESTADOUNIDENSE</small>	\$2,159	\$1,388
Est. EV/2022		
EBIT	5.0x	21,1x

*Consenso de Bloomberg

EV del grupo WH/EBIT estimado



Fuente: Bloomberg

(>100x) en el índice Hang Seng es el fabricante de vehículos eléctricos BYD, del cual Berkshire Hathaway es propietario en un 20 %. Se proyecta que WH Group genere más de un 50 % más de ingresos en 2022 que Hormel (ticker: HRL), una de las principales empresas de alimentos de EE. UU. especializada en carnes, pero está valorado en apenas un tercio del precio. Creemos que las acciones de WH Group son una ganga para los inversionistas dispuestos a considerar la exposición a China.

Las tres posiciones que más contribuyeron al rendimiento trimestral del Fondo fueron SSR Mining, Sprott Physical Silver Trust (ticker: PSLV) y Triple Flag Precious Metals (ticker: TFPM.U). Aunque los metales preciosos experimentaron ganancias modestas en el cuarto trimestre, fue un año difícil para los inversionistas en oro y plata. EE. UU. experimentó su inflación más alta en 40 años, los déficits presupuestarios federales más grandes de la historia, tasas de interés reales profundamente negativas y la Flexibilización Cuantitativa en curso por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, los metales preciosos disminuyeron. Algunos inversores en oro y plata están reaccionando a las expectativas de una política monetaria más estricta, ya que la Reserva Federal ha comenzado



su disminución de la compra de activos y ha indicado un plan para comenzar a aumentar las tasas de interés en 2022. Por supuesto, las condiciones monetarias seguirán siendo más flexibles que en casi cualquier momento anterior en la historia de EE. UU. En una contradicción no tan sorprendente, el mercado de valores ha tenido una reacción silenciada a los anuncios de reducción gradual de la Fed, y las empresas de gran capitalización siguen operando cerca de máximos históricos.

Para cualquier inversión, es frustrante cuando ocurre su principal catalizador, pero no obtiene el resultado esperado. Después de años de inflación de activos inducida por la Reserva Federal, el gasto de estímulo hizo que el déficit presupuestario explotara en 2020 y 2021, lo que provocó un fuerte aumento de la inflación general en toda la economía de EE. UU. El oro y la plata se encogieron de hombros, lo que llevó a muchos a concluir que los metales preciosos han perdido su brillo y que las criptomonedas y las acciones son mejores coberturas contra la inflación. Es demasiado pronto para saber si 2022 traerá más de las mismas condiciones inflacionarias, ya que el plan Build Back Better parece estar en terreno inestable en el Congreso. Damos la bienvenida a la prudencia fiscal pero, en última instancia, tenemos poca fe en los políticos o en la Reserva Federal para tomar decisiones que redunden en el mejor interés a largo plazo de nuestra nación. Si realmente experimentamos un endurecimiento real de la política monetaria y fiscal que afecte negativamente a los metales preciosos, también esperaríamos y daríamos la bienvenida a valoraciones de acciones considerablemente más bajas. Junto con muchos otros, estamos seguros de que las palabras y acciones de "halcón" se revertirán rápidamente cuando los precios de los activos comiencen a resquebrajarse. Sin embargo, en algún momento, el intento de rescate fallará, cuando los inversores finalmente se den cuenta de que no pueden imprimir y gastar para llegar a la prosperidad. Creemos que las perspectivas a largo plazo para el oro y la plata son positivas.

Mike Rowe ha dicho que su persona favorita de más de 300 *Dirty Jobs* que filmó fue un criador de cerdos de Las Vegas que ha sido comparado con un cruce entre Old MacDonald y Jed Clampett. Bob Combs abrió RC Farms en 1963 con un modelo de negocio único basado en recolectar restos de comida no consumidos de los bufés de los casinos de Las Vegas, convertirlos en estofado y dárselos de comer a sus cerdos. Rowe escribe: "Durante 50 años, Bob ha traído sus cerdos al mercado con el dinero de la casa de Las Vegas". En 2009, los propietarios de un nuevo desarrollo de viviendas cercano en Las Vegas demandaron a los constructores por no revelar el olor acre que emanaba de RC Farms. Combs le dijo a *Los Angeles Times*: "No me molesta. Para mí, es como pasar frente a una panadería". La dedicación de la familia a la reducción de desechos los llevó a desarrollar una importante operación de reciclaje en la ciudad dirigida por los hijos de Combs. Bob Combs se jubiló y vendió RC Farms en 2017 a desarrolladores inmobiliarios de Las Vegas por \$23 millones, pero la familia construyó un moderno



Bob Combs en RC Farms. Foto de *Las Vegas Sun*.

granja de cerdos más al norte de la ciudad, donde es menos probable que los vecinos se quejen.

Los inversores hablan mucho de ventajas competitivas. Bob Combs tenía una ventaja competitiva en costos que le permitió prosperar en una línea de trabajo difícil. en el de hoy

mercado de acciones, el trabajo *más fácil* puede ser recitar las claras ventajas competitivas de empresas como Apple, Google o Microsoft. Mientras que los inversores formados en MBA se sienten cómodos en las empresas con los fosos competitivos más fuertes, pocos se preocupan por si su propio proceso de inversión ofrece algo único. En una charla de TED de 2008, Mike Rowe describió cómo el éxito de Bob Combs provino de capitalizar una oportunidad contraria: "Dio un paso atrás y observó a dónde iban todos, y se fue hacia el otro lado". Después de una pausa de nueve años, *Dirty Jobs* regresa a Discovery Channel este mes. A medida que ingresemos en 2022, escuchará que el efectivo es basura, el oro es una reliquia sin valor y la lista de mínimos de 52 semanas es para los alimentados de fondo equivocados. En el negocio de gestión de inversiones, demasiados participantes se preocupan más por la óptica de lo que poseen que por el valor inherente. Si la multitud lo encuentra vil, puede valer la pena.

Gracias por su inversión.

Atentamente,

Jayne Wiggins

eric canela

La inversión en fondos mutuos implica riesgo. La pérdida principal es posible. Palm Valley Capital Fund invierte en empresas de menor tamaño, lo que implica riesgos adicionales como liquidez limitada y mayor volatilidad que las empresas de gran capitalización. La capacidad del Fondo para cumplir su objetivo de inversión puede verse limitada en la medida en que mantenga activos en efectivo (o equivalentes de efectivo) o no esté invertido. La exposición a los mercados de materias primas puede someter la inversión a una mayor volatilidad.

Antes de invertir en Palm Valley Capital Fund, debe considerar detenidamente los objetivos, riesgos, cargos y gastos de inversión del Fondo. El Prospecto contiene esta y otra información importante y puede obtenerse llamando al 904-747-2345. Por favor, lea el prospecto antes de invertir.

El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Los dividendos no están garantizados y la capacidad futura de una empresa para pagar dividendos puede ser limitada. Una empresa que actualmente paga dividendos puede dejar de pagar dividendos en cualquier momento. Las tenencias de fondos y las asignaciones sectoriales están sujetas a cambios y no constituyen una recomendación para comprar o vender ningún valor. El crecimiento de las ganancias de la tenencia de un Fondo no garantiza un aumento correspondiente en el valor de mercado de la tenencia o del Fondo.

El índice S&P SmallCap 600 mide el segmento de pequeña capitalización del mercado de acciones de EE. UU. El índice está diseñado para rastrear empresas que cumplen con criterios de inclusión específicos para garantizar que sean líquidas y financieramente viables. El índice Morningstar Small Cap Total Return rastrea el desempeño de las acciones estadounidenses de pequeña capitalización que se encuentran entre los percentiles 90 y 97 en la capitalización de mercado del universo invertible. **No es posible invertir directamente en un índice.**

El Palm Valley Capital Fund es distribuido por Quasar Distributors, LLC. Las opiniones expresadas son las del autor, están sujetas a cambios en cualquier momento, no están garantizadas y no deben considerarse consejos de inversión.

Definiciones:

Flujo de caja: abreviatura de flujo de caja libre.

Cripto: Abreviatura de criptomoneda, que es una moneda digital en la que las transacciones se verifican y los registros se mantienen mediante un sistema descentralizado que utiliza criptografía.



E&P (Exploración y Producción): El segmento upstream de la industria del petróleo y el gas, que incluye encontrar y extracción de petróleo y gas.

EBIT: Ganancias antes de intereses e impuestos (es decir, ingresos operativos).

Valor de empresa: capitalización de mercado más deuda total menos efectivo y equivalentes, ajustado por intereses minoritarios.

EV/EBIT: EV/EBIT representa el Valor Empresarial de una empresa (Capitalización de Mercado – Efectivo + Deuda) dividido por sus ganancias antes de intereses e impuestos de los últimos doce meses (es decir, ingresos operativos).

Flujo de caja libre (FCF): es igual al efectivo de las actividades operativas menos los gastos de capital.

Rendimiento del flujo de caja libre: es igual al flujo de caja libre dividido por la capitalización de mercado.

Índice Hang Seng: índice ponderado por capitalización de mercado de las grandes empresas públicas de Hong Kong.

Índices MSCI US: una serie de índices de acciones de EE. UU. basados en la capitalización de mercado, incluidos el índice MSCI Small Cap 1750 y el índice MSCI US Investable Market 2500.

Acciones de memes: Acciones que experimentan aumentos significativos en el volumen de negociación, generalmente impulsadas por las redes sociales.

Valor liquidativo (NAV): El valor de los activos de una entidad menos sus pasivos.

Capital de trabajo neto: La diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante de una empresa.

Relación precio/beneficio (P/E): El precio de una acción dividido por su beneficio por acción.

Precio/Flujo de caja libre: Capitalización de mercado dividida por Flujo de caja libre.

QE3: La tercera ronda de flexibilización cuantitativa de EE. UU., que es una política monetaria en la que un banco central compra bonos del gobierno u otros activos financieros para crear liquidez en una economía.

Russell 2000: El índice Russell 2000 es un índice bursátil estadounidense de pequeña capitalización basado en las capitalizaciones de mercado de las 2000 empresas más bajas del Índice Russell 3000.

S&P 500: The Standard & Poor's 500 es un índice bursátil estadounidense basado en las capitalizaciones de mercado de 500 grandes empresas.

SPAC (Special Purpose Acquisition Company): una empresa que cotiza en bolsa creada para adquirir una empresa que cotiza en bolsa existente.

Valor tangible en libros: Patrimonio de los accionistas, o activos totales excluyendo el fondo de comercio y otros intangibles menos los pasivos totales.

VIE (Entidad de Interés Variable): Una estructura comercial donde un inversionista tiene una participación mayoritaria pero carece de la mayoría de los derechos de voto.

Pershing Square Capital Management, LP publica una carta a los inversores

26 de enero de 2022, Nueva York - // Pershing Square Capital Management, LP ("PSCM") publicó hoy la siguiente carta de Bill Ackman a los inversores:

Estimado inversor de Pershing Square,

A partir del viernes y durante los últimos días, adquirimos más de 3,1 millones de acciones de Netflix, Inc. (NASDAQ:NFLX), lo que nos convierte en uno de los 20 principales accionistas de la empresa. La oportunidad de adquirir Netflix a una valoración atractiva surgió cuando los inversores reaccionaron negativamente al crecimiento de suscriptores del último trimestre y la orientación a corto plazo de la administración. La caída sustancial del precio de las acciones de Netflix se vio agravada aún más por la reciente volatilidad del mercado.

Hemos admirado mucho a Netflix tanto como consumidores como inversores, pero nunca antes habíamos tenido una participación en la empresa. Netflix es uno de los principales beneficiarios del crecimiento de la transmisión y la disminución de la televisión lineal impulsada por su experiencia superior para el cliente, una gran cantidad diversa de contenido excelente que se actualiza constantemente, mejoras globales en el ancho de banda y la proliferación y la mejora continua y la comodidad de los dispositivos. en el que uno puede mirar.

El negocio de Netflix tiene características muy favorables que incluyen:

- sus ingresos altamente recurrentes basados en suscripciones, que tienen un enorme potencial de crecimiento futuro
- un equipo de administración verdaderamente el mejor en su clase y una cultura única de alto rendimiento (considere el giro notable de Netflix desde el alquiler de DVD por correo hasta la transmisión de video y convertirse en uno de los mejores productores de contenido querido de todos los tiempos)
- economías de escala y excelente calidad en su contenido líder en la industria, que debería continuar impulsar el crecimiento futuro y ampliar el poderoso foso competitivo de la empresa
- poder de fijación de precios derivado del enorme valor que ofrece a los consumidores en comparación con otros alternativas
- expansión sustancial del margen, con la oportunidad de una mejora continua debido a las economías de escala y la base global de suscriptores de rápido crecimiento de la compañía
- un perfil mejorado de flujo de efectivo libre que debería permitir inversiones continuas en crecimiento, así como el retorno de efectivo a los accionistas

Comenzamos a analizar Netflix en relación con nuestra inversión en Universal Music Group, por lo que estábamos preparados cuando el precio de las acciones cayó bruscamente el viernes pasado. Ahora, con UMG y Netflix, todos estamos...

en la transmisión, ya que nos encantan los modelos comerciales, los contextos de la industria y los equipos de gestión que lideran estas organizaciones notables.

Con el fin de financiar nuestra compra de Netflix, a partir del viernes y durante los últimos días, deshicimos la mayor parte de nuestra cobertura de tasa de interés generando ganancias de \$1,250 millones. Mantuvimos los swaptions de tasas de interés que actualmente están fuera del dinero y también compramos algunos swaptions fuera del dinero adicionales a más largo plazo. El resultado de todo lo anterior es que el tamaño notional de nuestra cobertura de tasa de interés se ha reducido en un 80%, el plazo de una parte sustancial de la cobertura que retenemos se ha extendido y nuestra inversión en dólares en coberturas se ha reducido en más del 90%.

Si no hubiéramos vendido la cobertura, probablemente podríamos haber obtenido más ganancias basadas en el aumento de las tasas, en gran parte hoy, desde nuestra venta. Dicho esto, creíamos que la oportunidad de invertir en Netflix a los precios actuales ofrecía un riesgo/recompensa más convincente y probablemente mayores ganancias a largo plazo para los fondos.

Invertimos en coberturas no para proteger los fondos de una pérdida de valor de mercado a corto plazo, sino porque pueden convertirse en una gran fuente de liquidez potencial precisamente en el momento en que las acciones se vuelven baratas. Invertimos en coberturas asimétricas, ya que ofrecen la oportunidad de obtener grandes ganancias sin exponer la cartera a pérdidas significativas en caso de que el riesgo potencial no se materialice.

Invertimos en swaptions de tasas de interés fuera del dinero en diciembre de 2020 y principios de 2021 porque creíamos que era probable que la combinación de una política fiscal agresiva, una política monetaria y la reapertura de la economía debido a las vacunas causarían daños no inflación transitoria, que obligaría a la Reserva Federal a subir los tipos. Creíamos que una subida inesperada de tipos podría provocar una corrección del mercado. Vimos que este resultado era probable, pero las opciones que compramos implicaban que este escenario era muy poco probable. Las perspectivas muy diferenciadas sobre los resultados futuros pueden generar beneficios atractivos para los inversores, especialmente cuando se estructuran en un formato asimétrico.

Afortunadamente, todas las empresas de nuestra cartera son empresas de muy alta calidad que pueden resistir la inflación, ya que tienen la capacidad de fijar el precio de sus productos, servicios y activos altamente deseables para preservar su rentabilidad en un entorno inflacionario. No creemos que el reciente movimiento en las tasas haya tenido un impacto significativo en los valores intrínsecos de nuestras empresas. Como tal, creemos que las empresas de nuestra cartera cotizan con un descuento aún mayor respecto de sus valores intrínsecos, particularmente a la luz de las recientes caídas de precios impulsadas por el mercado. Si bien no sabemos qué hará el mercado de valores mañana, el próximo mes o incluso durante el próximo año o dos, creemos que nuestras empresas continuarán acumulando sus valores intrínsecos a tasas altas a largo plazo.

Nos complace agregar Netflix a nuestra cartera. Muchas de nuestras mejores inversiones han surgido cuando otros inversores cuyos horizontes temporales son a corto plazo descartan grandes empresas a precios que parecen extraordinariamente atractivos cuando uno tiene un horizonte a largo plazo.

Atentamente,

Guillermo A. Ackman

Acerca de Pershing Square Capital Management, LP

Pershing Square Capital Management, LP ("Pershing Square"), con sede en la ciudad de Nueva York, es un asesor de inversiones registrado en la SEC para fondos de inversión.

Medios de comunicación

Pershing Square Capital Management, LP
Francisco McGill

McGill@persq.com
212-909-2455

Presentación Anual para Inversionistas

11 de febrero de 2022



Descargo de responsabilidad

Toda la información proporcionada en este documento es solo para fines informativos y no debe considerarse como una recomendación para comprar o vender ningún valor mencionado. Pershing Square Capital Management, LP ("Pershing Square") cree que esta presentación contiene una presentación equilibrada del desempeño de la cartera que administra, incluido un resumen general de ciertas posiciones de la cartera que han cumplido nuestras expectativas tanto por encima como por debajo.

Esta presentación contiene información y análisis relacionados con todas las posiciones divulgadas públicamente por encima de 50 puntos básicos en la cartera de Pershing Square Holdings, Ltd. ("PSH" o la "Compañía") durante 2021. Pershing Square puede comprar actualmente o en el futuro, vender, cubrir o cambiar la forma de sus inversiones discutidas en esta presentación por cualquier motivo. Por el presente, Pershing Square renuncia a cualquier obligación de proporcionar actualizaciones o cambios a la información contenida en este documento, lo que incluye, entre otros, la forma o el tipo de cualquier inversión de Pershing Square.

El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones implican un riesgo, incluida la pérdida del principal. No debe suponerse que ninguna de las transacciones o inversiones analizadas en el presente fueron o resultarán rentables, o que las recomendaciones o decisiones de inversión que tomemos en el futuro serán rentables o igualarán el rendimiento de inversión de las inversiones analizadas en el presente. Las empresas o inversiones específicas que se muestran en esta presentación pretenden demostrar el estilo de inversión activo de Pershing Square y los tipos de industrias e instrumentos en los que invertimos y no se seleccionan en función del rendimiento anterior.

Los análisis y conclusiones de Pershing Square contenidos en esta presentación se basan en información disponible públicamente. Pershing Square reconoce que puede haber información confidencial o no pública en posesión de las empresas mencionadas en la presentación y otras que podrían llevar a estas empresas a estar en desacuerdo con las conclusiones de Pershing Square. Los análisis provistos incluyen ciertas declaraciones, suposiciones, estimaciones y proyecciones preparadas con respecto, entre otras cosas, al desempeño operativo histórico y anticipado de las empresas. Dichas declaraciones, suposiciones, estimaciones y proyecciones reflejan varias suposiciones de Pershing Square con respecto a los resultados anticipados que están inherentemente sujetos a importantes incertidumbres y contingencias económicas, competitivas, legales, regulatorias y de otro tipo y se han incluido únicamente con fines ilustrativos. No se realizan representaciones, expresas o implícitas, en cuanto a la precisión o integridad de tales declaraciones, suposiciones, estimaciones o proyecciones o con respecto a cualquier otro material aquí contenido. Cualquier declaración prospectiva contenida en esta presentación está sujeta a varios riesgos e incertidumbres. Consulte también "Declaraciones prospectivas" en Descargos de responsabilidad adicionales y Notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación. Todas las marcas registradas incluidas en esta presentación son propiedad de sus respectivos dueños. Este documento no puede distribuirse sin el consentimiento expreso por escrito de Pershing Square y no constituye una oferta de venta ni la solicitud de una oferta de compra de ningún valor o producto de inversión.

Esta presentación está expresamente calificada en su totalidad por referencia al prospecto de PSH que incluye discusiones de ciertos factores de riesgo específicos, consideraciones fiscales, tarifas y otros asuntos, y sus otros documentos rectores.

VER RENUNCIAS Y NOTAS ADICIONALES AL FINAL DE ESTA PRESENTACIÓN PARA OBTENER INFORMACIÓN IMPORTANTE ADICIONAL

Agenda

Introducción del presidente

Revisión de desempeño de PSH 2021

Actualización de negocios

Actualización Organizacional

Actualización de la cartera

Preguntas y respuestas

Introducción del presidente

Junta Directiva de PSH

Todos los directores son independientes del Gerente excepto Nicholas Botta

Director de la Junta	Experiencia resumida
 <p>anne farlow Director independiente Presidente de la Junta</p>	<p>ÿ Director BlueRiver Acquisition Corp. ÿ Exdirector Investec Asset Management ÿ Exsocio, Providence Equity Partners, Electra Private Equity Partners, JF Electra Ltd ÿ Morgan Stanley (Nueva York), Bain and Company (Londres)</p>
 <p>Bronwyn Curtis, OBE Director Independiente S�nior</p>	<p>ÿ Director de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido, JP Morgan Asia Growth and Income plc, Mercator Media, C�mara de Comercio Australia-Reino Unido, Scottish American Investment Co y BH Macro Ltd ÿ Exgobernador, London School of Economics ÿ Exjefe de Investigación Global, HSBC y exjefe de Difusi�n Europea, Bloomberg LP</p>
 <p>Nicolás Botta Director</p>	<p>ÿ Presidente de Investment Manager ÿ Ex CFO, Investment Manager ÿ Ex CFO, Gotham Partners ÿ Ex Auditor sénior, Deloitte & Touche</p>
 <p>andres henton Director independiente</p>	<p>ÿ Presidente del Directorio de Boussard & Gavaudan Holding Ltd ÿ Presidente del Directorio de SW7 Holdings Ltd ÿ Presidente de St John Ambulance, Guernsey ÿ Director, Butterfield Bank Guernsey Limited, Longview Partners (Guernsey) Ltd</p>
 <p>Tope Lawani* Director independiente</p>	<p>ÿ Cofundador y socio gerente de Helios Investment Partners ÿ Director, Helios Towers (LSE:HTWS.L), Vivo Energy (LSE:VVO.L), ÿ Director, LinkCommerce Ltd, Thunes, Axxela Ltd, ZOLA Electric y OVH Energy BV ÿ Exdirector, Equity Group Holdings, First City Monument Bank Plc, Bayport Management</p>
 <p>Rupert Morley* Director independiente</p>	<p>ÿ Ex presidente y director ejecutivo de Rococo Chocolates ÿ Fideicomisario de Comic Relief y presidente de su grupo asesor de inversiones ÿ Ex director ejecutivo, Sterling Relocation, agencia inmobiliaria Hamptons y Propertyfinder.co.uk ÿ Ex director general, Swan Hellenic Cruises</p>
 <p>Tracy Palandjian* Director independiente</p>	<p>ÿ Co-fundador y CEO de Social Finance ÿ Exdirector gerente, The Parthenon Group ÿ Wellington Management Co. ÿ McKinsey & Company</p>

* Nuevos miembros de la Junta

Proceso de la Junta de PSH

• **Reuniones trimestrales; reuniones adicionales según sea necesario**

• **Revisar y Supervisar**

• Rendimiento de la inversión y cartera

• Gestión del riesgo operacional

• Relaciones con inversores

• Evolución del precio de las acciones

• Gastos

• Asuntos regulatorios

• **Comités del Directorio (membresía limitada a directores independientes excepto el comité de riesgos)**

• Comité de Auditoría

• Comité de Compromiso de la Gerencia

• Comité de nominaciones

• Comité de Remuneración

• Comité de Riesgos

• **Asuntos adicionales**

Junta de PSH Asuntos adicionales considerados en 2021

• **Impacto de COVID en la cartera y operaciones del administrador de inversiones**

• **Posición de cobertura de tasa de interés**

• **Pershing Square Tontine Holdings, Ltd. (NYSE:PSTH)**

• **Grupo de Música Universal**

• **Emisiones de bonos y estrategia de deuda**

• **Estrategias para abordar el descuento al NAV**

• **Consideraciones ESG**

Descripción general del rendimiento de 2021

2021 fue un año sólido para PSH con una apreciación del NAV del 26,9 % y un rendimiento total para los accionistas del 18,6 %

Devoluciones anualizadas

Período	PSH		Índices de mercado			Índices HFRX	
	Precio de la acción NAV		S&P 500	FTSE (1) 100	MSCI Mundo	Activista (2)	Capital Cobertura (2)
2021	26,9%	18,6%	28,7%	17,4%	22,3%	19,8%	12,1%
3 años	50,1%	48,4%	26,0%	9,3%	22,3%	17,7%	9,1%
5 años	26,4%	23,8%	18,4%	6,6%	15,6%	9,9%	5,3%

El descuento de PSH al NAV se amplió en un 5,3 %, del 23,0 % a principios de 2021 al 28,3 % al 31 de diciembre de 2021

Nota: El rendimiento del precio de las acciones de PSH refleja las acciones públicas negociadas en Euronext Amsterdam (PSH:NA) e incluye dividendos. Todos los rendimientos del índice incluyen la reinversión de dividendos. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

(1) El índice FTSE 100 refleja rendimientos denominados en USD para mantener la coherencia con el precio de las acciones de PSH y otros índices.

(2) HFRX Equity Hedge Index y HFRX Activist Index son construidos y mantenidos por Hedge Fund Research, Inc. HFRX Equity Hedge Index incluye fondos que mantienen posiciones largas y cortas principalmente en acciones y valores derivados de acciones y emplean una amplia gama de valores fundamentales y cuantitativos. técnicas en su proceso de inversión. HFRX Activist Index incluye fondos con estrategias activistas y más del 50 % de la cartera en situaciones activistas.

Acciones Corporativas 2021: Nuevas Emisiones de Bonos

En 2021, PSH completó dos nuevas emisiones de bonos por \$1300 millones y redimió \$369 millones de deuda con vencimiento en 2022

Estructura de capital de PSH

(\$ en mm)	2/8/2022	Fecha de emisión de vencimiento del cupón	
Capital total	\$13,476		
Bonos 2022 (Oferta Pública)	\$631	5.500% Jul-2022	Jun-2015
Bonos 2027 (Oferta Pública) €500mm EUR(1)	571	1,375% oct-2027	oct-2021
Bonos 2030 (Oferta Pública)	500	3.250% Nov-2030	Nov-2020
Bonos 2031 (Oferta Pública)	700	3,250% oct-2031	Oct-2021
Bonos 2032 (colocación privada)	200	3.000% Jul-2032	Ago-2020
Bonos 2039 (colocación privada)	400	4,950% julio de 2039	julio de 2019
Deuda total	\$3,002		
Endeudamiento Total a Capital Total	22,3%		
Valor Liquidativo (Capital Total menos Deuda Total)	\$10,474		

La estrategia de gestión de la deuda a largo plazo de PSH consiste en gestionar el apalancamiento a lo largo del tiempo aumentando el NAV a través de un sólido rendimiento y escalando sus vencimientos a través de nuevas emisiones.

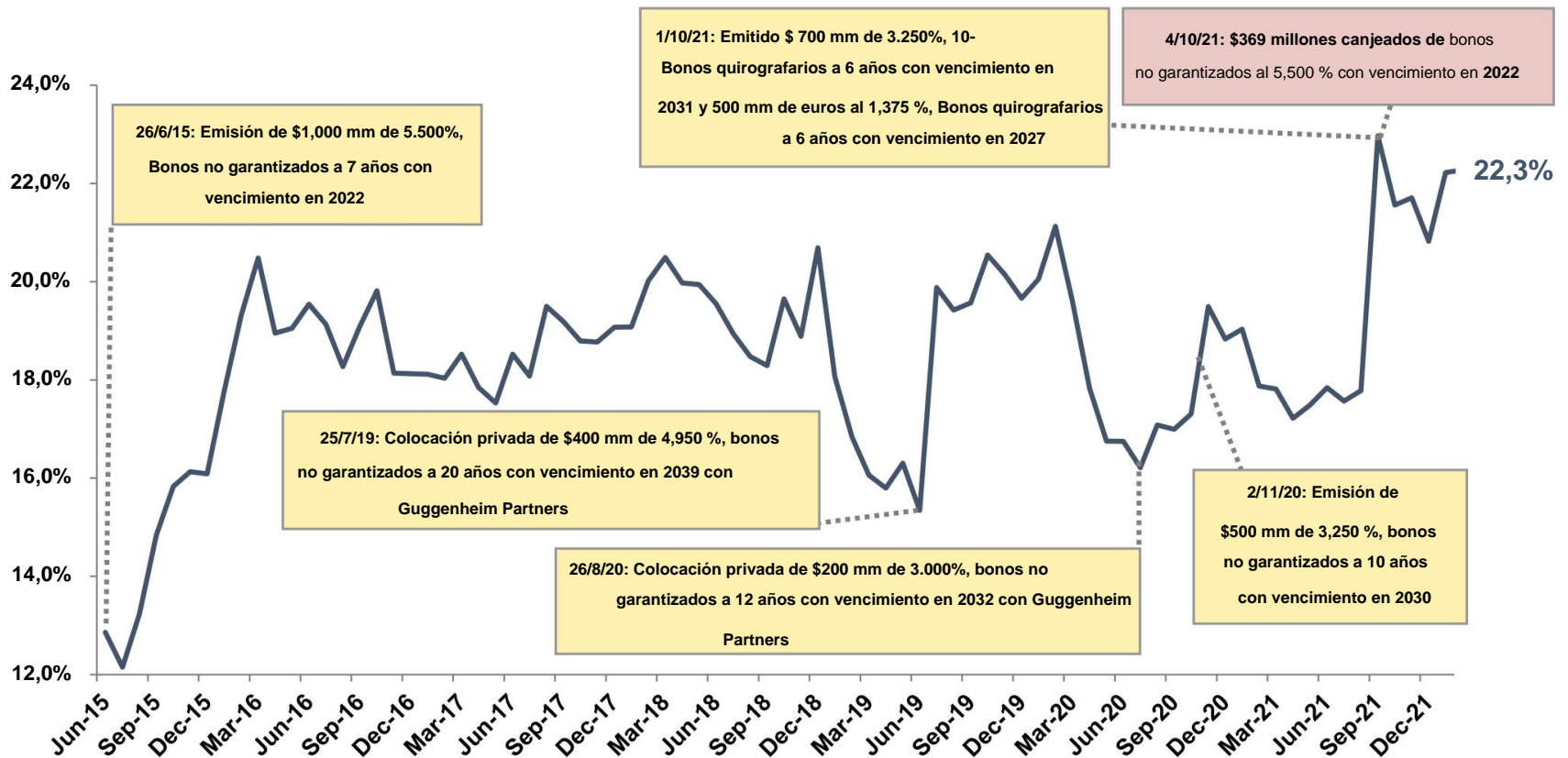
Nota: Los Activos Totales y la relación Deuda Total a Activos Totales se calculan de acuerdo con los Contratos de Emisión de Bonos de PSH. El Activo Total se define como el Valor Liquidativo más la Deuda Total y es neto de la comisión de rendimiento acumulada.

(1) Supone un tipo de cambio de 1,14x EUR/USD.

PSH Deuda total a relación de activos totales

En períodos de volatilidad del mercado y/o de la cartera, PSH ha mantenido continuamente niveles de apalancamiento conservadores y calificaciones de grado de inversión

Razón de Deuda Total a Activos Totales | 30/6/2015 al 8/2/2022:



Estrategia de Financiamiento de Deuda a Largo Plazo

Nuestra capacidad para acceder a deuda a largo plazo de bajo costo y grado de inversión es una importante ventaja competitiva para PSH

• PSH tiene características crediticias atractivas

- Cartera de inversión simple, transparente y altamente líquida
- Cobertura de activos significativa: la deuda de PSH está cubierta ~4.5x por activos
- Las empresas de la cartera subyacente están diversificadas en todos los sectores y tienen una exposición a las materias primas y un riesgo cíclico relativamente bajos.
- Estrategia de inversión comprobada con un historial a largo plazo
- Facilita las emisiones oportunistas

• Los vencimientos escalonados que van desde 2022 hasta 2039 están bien emparejados con El horizonte de inversión a largo plazo de PSH

- Sin apalancamiento de margen
- Sin convenios de valor de mercado

El diferencial de la deuda denominada en USD de PSH ha disminuido de 337 pb en su emisión inaugural a 175 pb en su emisión más reciente

Estrategias para abordar el descuento

• Sólido rendimiento de la inversión

• Rendimientos netos anuales compuestos superiores al 50 % durante los últimos tres años

• Comercialización

• Inclusión de PSH en el índice FTSE 100 en diciembre de 2020

• Reclasificación de AIC de Hedge Funds a US Equity

• Cartera transparente y fácil de valorar

• Esfuerzos en el Reino Unido: Frostrow, mayor visibilidad de la plataforma

• Acciones societarias

• Cotización premium en Londres en mayo de 2017 para ampliar la base de inversores y aumentar la liquidez

• Las recompras de acciones de 2017 a 2020 recompró 50,8 millones de acciones por \$837 millones con un descuento promedio del NAV del 26,5 % y redujo las acciones en circulación en un 21 %(1)

• Compra de acciones por afiliados del PSCM; ahora posee el 25% de las acciones en circulación(2)

• Inicio del dividendo trimestral de \$0.10 por acción en el primer trimestre de 2019

La junta sigue creyendo que el impulsor más poderoso de los rendimientos de los accionistas a largo plazo será un sólido desempeño absoluto y relativo del NAV.

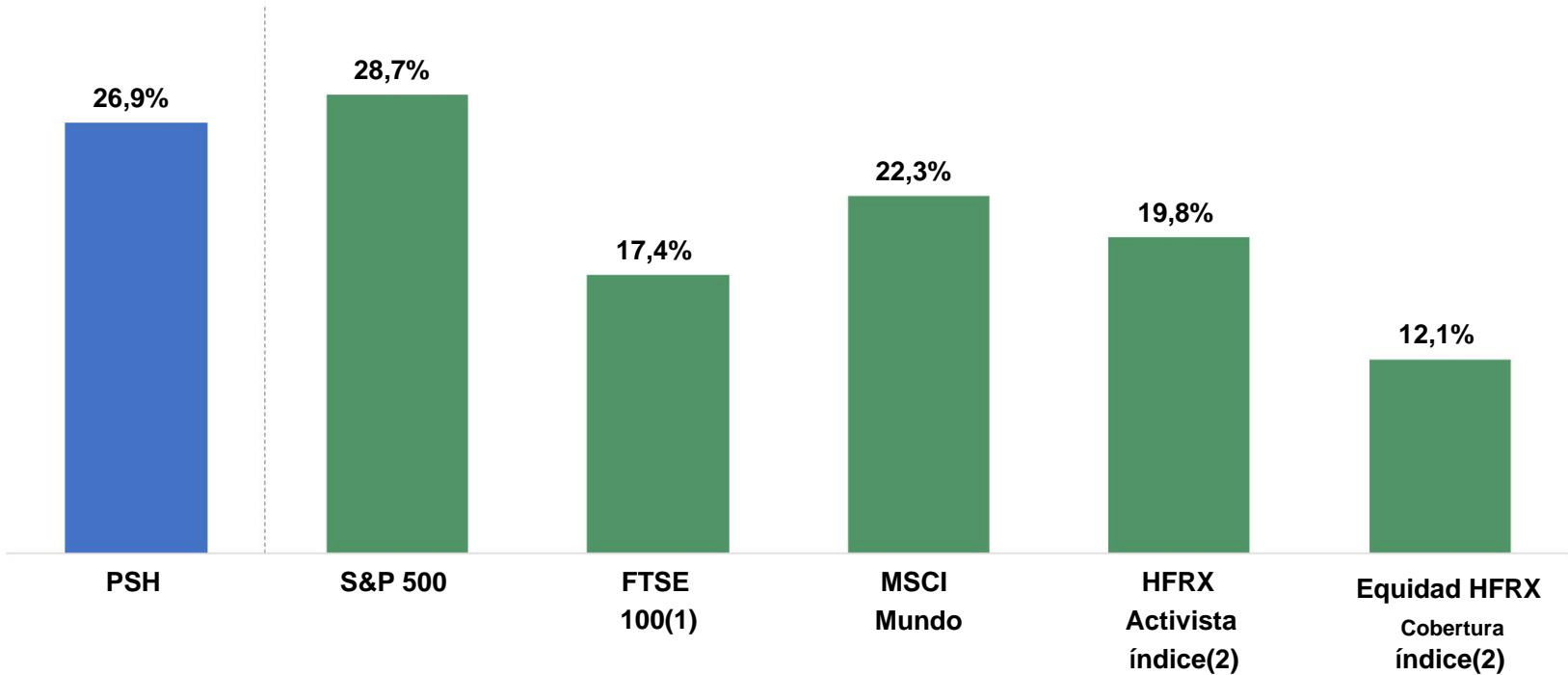
(1) Refleja las acciones públicas en circulación al 30 de abril de 2017.

(2) Porcentaje de propiedad basado en las acciones actuales en circulación.

Revisión de desempeño de 2021

Desempeño en 2021 por delante de la mayoría de los índices del mercado

Rendimiento 2021: PSH neto de comisiones frente a rendimiento total de índices



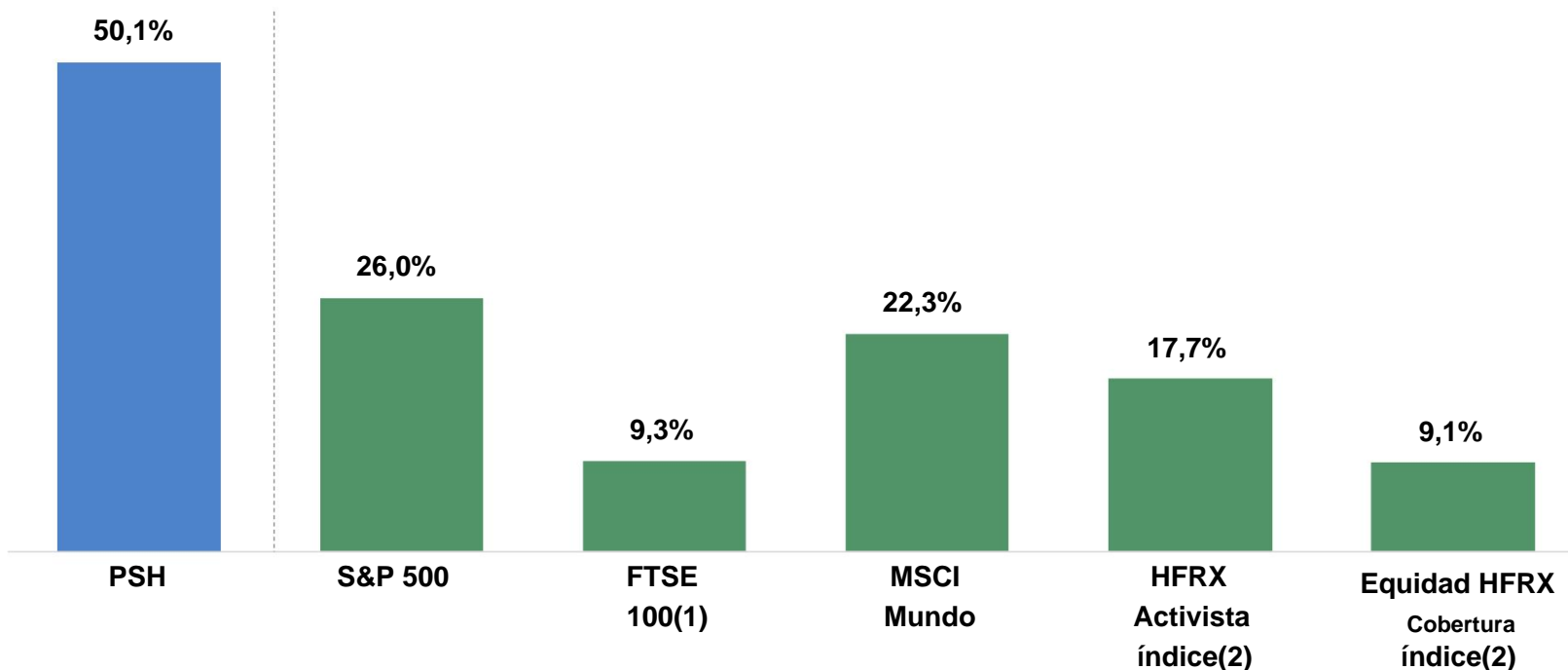
Refleja los rendimientos desde el 31/12/20 hasta el 31/12/21, incluida la reinversión de dividendos para los índices. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

(1) El índice FTSE 100 refleja rendimientos denominados en USD para mantener la coherencia con otros índices.

(2) HFRX Equity Hedge Index y HFRX Activist Index son construidos y mantenidos por Hedge Fund Research, Inc. HFRX Equity Hedge Index incluye fondos que mantienen posiciones largas y cortas principalmente en acciones y valores derivados de acciones y emplean una amplia gama de valores fundamentales y cuantitativos. técnicas en su proceso de inversión. HFRX Activist Index incluye fondos con estrategias activistas y más del 50 % de la cartera en situaciones activistas.

Rendimiento superior sustancial de tres años

Rendimiento anual compuesto de 3 años: PSH neto de comisiones frente al rendimiento total de los índices



Refleja los rendimientos desde el 31/12/18 hasta el 31/12/21, incluida la reinversión de dividendos para los índices. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

(1) El índice FTSE 100 refleja rendimientos denominados en USD para mantener la coherencia con otros índices.

(2) HFRX Equity Hedge Index y HFRX Activist Index son construidos y mantenidos por Hedge Fund Research, Inc. HFRX Equity Hedge Index incluye fondos que mantienen posiciones largas y cortas principalmente en acciones y valores derivados de acciones y emplean una amplia gama de valores fundamentales y cuantitativos. técnicas en su proceso de inversión. HFRX Activist Index incluye fondos con estrategias activistas y más del 50 % de la cartera en situaciones activistas.

Rentabilidad neta anual de Pershing Square LP ("PSLP") / PSH

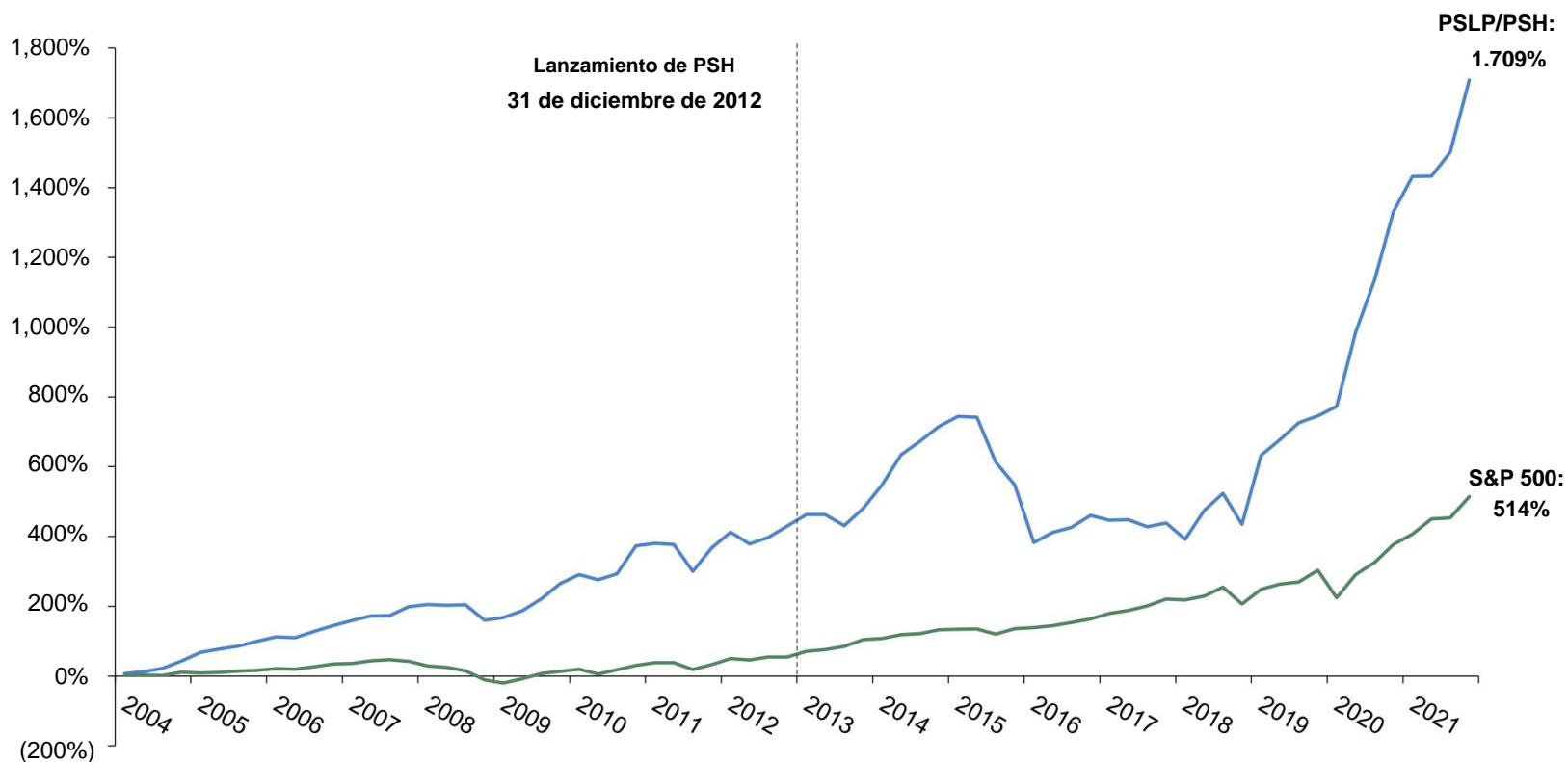
Año	Rendimientos netos anuales			
	S&P 500	PSLP/PSH		
2004	10,9%	42,6%	PSLP	
2005	4,9%	39,9%		
2006	15,8%	22,5%		
2007	5,5%	22,0%		
2008	(37,0%)	(13,0%)		
2009	26,5%	40,6%		
2010	15,1%	29,7%		
2011	2,1%	(1,1%)		
2012	16,0%	13,3%		
2013	32,4%	9,6%		PSH
2014	13,7%	40,4%		
2015	1,4%	(20,5%)		
2016	11,9%	(13,5%)		
2017	21,8%	(4,0%)		
2018	(4,4%)	(0,7%)		
2019	31,5%	58,1%		
2020	18,4%	70,2%		
2021	28,7%	26,9%		
Rendimiento anual compuesto	10,6%	17,4%		

Los datos representan los rendimientos que un inversionista habría obtenido al invertir en PSLP en su inicio el 1 de enero de 2004 y al convertirse a PSH en su lanzamiento el 31 de diciembre de 2012.

El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

Rendimientos netos acumulados de PSLP/PSH desde el inicio

Rentabilidad neta PSLP / PSH frente a S&P 500 hasta el 31 de diciembre de 2021



Los datos representan los rendimientos que un inversionista habría obtenido al invertir en PSLP en su inicio el 1 de enero de 2004 y al convertirse a PSH en su lanzamiento el 31 de diciembre de 2012.

El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

Contribuyentes 2021 (rendimiento bruto)

Colaboradores	PSH
Lowe's	10,8%
Grupo de música universal	8,7%
Permutas de tipos de interés	7,7%
Hilton en todo el mundo	5,7%
Domino's pizza	4,2%
Chipotle parrilla mexicana	3,9%
Tecnologías Agilent	3,8%
Corporación Howard Hughes	2,3%
Contribuyentes totales	47,1%

Detractores de 2021 (rentabilidad bruta)

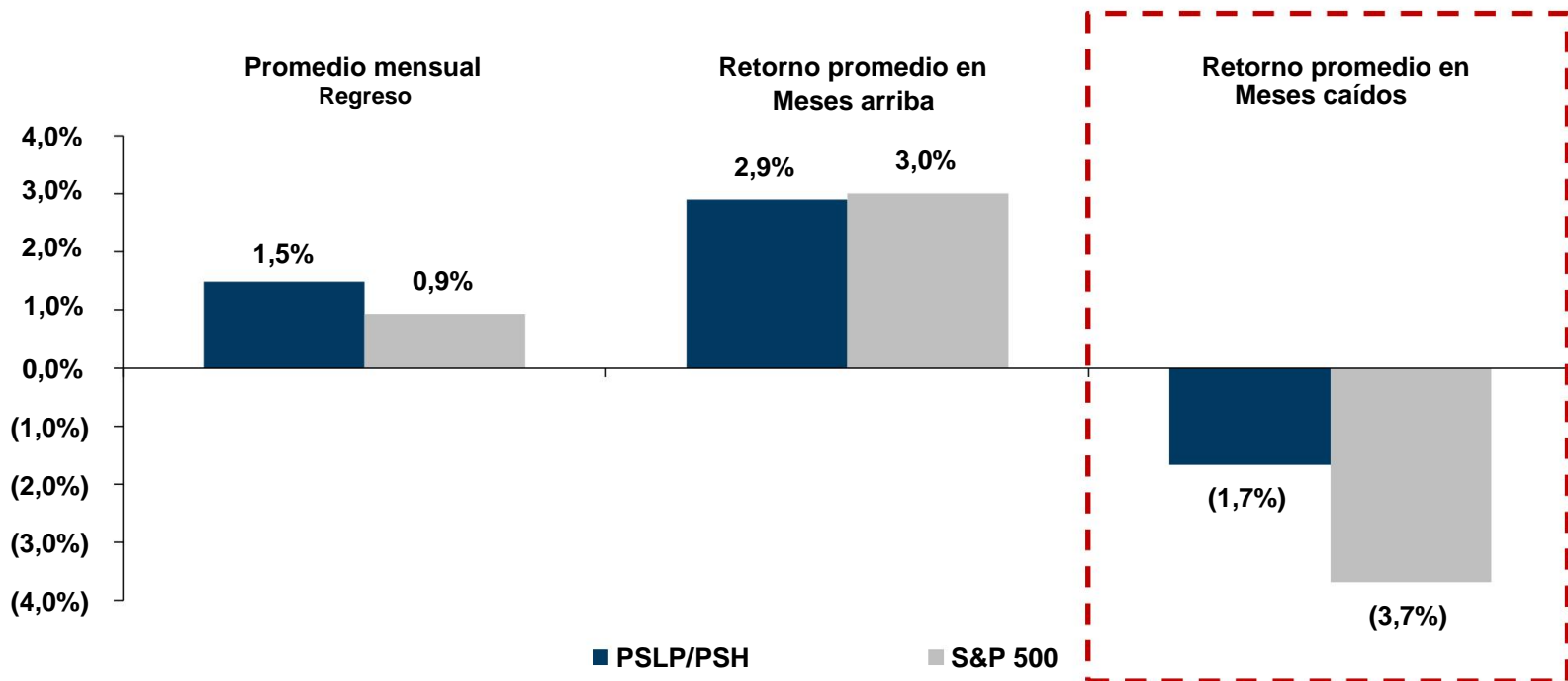
Detractores	PSH
Pershing Square Tontine Holdings	(6,5%)
Fannie Mae y Freddie Mac	(4,0%)
Índice CDS	(1,1%)
Todas las demás posiciones	(0,3%)
Detractores totales - Cartera subyacente	(11,9%)
Gastos por intereses de bonos(1)	(1,3%)
Detractores totales - incl. Gastos por intereses	(13,2%)

El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Todas las inversiones implican riesgo, incluida la pérdida del principal. Las posiciones con contribuciones al rendimiento de 50 puntos básicos o más se enumeran arriba por separado, mientras que las posiciones con contribuciones al rendimiento de menos de 50 puntos básicos se agregan. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

(1) El gasto por intereses de los bonos incluye un gasto único por extinción de bonos de \$12,1 millones en relación con la cancelación parcial de los Bonos de 2022.

La estrategia de Pershing Square ha demostrado ser Defensivo en mercados a la baja

PSLP / PSH Rentabilidades Netas Mensuales Promedio vs. S&P 500 hasta el 31 de diciembre de 2021



Nota: Los datos representan los rendimientos que un inversionista habría obtenido al invertir en PSLP en su inicio el 1 de enero de 2004 y al convertir a PSH en su lanzamiento el 31 de diciembre de 2012.

El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de esta presentación.

Activos totales bajo administración y skin en el juego

Al 8/2/2022 (\$ en millones)	AUM(1)		Capital interno	
	Total	Capital	% total del patrimonio	
Pershing Square Holdings ("PSH")	\$13,476	\$10,474	\$2,625	25%
Plaza Pershing, LP ("PSLP")	1,377	1,377	648	47%
Pershing Square Internacional ("PSI")	586	586	217	37%
Fondos básicos totales	\$15,439	\$12,437	\$3,490	28%
Fondos PS VII (Vehículo de Co-Inversión UMG)	1,194	1,194	247	21%
Firma total	\$16,633	\$13,631	\$3,737	27%

Nota: Total AUM y Equity AUM incluye PS VII Master, LP y PS VII A Internacional, LP (juntos, los "Fondos PSVII"), que operan como vehículos de inversión conjunta que invierten principalmente en valores de (o buscan estar expuestos de otro modo a el valor de los valores emitidos por) Universal Music Group NV sin contabilizar dos veces la inversión de ningún Core Fund en PS VII Master, LP Al 8/2/2022, la inversión de PSH en PS VII Master, LP ascendía a \$236,6 millones. Los activos gestionados son brutos de cualquier comisión de rendimiento devengada.

(1) Los AUM totales incluyen 2430 millones de USD y 500 millones de EUR (convertidos a USD al tipo de cambio vigente de 1,14) de los ingresos de los bonos de PSH. Equity AUM excluye estos montos.

Actualización de negocios

2021 Desarrollos clave

2021 fue otro año sólido para los fondos impulsados por nuevas inversiones, tenencias de cartera existentes y nuestra estrategia de cobertura.

- ÿ Compró el 10% de Universal Music Group (“UMG”) por \$4 mil millones(1) antes de su separación de Vivendi**
- ÿ Continuó buscando socio de fusión para Pershing Square Tontine Holdings (“PSTH”)**
- ÿ Declaración de registro inicial presentada para Pershing Square SPARC Holdings (“SPARC”)**
- ÿ Invirtió en Domino's Pizza y una nueva posición no revelada**
- ÿ Inversiones altamente exitosas monetizadas en Agilent y Starbucks**
- ÿ Inició una cobertura de tasa de interés a fines de 2020 y principios de 2021**

(1) Inversión total entre PSH, PSLP, PSI y PSVII.

Universal Music Group (“UMG”): descripción general



UNIVERSAL MUSIC GROUP

Ticker: UMG

Capitalización de mercado: 39
mil millones de euros

división Producir:
~2%

• **Compañía de música líder en el mundo**

• Cuota de mercado global n.º 1 (32 %) en música grabada, > cartera de canciones de 3 mm

• Cuota de mercado mundial n.º 2 (23 %) en edición musical, cartera de 180 000 compositores

• **Propiedad intelectual de propiedad insustituible y contenido imprescindible**

• **Posición de liderazgo en la industria (participación n.º 1) y entorno competitivo estable**

• Representa a 10 de las 10 mejores superestrellas musicales mundiales

• **Ingresos altamente recurrentes y predecibles de la transmisión de música**

• **Equipo de gestión de clase mundial con amplia experiencia en la industria**

• **La única compañía de contenido de transmisión de música no controlada y exclusiva**

• **Bajo apalancamiento financiero**

En septiembre de 2021, Pershing Square completó la adquisición del 10 % de Universal Music Group de Vivendi a un valor de capital negociado para UMG de 33.000 millones de euros.

Universal Music Group: Tesis de inversión



UMG es una empresa de alta calidad con una trayectoria de décadas para el crecimiento de los ingresos y las ganancias

modelo de negocio atractivo

ÿ **Regalías de rápido crecimiento y poco capital sobre un mayor consumo global y monetización de la música**

Perspectiva de crecimiento de ingresos de dos dígitos

ÿ **Mercado direccionable masivo, fuerte propuesta de valor para el cliente y posición dominante en el mercado**

ÿ **La adopción global del streaming por parte de los consumidores crea una larga pista de crecimiento recurrente de los ingresos**

La alta tasa de crecimiento de los ingresos debería impulsar una expansión significativa del margen

ÿ **La gran base de costos fijos crea un importante apalancamiento operativo**

ÿ **UMG apunta a un margen EBITDA de “mediados de los años veinte” en el mediano plazo (vs. ~21% actual)**

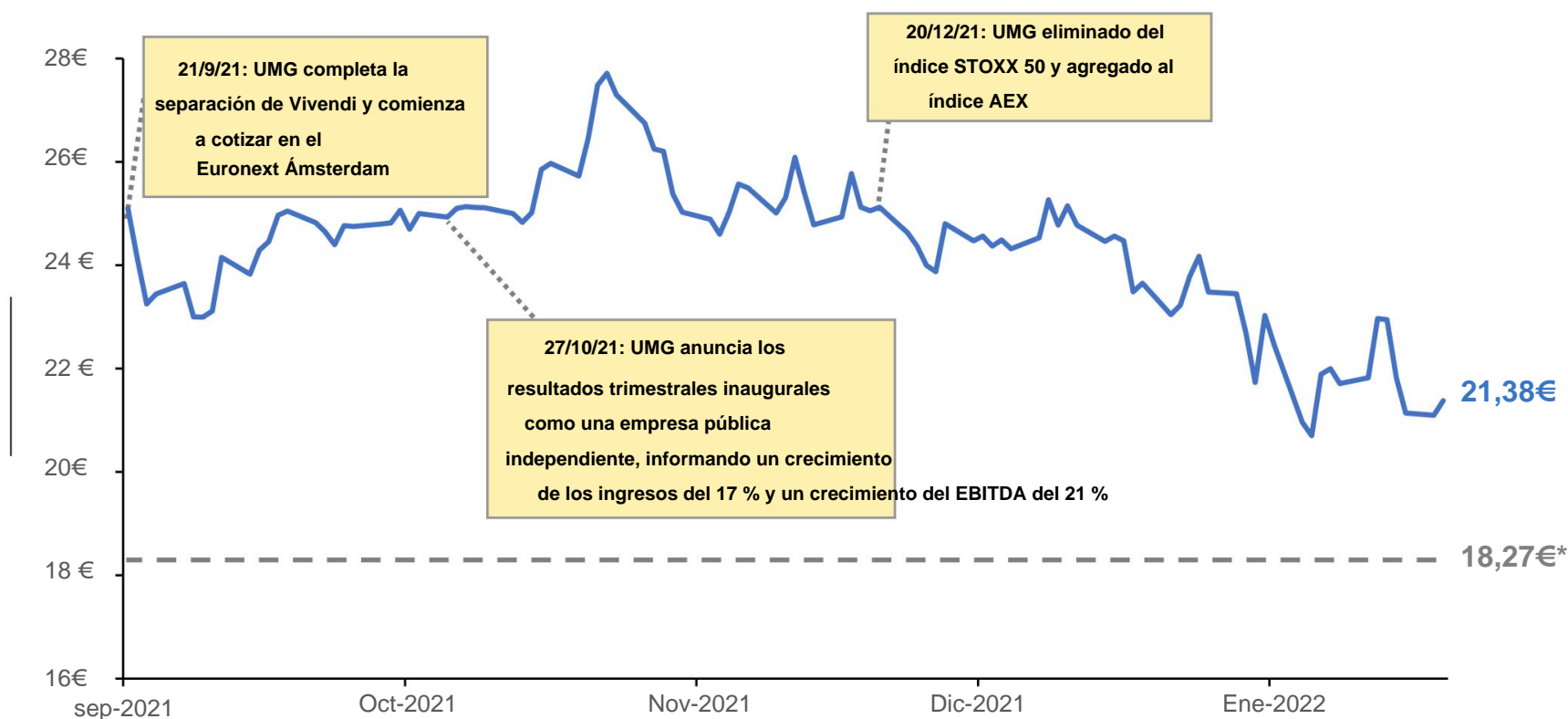
Estructura de capital y asignación de capital aún no optimizadas

La valuación actual de UMG representa un descuento significativo al valor intrínseco y no refleja las atractivas características comerciales de la compañía y la pista para un crecimiento sostenido de las ganancias

Desempeño del precio de las acciones de UMG desde la salida a bolsa

El precio de las acciones de UMG, incluidos los dividendos, aumentó un 37 % desde nuestro costo promedio desde el inicio hasta el 31 de diciembre de 2021, y ha disminuido un 14 % hasta la fecha.

Rendimiento del precio de las acciones de UMG del 21/09/2021 al 8/02/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de UMG se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

Costo promedio según el precio de transacción negociado entre Pershing Square y Vivendi. Incluye tarifas de transacción. Basado en el tipo de cambio negociado de 1,20 EUR a 1,00 USD.

Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.

(1) A partir del 8/2/2022.

Pershing Square Tontine Holdings ("PSTH")

Seguimos siendo disciplinados en la búsqueda de una transacción potencial para PSTH que cumpla con nuestros principios básicos de inversión

ÿ Pershing Square asumió las obligaciones de PSTH con Vivendi

- ÿ Completó la compra de acciones de UMG antes de lo previsto y en los términos originales
- ÿ Preservamos la reputación de Pershing Square por hacer lo que decimos que vamos a hacer
- ÿ Los fondos de Pershing Square reembolsaron a PSTH por los costos del acuerdo incumplido y asumieron Vivendi indemnización para permitir que PSTH realice inmediatamente otra transacción

ÿ Resultado decepcionante para los inversores de PSTH, pero quedan grandes oportunidades

- ÿ PSTH es un socio de fusión muy atractivo con hasta \$ 7 mil millones en efectivo desplegable
- ÿ La escala única y las características estructurales favorables diferencian a PSTH de otros SPAC
- ÿ Bien posicionado como alternativa a una oferta pública inicial dada la volatilidad actual del mercado

ÿ Estamos muy motivados desde el punto de vista económico y de reputación para consumir un transacción que crea valor para los accionistas de PSTH

ÿ Seguimos siendo disciplinados tanto en la calidad del negocio como en la valoración

Pershing Square SPARC Holdings (“SPARC”)



Mientras buscamos una transacción para PSTH, simultáneamente buscamos mejorar su estructura con el lanzamiento

SPARC busca mejorar la estructura del PSTH

- **Los inversores optan por la combinación comercial inicial ("IBC")**
- **Costo de oportunidad reducido sin financiamiento de inversionistas hasta que se identifique un objetivo**
- **La cantidad de capital recaudado se puede adaptar con precisión a los requisitos de capital del socio de la fusión**
- **Hasta 10 años para completar una transacción frente a 2 años para un SPAC típico** • **Sin cargos de suscripción**
- **Estructura de capital de acciones ordinarias puras distinta del 20 % de warrants fuera del dinero sobre el 5,21 % de las acciones en circulación en poder de los fondos de Pershing Square y los directores de SPARC**

Calendario de distribución de SPARC asumiendo la recepción de la aprobación regulatoria:

- **Si PSTH ejecuta una IBC antes de que se declare efectiva la declaración de registro de SPARC, la distribución de SPARC a los accionistas y tenedores de garantías de PSTH ocurriría poco antes del cierre de la IBC**
- **Si PSTH no consuma un IBC, la distribución ocurriría simultáneamente con la devolución del capital de PSTH en fideicomiso**

SPARC: descripción general de los términos clave

• **SPARC distribuirá SPAR tanto a los accionistas de PSTH como a los titulares de garantías**

• 1 SPAR por acción de acciones ordinarias Clase A de PSTH (200,000,000)

• 2 SPAR por Warrant Distribuible Redimible en circulación (44,444,444)

• **SPARC tendrá un precio de ejercicio flexible**

• \$10.00 Precio Mínimo de Ejercicio inicial

• Podemos aumentar el precio de ejercicio cuando se anuncie la IBC propuesta, lo que permitirá a SPARC recaudar significativamente más capital

• **Los fondos de Pershing Square se han comprometido con un gran acuerdo de compra a plazo**

• Los afiliados de Pershing Square invertirán un mínimo de \$500 millones y hasta \$1.000 millones al cierre de la combinación de negocios o antes mediante la compra de acciones ordinarias Clase A, con flexibilidad para aumentar hasta \$3.500 millones

• **Los directores de Pershing Square y SPARC no recibirán incentivos de patrocinadores convencionales**

• Los Títulos de Garantía del Patrocinador serán ejercitables por el 4,95% de las Acciones Públicas sobre una base totalmente diluida, y tendrán un precio de ejercicio igual al 120% del Precio Final de Ejercicio

• Los Títulos de Director serán ejercitables por el 0,26% de las Acciones Públicas, con idénticas disposiciones como garantiza el patrocinador

SPARC: eventos clave hasta la fecha

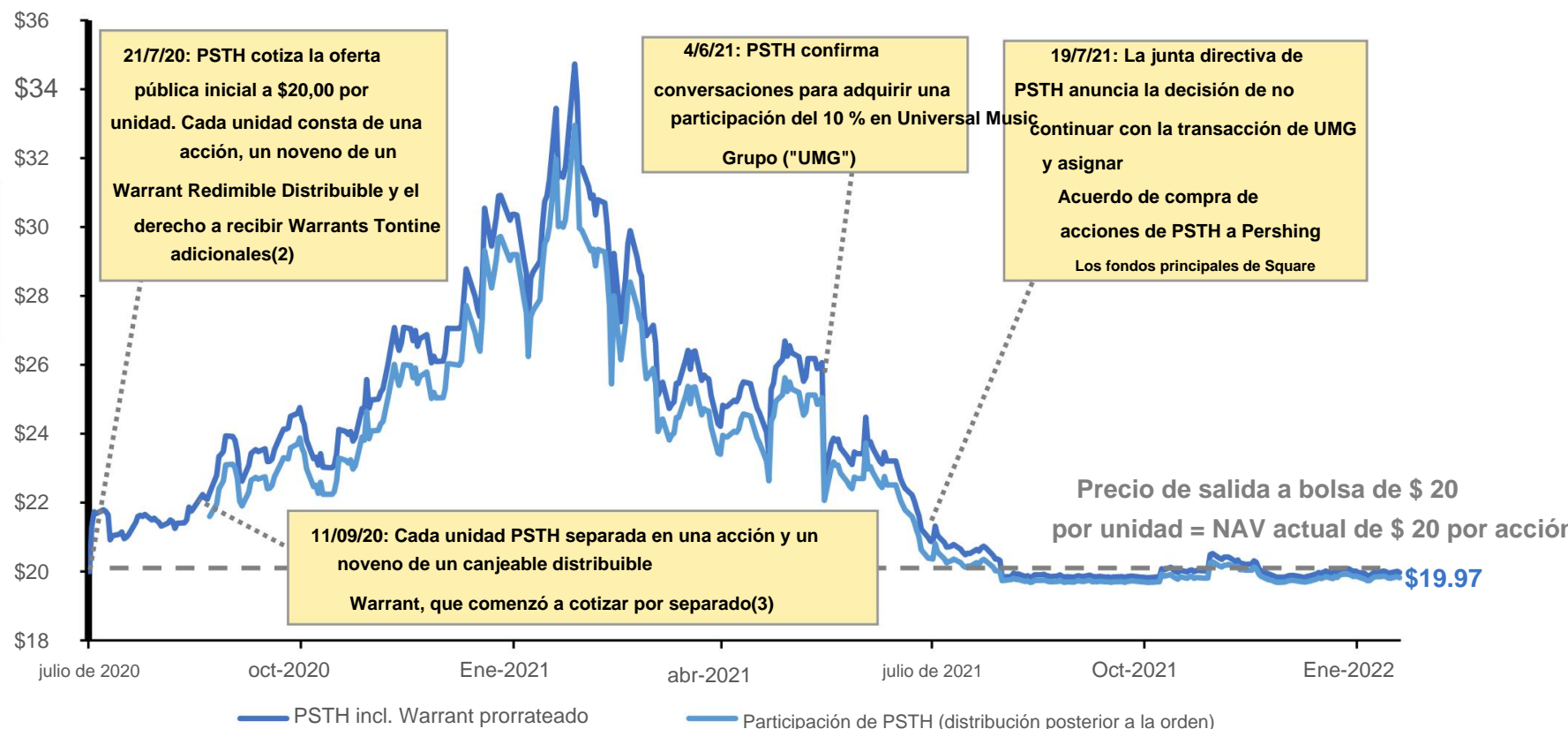
La distribución, cotización y comercialización de SPAR requieren la aprobación de la SEC de Declaración de registro de SPARC y una nueva regla de cotización en NYSE



Desempeño del precio de PSTH desde la salida a bolsa

Incluyendo los warrants distribuidos prorrateados, PSTH disminuyó un 31 % en 2021 y ha aumentado un 1 % en lo que va del año en 2022(1)

Evolución del precio de PSTH del 21/7/2020 al 8/2/2022:



Nota: El desempeño de los precios de las unidades, acciones y warrants de PSTH se proporciona solo con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

(1) A partir del 8/2/2022.

(2) El derecho a recibir Warrants adicionales de Tontine permanece con las acciones.

(3) Refleja el precio unitario de PSTH antes del 11 de septiembre de 2020 y el precio de las acciones de PSTH más el precio de una novena parte de un warrant redimible distribuible a partir de esa fecha.

Desarrollos de la cartera

Desde principios de 2021, iniciamos cuatro nuevas inversiones y salimos de dos inversiones altamente exitosas

Puestos Iniciados

2021

2022



NETFLIX

Posición no revelada

Posiciones Salidas

Posición	Capital Invertido (\$ mm)	Valor realizado a la salida (\$ mm)	Rentabilidad Acumulativa(1)
Starbucks	\$609	\$1,103	81%
Agilent	\$946	\$1,867	97%

(1) Representa el rendimiento del capital invertido.

Principios básicos de cobertura de Pershing Square

Buscamos invertir de manera oportunista en coberturas para proteger nuestra cartera contra riesgos macroeconómicos específicos y capitalizar la volatilidad del mercado

• Estructuras de pago asimétricas

- Costos de mantenimiento e inversión inicial limitados
- Oportunidades para generar grandes (>10x) múltiplos de capital
- **Desventaja** limitada en caso de que el riesgo potencial no ocurra

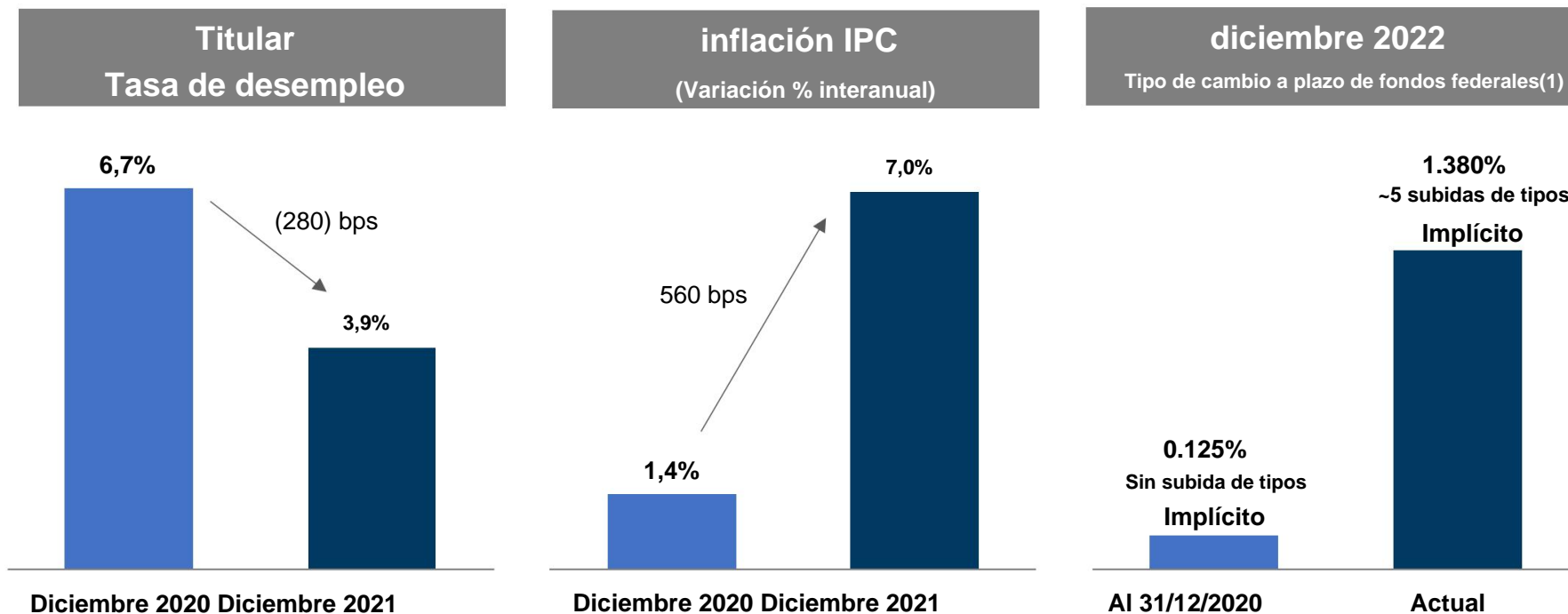
• La monetización proporciona liquidez durante los períodos de dislocación del mercado

- Se convierte en una gran fuente de financiación precisamente en el momento en que las acciones se vuelven baratas
- Nos permite aumentar nuestra exposición a negocios de alta calidad a valoraciones con grandes descuentos

Creemos que nuestra estrategia de cobertura selectiva es una alternativa superior a una gran posición de efectivo o un programa de cobertura continuo, los cuales pueden ser un lastre significativo para el rendimiento a largo plazo.

Visión Diferenciada sobre Tasas de Interés

Inicialmente compramos coberturas de tasas de interés a fines de 2020 y principios de 2021, ya que creíamos que la Fed necesitaría aumentar las tasas mucho antes de lo que el mercado



Esperábamos que una combinación de política fiscal y monetaria agresiva, vacunas y la reapertura de la economía conduciría al pleno empleo y una mayor inflación.

(1) Según lo implícito en el contrato de futuros de fondos federales a 30 días que vence el 31 de diciembre de 2022 y se negocia en la Bolsa Mercantil de Chicago. La tasa a plazo actual de los fondos federales es a partir del 8/2/2022. Fuente de precios: Bloomberg (FFZ2 Comdty).

Descripción general de la cobertura de tasa de interés

A partir de diciembre de 2020, adquirimos swaps de tasas de interés fuera del dinero para proteger nuestra cartera contra un aumento inesperado de las ta

Resumen del programa de cobertura de tasa de interés inicial

(\$mm)

Tenor	Prima Pagado	Ingresos / Valor de mercado	múltiplo de Capital
Intercambio monetizado de 2 años	\$107	\$1,071	10.0x
Intercambio monetizado de 10 años	76	180	2.4x
Cobertura total monetizada	\$183	\$1,252	6,8x
Intercambio de 2 años retenido	5	134	27,1x
Cobertura inicial total	\$188	\$1,386	7.4x

En enero, cancelamos más del 90 % del valor de mercado de nuestra cobertura, generando \$1250 millones en ganancias, y desde entonces reemplazamos una parte sustancial de la cobertura con swaptions fuera del dinero adicionales a más largo plazo.

Historial de cobertura defensiva

La estrategia de cobertura de Pershing Square ha generado ganancias sustanciales en múltiples entornos de mercado volátiles desde el inicio de la em

Factor de riesgo	Período de tiempo	Instrumento de cobertura	Inversión / Costos de mantenimiento	Total Ingresos y Valor de mercado	Múltiple de Capital
subprime Crisis Hipotecaria	2005 - 2009	CDS sobre Aseguradoras de Fianzas (Principalmente MBIA)(1)	\$ 64 millones	\$ 1.2 mil millones	18,5x
COVID-19	2020	Índice CDS en Grado de inversión & Bonos de alto rendimiento(2)	\$ 27 millones	\$ 2.6 mil millones	96,3x
Aumento de interés Tarifas	Finales de 2020 - Principios de 2022	Fuera del dinero 2 AÑOS Y 10 AÑOS Permutas(3)	\$ 188 millones	\$ 1.4 mil millones	7.4x

(1) Otras aseguradoras de bonos incluyeron Assured Guaranty, Ambac, PMI Group, Financial Securities Assurance, XL Capital Assurance y Radian Group.

(2) Se refiere específicamente a las coberturas del índice CDS iniciadas a finales de febrero/principios de marzo. Después del programa de cobertura de febrero/marzo, Pershing Square mantuvo posiciones más pequeñas en coberturas de índices de CDS durante varios períodos en 2020 y 2021.

(3) Incluye coberturas iniciales compradas a fines de 2020 y principios de 2021 y excluye compras recientes en 2022.

La información de "múltiplo de capital" se proporciona solo con fines ilustrativos y no es una indicación de rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

Reinversión de las ganancias de cobertura en Netflix

En medio de un contexto de mercado volátil en 2022, las ganancias de cobertura proporcionaron el capital para financiar la compra de Netflix

Rendimiento del precio de las acciones de NFLX del 31/12/2019 al 8/2/2022:



A pesar de un aumento de ~50 % en los ingresos, ~800 pb de expansión del margen y flujo de caja libre mejorado en los últimos dos años, el precio de las acciones de NFLX ha bajado más de un 40 % desde los máximos recientes y casi ha regresado a los niveles previos a

Nota: El rendimiento del precio de las acciones de Netflix se proporciona solo con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

Resumen de Netflix

NETFLIX

Marcador: NFLX

Precio de las acciones: \$ 404

Capitalización de mercado:
\$ 184 mil millones

• **La empresa líder mundial de transmisión de video bajo demanda por suscripción**

• Lanzó su servicio de streaming pionero en su categoría en 2007

• 222 millones de suscriptores pagos globales en más de 190 países hoy

• **Amplia y diversa biblioteca de contenido de alta calidad**

• La cadena de televisión/estudio más ganadora de premios Emmy y Oscar de 2021

• Volumen líder en la industria de episodios de contenido original lanzados por trimestre

• **Cultura de alto rendimiento liderada por un equipo directivo visionario**

• **Ingresos altamente recurrentes basados en suscripciones**

• **26 % de crecimiento anual de los ingresos por streaming y ~360 bps de expansión del margen EBIT promedio anual en los últimos tres años**

• **Modesto apalancamiento financiero (1.5x Deuda Neta / EBITDA)**

Aspectos destacados de la inversión de Netflix

ÿ Modelo de negocio basado en suscripción con enorme potencial de crecimiento futuro

- ÿ Principal beneficiario del crecimiento secular de una década en la transmisión de video y la disminución de la televisión lineal
- ÿ 222 millones de suscriptores de NFLX representan 1/4 de ~800 a 900 millones de hogares direccionables

ÿ Las inversiones en contenido líderes en la industria crean un poderoso foso competitivo

- ÿ Centrarse en escalar el contenido original y en el idioma local posiciona de manera única a NFLX para tener éxito a nivel mundial
- ÿ La competencia de los medios de comunicación establecidos se vio obstaculizada por las prácticas comerciales heredadas y los pares nativos de Internet. limitado por la limitada producción de contenido original

ÿ Poder de fijación de precios derivado de una propuesta de valor superior en relación con las alternativas

- ÿ Experiencia del consumidor mucho mejor en comparación con la televisión lineal: sin comerciales, a pedido, con posibilidad de atracones
- ÿ ARPU mensual de Netflix de ~\$15 vs ARPU mensual de TV paga de >\$80 en EE. UU.

ÿ Ampliación sustancial del margen futuro debido a las economías de escala

- ÿ Capacidad para aprovechar el gasto en contenido y tecnología en una base de suscriptores en rápido crecimiento
- ÿ Los márgenes EBIT se expandieron en >1,000 bps desde 2018; la empresa tiene como objetivo un promedio anual aumento de 300 bps por año durante cualquier período de pocos años
- ÿ La mejora del perfil de flujo de caja libre permite inversiones de crecimiento y retorno de capital

ÿ Organización de alto rendimiento dirigida por un equipo de gestión de clase mundial

La transmisión de video por suscripción tiene un nivel muy superior Propuesta de Valor Relativa a la TV Paga Tradicional

TV paga tradicional

ÿ Casi un tercio del tiempo de visualización se asigna a comerciales

ÿ Restringido a ver contenido que se transmite en un momento determinado en un canal específico

ÿ Configuración y cancelación engorrosas

ÿ Consumo limitado a la televisión

ÿ Restringido por la conexión del cable físico

ÿ Series de TV sujetas a una cadencia de lanzamiento de episodios semanal/diaria

ÿ Contenido de la película sujeto a ventana (solo disponible meses después del estreno en cines)

Transmisión de video por suscripción

ÿ Sin comerciales

ÿ Visualización bajo demanda

ÿ Incorporación sin fricciones

ÿ Capacidad para consumir contenido a través de cualquier dispositivo (móvil, tableta, PC)

ÿ Capacidad de consumir contenido en cualquier lugar donde el servicio de transmisión está disponible y, a menudo, sin conexión

ÿ Por lo general, la temporada completa se publica a la vez, lo que permite una visualización compulsiva

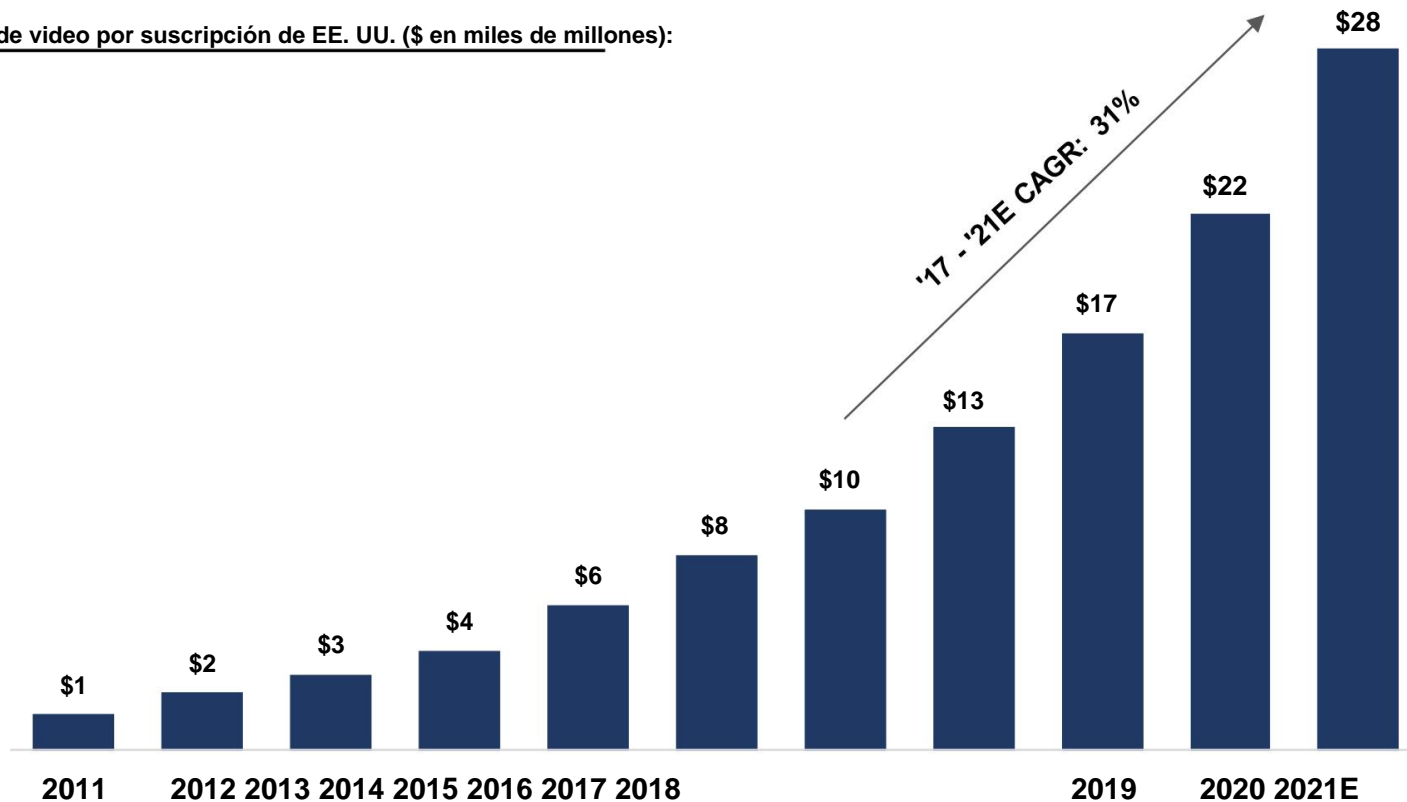
ÿ Liberación simultánea a todos los suscriptores

A pesar de una experiencia del cliente significativamente mejor, los servicios de transmisión de video como Netflix tienen un precio de ~ \$ 15 por mes o menos, mientras que los paquetes tradicionales de TV paga cuestan más de \$ 80 por mes en

La transmisión de video por suscripción está creciendo rápidamente

La transmisión de video por suscripción ha ganado constantemente participación en el ecosistema de televisión paga en declive, con ingresos en los EE. UU. más del doble desde

Ingresos de transmisión de video por suscripción de EE. UU. (\$ en miles de millones):



% del total de televisión y

Ingresos por video(1)

1%

2%

3%

4%

5%

7%

9%

12%

15%

20%

25%

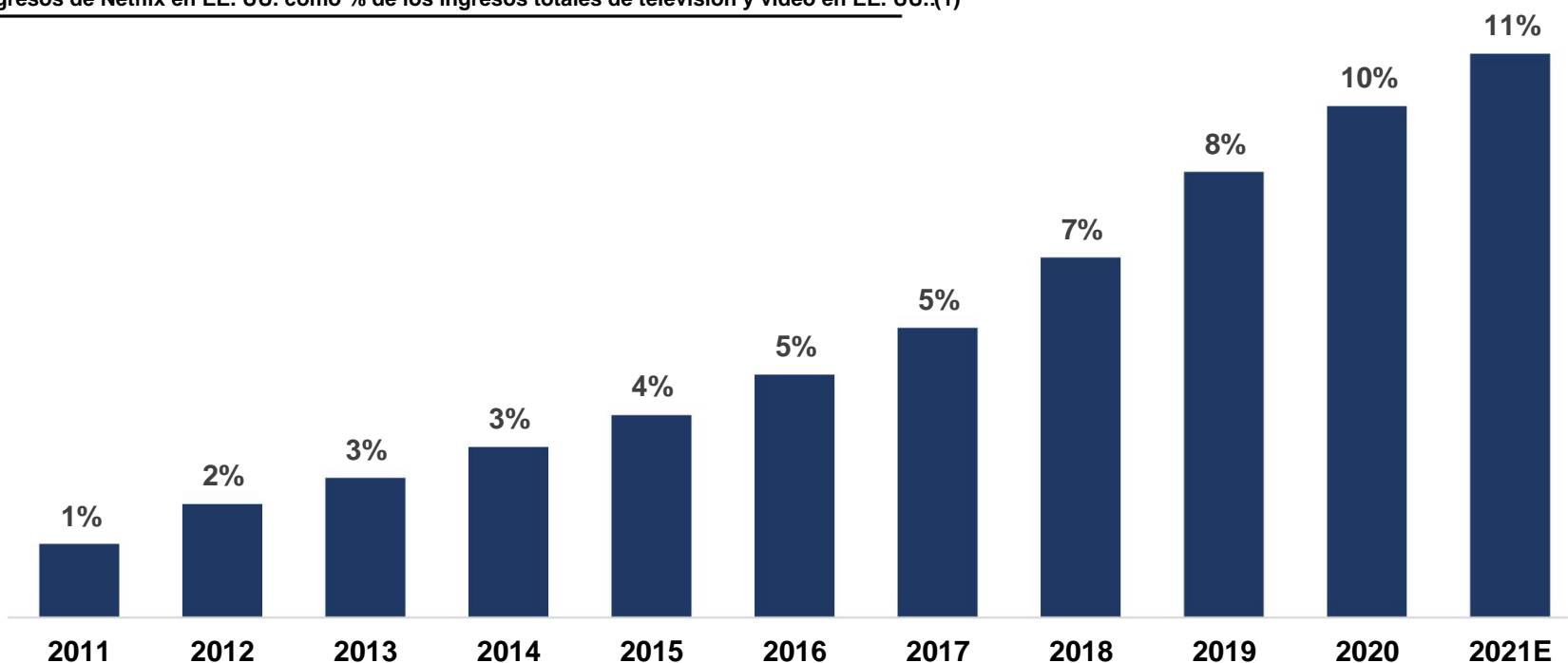
(1) Los ingresos totales de TV y video consisten en los ingresos totales de TV paga tradicional, TV lineal over-the-top y transmisión de video por suscripción.

Fuente: Investigación de TV Digital. Los ingresos de transmisión de video por suscripción excluyen cualquier contribución de Prime Video, ya que la gran mayoría de los suscriptores de Prime Video no se monetizan de forma independiente.

La creciente cuota de mercado de Netflix en el mercado de la televisión

Como líder del mercado escalado con "contenido para todos" constantemente actualizado, Netflix está aumentando constantemente la participación de mercado de los ingresos

Ingresos de Netflix en EE. UU. como % de los ingresos totales de televisión y video en EE. UU.:(1)



El modelo de transmisión ventajoso de Netflix está tomando parte de manera similar de la televisión paga internacional, lo que posiciona a la compañía para un crecimiento continuo a largo plazo.

(1) Los ingresos totales de TV y video consisten en los ingresos totales de TV paga tradicional, TV lineal over-the-top y transmisión de video por suscripción.

Fuente: Investigación de TV Digital. Los ingresos de transmisión de video por suscripción excluyen cualquier contribución de Prime Video, ya que la gran mayoría de los suscriptores de Prime Video no se monetizan de forma independiente.

Nota: Supone que los ingresos de Netflix en EE. UU. representan aproximadamente el 90 % de los ingresos del segmento UCAN.

Actualización Organizacional

Actualización Organizacional

Una organización altamente resiliente y enfocada atravesó sin problemas el impacto de COVID-19 sin interrupciones comerciales y recientemente regresó a

• **Regreso sin inconvenientes a la oficina**

- Todo el personal regresó a la oficina a fines de 2021 con una breve pausa debido a la variante Omicron
- **Seguir** de cerca las pautas de salud actuales; autodiagnóstico regular con pruebas de precisión molecular de calidad Lucira PCR

• **Manning Feng se unió al Equipo de Inversiones en septiembre**

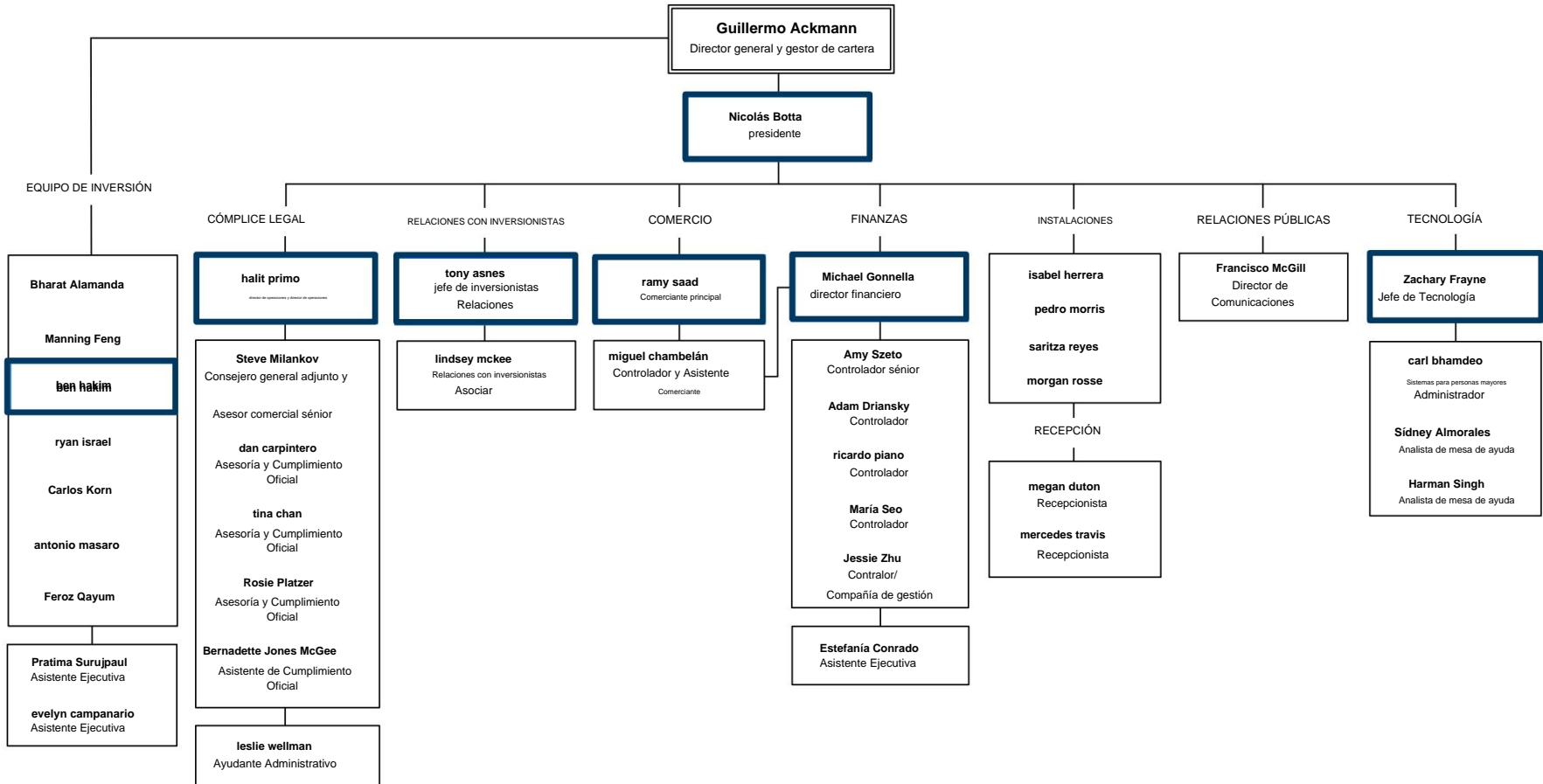
- Warburg Pincus, asociado de capital privado (2019 – 2021)
- Centerview Partners, Analista (2016 – 2019)
- EEB, The Wharton School, summa cum laude, 2016

• **Richard Piano se unió al equipo de contabilidad en octubre y Tina Chan se reincorporó al equipo legal y de cumplimiento en noviembre**

• **Bethany Norvell, VP de Recursos Humanos, partió a principios de este año para mudarse a Hawái y perseguir otros intereses después de una carrera de 15 años en Pershing Square**

- Actualmente estamos buscando un reemplazo para Bethany

Organigrama del PSCM



Note: Operational Leadership Group Member

Equipo de inversión de Pershing Square

Empleado	Educación y resumen de experiencia previa	Carrera profesional Experiencia (Años)	PSCM Tenencia (Años)
bill ackman Director General / Gestor de Cartera	Gotham Partners, cofundador y gestor de cartera (1992 - 2003) MBA, Escuela de Negocios de Harvard, 1992 AB, Universidad de Harvard, magna cum laude, 1988	30	18
ryan israel	Goldman Sachs, Analista (2007 - 2009) EEB, The Wharton School, summa cum laude, beta gamma sigma, 2007	15	13
ben hakim	The Blackstone Group, director general sénior (1999 - 2012) Licenciatura, Universidad de Cornell, 1997	24	10
antonio masaro	Apollo Global Management, Asociado de Capital Privado (2011 - 2013) Goldman Sachs, Analista (2009 - 2011) EEB, The Wharton School, summa cum laude, beta gamma sigma, 2009	13	9
Carlos Korn	KKR, Asociado de Capital Privado (2012 - 2014) Goldman Sachs, Analista (2010 - 2012) BA, Universidad de Western Ontario, Escuela de Negocios Richard Ivey, Ivey Scholar, 2010	12	8
Bharat Alamanda	KKR, Asociado de Capital Privado (2015 - 2017) Goldman Sachs, Analista (2013 - 2015) EEB, Universidad de Princeton, summa cum laude, phi beta kappa, 2013	9	5
Feroz Qayum	Hellman & Friedman, asociado de capital privado (2015 - 2017) Evercore, Analista (2013 - 2015) BA, Universidad de Western Ontario, Escuela de Negocios Richard Ivey, Ivey Scholar, 2013	9	5
Manning Feng	Warburg Pincus, asociado de capital privado (2019 – 2021) Centerview Partners, Analista (2016 – 2019) EEB, The Wharton School, summa cum laude, 2016	6	1

Actualización de la cartera

Lowe's ("BAJO")



Lowe's es una empresa de alta calidad con un importante potencial de crecimiento de las ganancias a largo plazo

Contexto macroeconómico favorable

- **Existencia de viviendas envejecidas, falta de nuevo inventario, sólidos valores de equidad de la vivienda y acumulación de proyectos profesionales sin precedentes**
- **COVID-19 provocando que los millennials ingresen al mercado de la vivienda**

Posicionado para hacer crecer el EPS en gran medida independientemente de las condiciones del mercado

- **Oportunidades de ingresos idiosincrásicas que impulsan las ganancias de acciones**
- **Iniciativas de autoayuda que catalizan la expansión del margen operativo**
- **Recompras que representan ~8% de la capitalización de mercado actual previstas para 2022**

Transformación comercial de varios años con ganancias sustanciales al alza

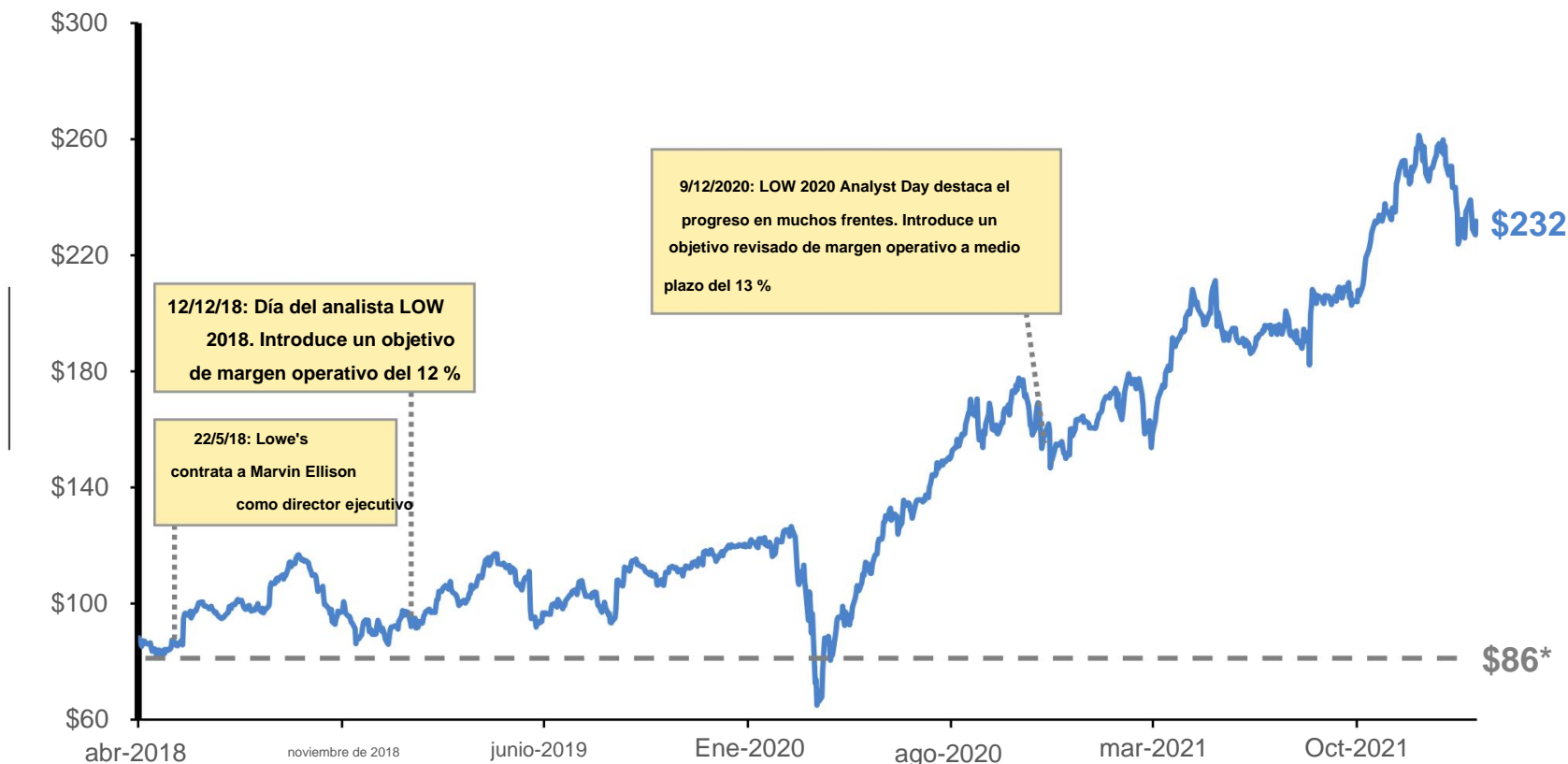
- **El objetivo de margen del 13% tiene una ventaja sustancial; Home Depot en ~15.3% y aumentando**
- **Potencial para generar un crecimiento de EPS alto en los adolescentes en los próximos años**

Lowe's continúa cotizando a un múltiplo de P/U significativamente reducido en relación con Home Depot a pesar de un crecimiento potencial de EPS sustancialmente más alto

BAJO rendimiento del precio de las acciones desde el inicio

El precio de las acciones de LOW, incluidos los dividendos, aumentó un 63 % en 2021 y ha disminuido un 10 % hasta la fecha en 2022(1)

Rendimiento BAJO del precio de las acciones del 6/4/2018 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de Lowe's se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

(1) A partir del 8/2/2022.

Hilton en todo el mundo ("HLT")

Hilton

Hilton es una empresa de alta calidad con una trayectoria de varios años de crecimiento acelerado de ganancias y un equipo administrativo excepcional

Las condiciones de la industria están listas para superar los niveles anteriores a COVID en el corto plazo

• Es probable que el ingreso diario promedio por habitación ("RevPAR") se recupere a los niveles anteriores a COVID antes de finales de 2022

• La ocupación está mejorando con la tarifa diaria promedio ("ADR") ya por encima de los niveles anteriores a COVID

• La posibilidad de cambiar las tarifas de las habitaciones a diario ofrece protección contra la inflación

HLT bien posicionado para mejorar el rendimiento a largo plazo

• Es probable que la participación de mercado aumente

con el tiempo • Compromiso con márgenes estructurales más altos a largo plazo dadas las acciones de productividad • Retorno sustancial del capital con el tiempo

COVID-19 validó el modelo comercial único de alta calidad y bajo en activos de HLT

• La capacidad de navegar con destreza la "inundación de 1000 años" respalda una valoración más alta

Hilton está preparado para generar ganancias a largo plazo significativamente mayores que los niveles anteriores a 2020

Desempeño del precio de las acciones de HLT desde el inicio

El precio de las acciones de HLT, incluidos los dividendos, aumentó un 40 % en 2021 y ha disminuido un 2 % hasta la fecha en 2022(1)

Desempeño del precio de las acciones de HLT del 8/10/2018 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de HLT se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

*Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.

(1) A partir del 8/2/2022.

Chipotle Mexican Grill ("CMG")



El excelente desempeño de Chipotle continuó en 2021 impulsado por la fortaleza continua en las ventas digitales y la recuperación de los pedidos en la tienda

Las ventas promedio en restaurantes ahora han eclipsado el pico de 2015 de \$2.5 millones

- **Las ventas en la misma tienda crecieron un 19 % en 2021, o un 21 % desde los niveles de 2019**
 - Fuerte contribución de innovaciones que incluyen la quesadilla y la pechuga ahumada
- **La propuesta de valor superlativo impulsa el poder de fijación de precios y protege los márgenes**
 - El burrito/tazón de pollo aún tiene un precio inferior a \$8 en la mayor parte del país
- **Oportunidad a más largo plazo de impulsar las ventas promedio de los restaurantes mucho más allá de \$3 millones**

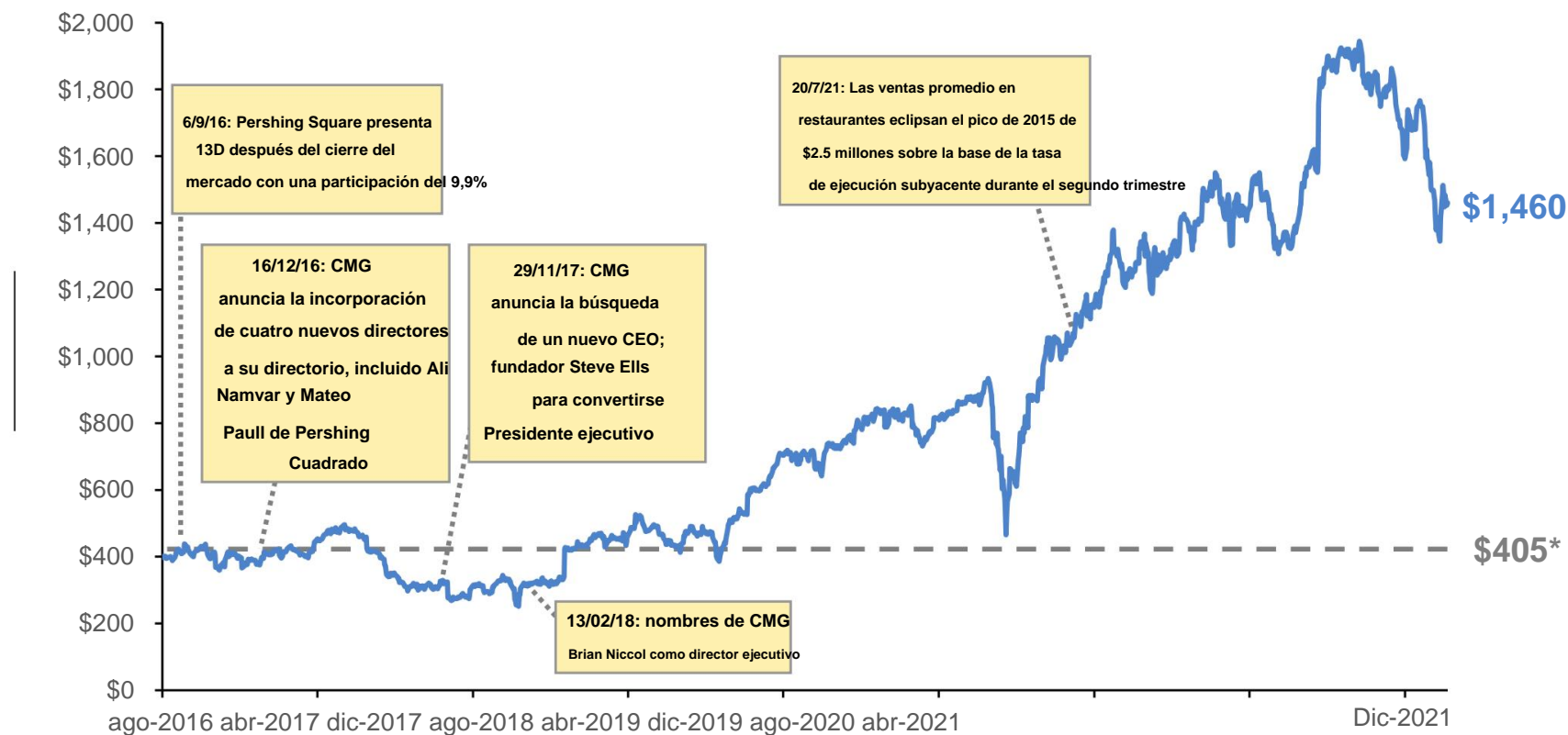
Chipotle tiene un largo camino para un crecimiento sólido

- **Nuevo algoritmo de crecimiento de unidades de 8% a 10% anual**
- **Drive-thrus digital de Chipotlane ahora en el 12 % de las tiendas existentes y en el 80 % de las nuevas**
- **Innovaciones en el menú y mejoras en el programa de fidelización**
- **Apalancamiento operativo con márgenes de restaurante incrementales del 40 %**
- **Planes de expansión internacional dado el éxito obtenido en Canadá**

Desempeño del precio de las acciones de CMG desde su creación

El precio de las acciones de CMG aumentó un 26 % en 2021 y ha disminuido un 16 % hasta la fecha en 2022(1)

Desempeño del precio de las acciones de CMG del 4/8/2016 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de CMG se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

(1) A partir del 8/2/2022.

Marcas de restaurantes internacionales ("QSR")



QSR es un negocio de alta calidad con un importante potencial de crecimiento a largo plazo que cotiza a una valoración muy reducida

Las ventas comparables se han recuperado o están bien encaminadas hacia la recuperación

- ÿ **Tim Hortons Canadá mejoró a una disminución de un dígito medio durante el tercer trimestre en relación con 2019**
- ÿ **Burger King EE. UU. bajo un nuevo liderazgo y listo para recuperarse**
- ÿ **Burger King International y la marca Popeyes continúan creciendo bien con fuertes crecimiento de las ventas mismas tiendas en relación con los niveles de 2019**

La gerencia continúa haciendo inversiones para el crecimiento futuro

- ÿ **Digital: inversión en G&A para modernizar plataformas digitales y programas de fidelización**
- ÿ **Unidades nuevas: regreso al crecimiento histórico de unidades de un dígito medio en 2021 y más allá**
- ÿ **Adquisiciones de marca: Compró Firehouse Subs por \$ 1 mil millones en diciembre**

Sigue siendo barato en relación con el valor intrínseco y los pares

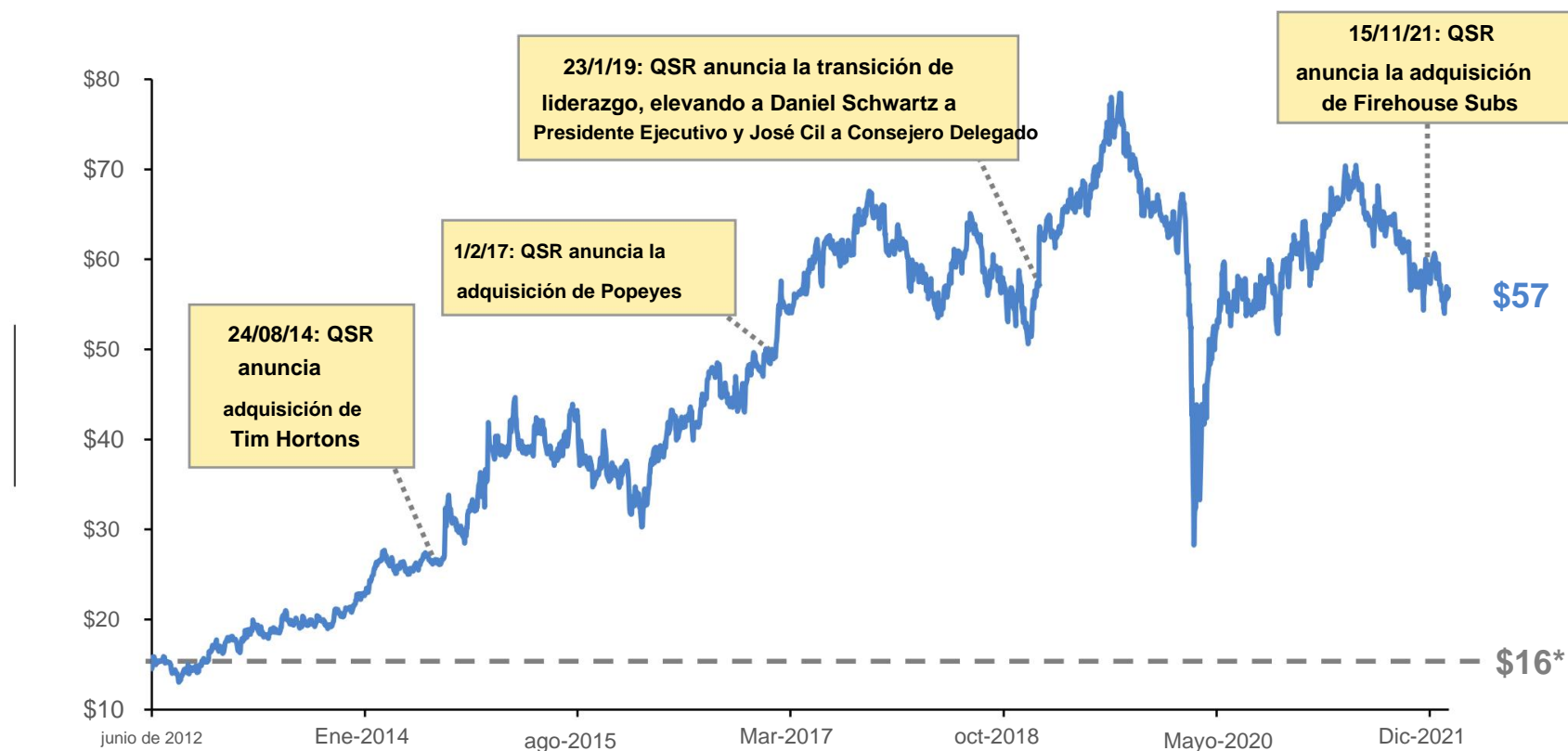
- ÿ **Cotiza a menos de 18 veces nuestra estimación de flujo de efectivo libre por acción para 2022**
- ÿ **La empresa comenzó a recomprar acciones en agosto**

A medida que se recuperen las tendencias de ventas subyacentes, el precio de las acciones de QSR debería reflejar con mayor precisión nuestra visión de los fundamentos de su negocio.

Desempeño del precio de las acciones de QSR desde el inicio

El precio de las acciones de QSR aumentó un 3 % en 2021 y ha disminuido un 7 % hasta la fecha en 2022(1)

Desempeño del precio de las acciones de QSR del 9/6/2012 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de QSR se proporciona solo con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

(1) A partir del 8/2/2022.

Corporación Howard Hughes ("HHC")



HHC está ejecutando con éxito la gran oportunidad de creación de valor a largo plazo dentro de sus principales comunidades planificadas maestras

Redistribuyó los ingresos de las ventas de activos no esenciales a una adquisición de

• **Anunció la adquisición por \$600 millones de Douglas Ranch en Phoenix, Arizona(1)**

• MPC de 37,000 acres listo para usar con derecho a 100,000 viviendas residenciales y 55 millones de pies cuadrados de desarrollo comercial

• **Las ventas de activos secundarios generaron \$376 millones en ganancias netas**

Acelerar el crecimiento como una empresa centrada en MPC

• **Las ventas de terrenos de MPC continúan beneficiándose de la migración a los suburbios y espacios en estados con impuestos más bajos como Texas y Nevada**

• **Recuperación robusta en activos operativos con NOI de vuelta a los niveles anteriores a COVID**

• **La octava torre de condominios de Ward Village está prevendida en un 64 % dentro de los dos meses posteriores al lanzamiento de las ventas**

• **Anunció un programa de recompra de acciones por \$250 millones**

Desempeño del precio de las acciones de HHC desde el inicio

El precio de las acciones de HHC aumentó un 29 % en 2021 y ha disminuido un 7 % hasta la fecha en 2022(1)

Desempeño del precio de las acciones de HHC del 9/11/2010 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de HHC se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

(1) A partir del 8/2/2022.

Domino's Pizza ("DPZ")



Domino's es una empresa de alta calidad con un importante potencial de crecimiento a largo plazo liderado por un sólido equipo de gestión

La marca mundial de pizza QSR n.º 1 con un atractivo modelo de negocio

- ÿ **Líder de categoría con infraestructura digital y de entrega joya de la corona**
- ÿ **Crecimiento de las ventas en la misma tienda a largo plazo del 7 % en EE. UU. y del 5 % a nivel internacional**
- ÿ **Una unidad económica excepcional apuntala una larga trayectoria para el crecimiento global de las tiendas**
- ÿ **Asignación de capital óptima habilitada por un modelo de negocio de franquicia de casi el 100 %**

Muchas palancas para el crecimiento sostenible post-COVID

- ÿ **Los grandes aumentos recientes de precios por parte de los competidores aumentan el valor para el cliente de DPZ propuesta y proporciona un poder de fijación de precios latente**
- ÿ **Nuevos productos, fondos publicitarios máximos y el eventual regreso de promociones clave**
- ÿ **Pedidos para llevar aún por debajo de los niveles de 2019**

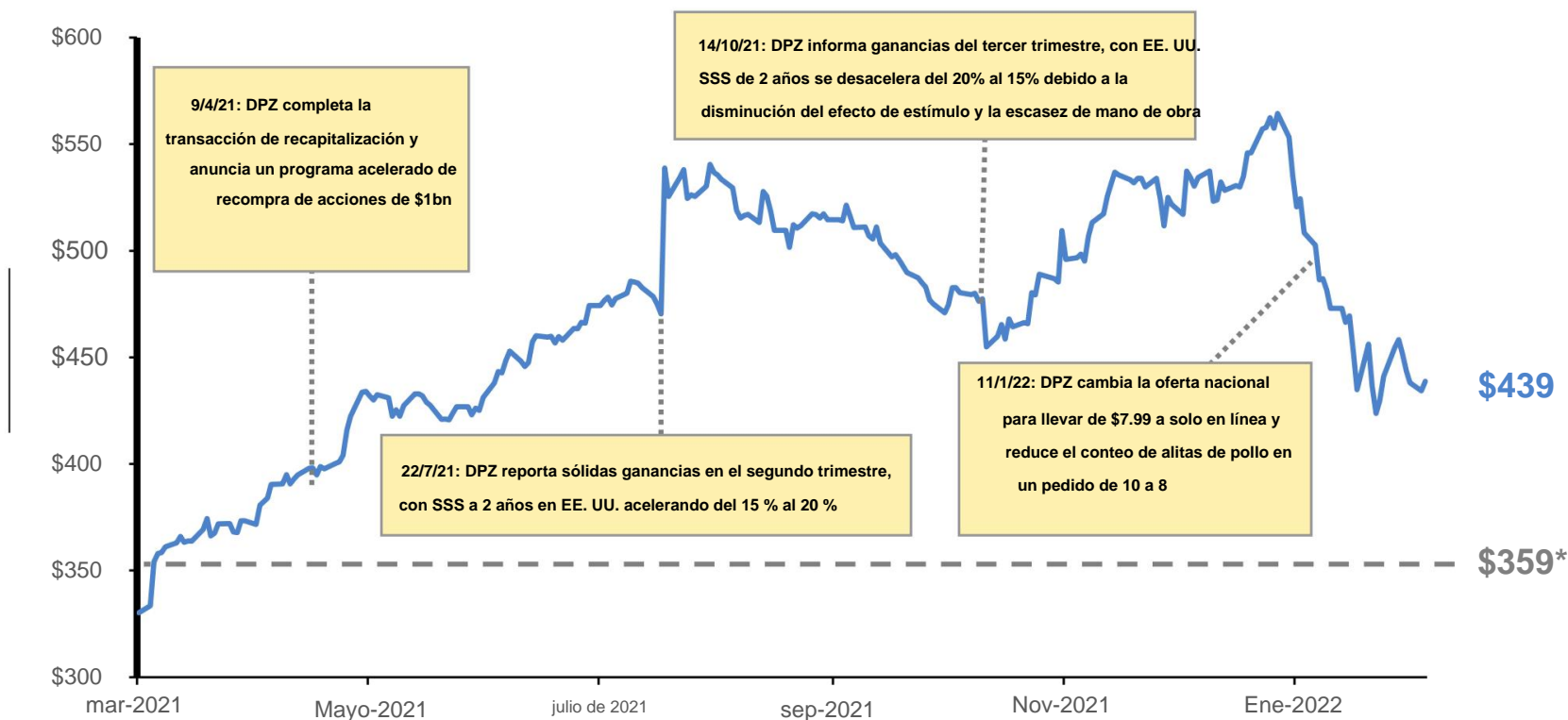
Operaciones a una valoración con descuento

- ÿ **Naturaleza de alta certeza del negocio, asignación de capital consistente y crecimiento prospectivo de EPS a largo plazo en la mitad o la mitad de la adolescencia**

Desempeño del precio de las acciones de DPZ desde el inicio

El precio de las acciones de DPZ, incluidos los dividendos, aumentó un 58 % desde nuestro costo promedio desde el inicio hasta el 31 de diciembre de 2021, y ha disminuido un 22 % hasta la fecha.

Desempeño del precio de las acciones de DPZ del 8/3/2021 al 8/2/2022:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de DPZ se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

**Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.*

(1) A partir del 8/2/2022.

Fannie Mae ("FNMA") y Freddie Mac ("FMCC")



A pesar de un fallo adverso de la Corte Suprema en junio, creemos que Fannie y Freddie siguen siendo valiosas opciones perpetuas

La Corte Suprema se puso en gran parte del lado del gobierno contra los accionis

ÿ **Encontró que la Tercera Enmienda a las PSPA(1) está autorizada bajo la estatuto HERA**

ÿ Se negó a intervenir para cuestionar el ejercicio de la discreción de la FHFA

ÿ **Declaró inconstitucional la disposición de HERA de que el director de la FHFA puede ser eliminado solo por causa**

ÿ Envió el caso de regreso al Quinto Circuito para procedimientos adicionales y posibles daños

Seguimos confiando en el valor a largo plazo de Fannie y Freddie

ÿ **Procedimientos en curso en el Tribunal de Reclamaciones Federales, donde la denegación de la moción de desestimación del gobierno está en apelación**

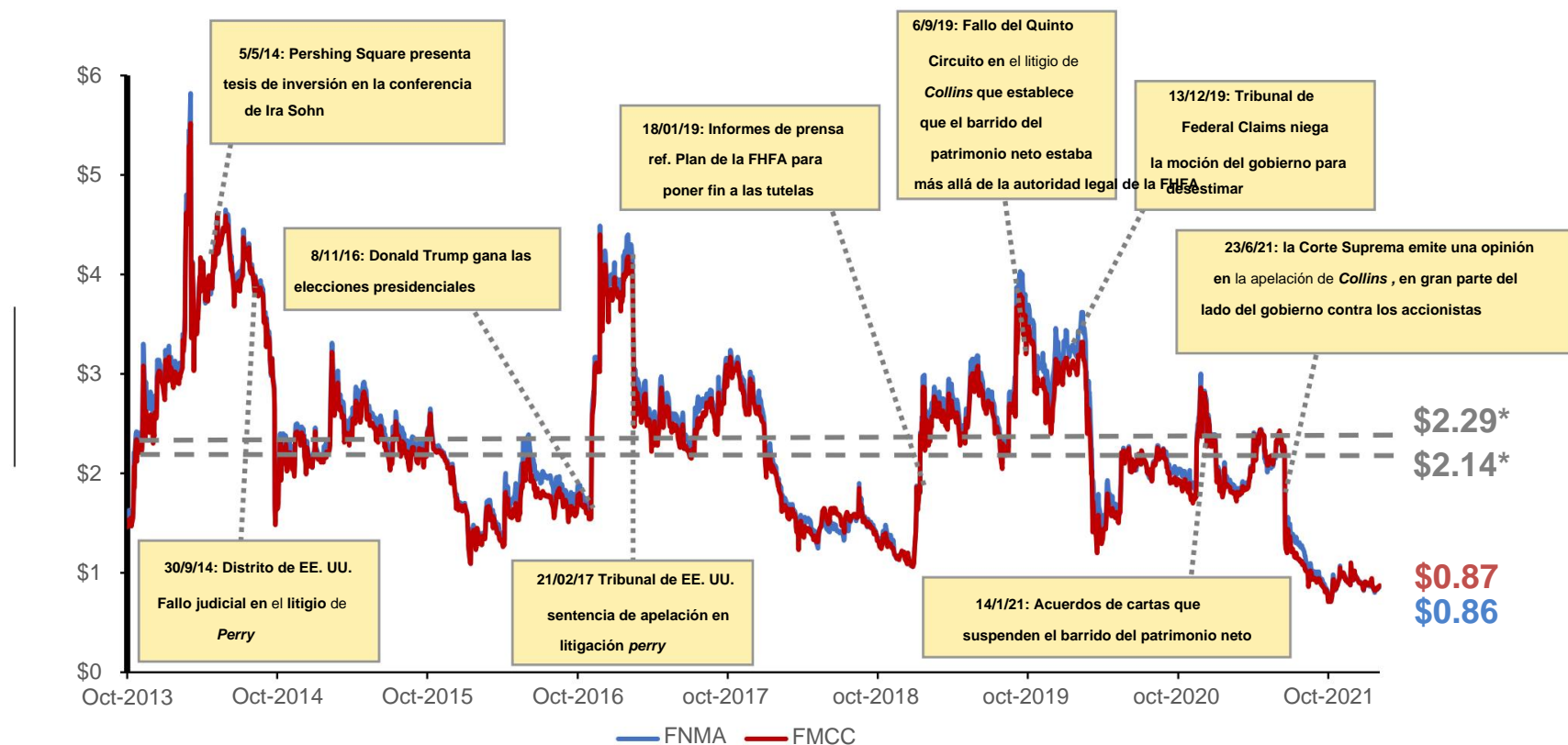
ÿ **Ambas entidades continúan acumulando capital a través de utilidades retenidas de la base actual de \$67 mil millones**

ÿ **Creemos que la reprivatización es una eventualidad independientemente de los resultados judiciales**

Rendimiento de FNMA y FMCC desde su creación

Los precios de las acciones de FNMA y FMCC disminuyeron un 66 % y un 64 %, respectivamente, en 2021 y ambos aumentaron un 5 % hasta la fecha en 2022(1)

Rendimiento del precio de las acciones de FNMA y FMCC del 7/10/2013 al 8/2/2022:



Nota: El desempeño de los precios de las acciones de FNMA y FMCC se proporciona solo con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

*Costo promedio en la fecha del anuncio de \$2.29 para FNMA y \$2.14 para FMCC. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.

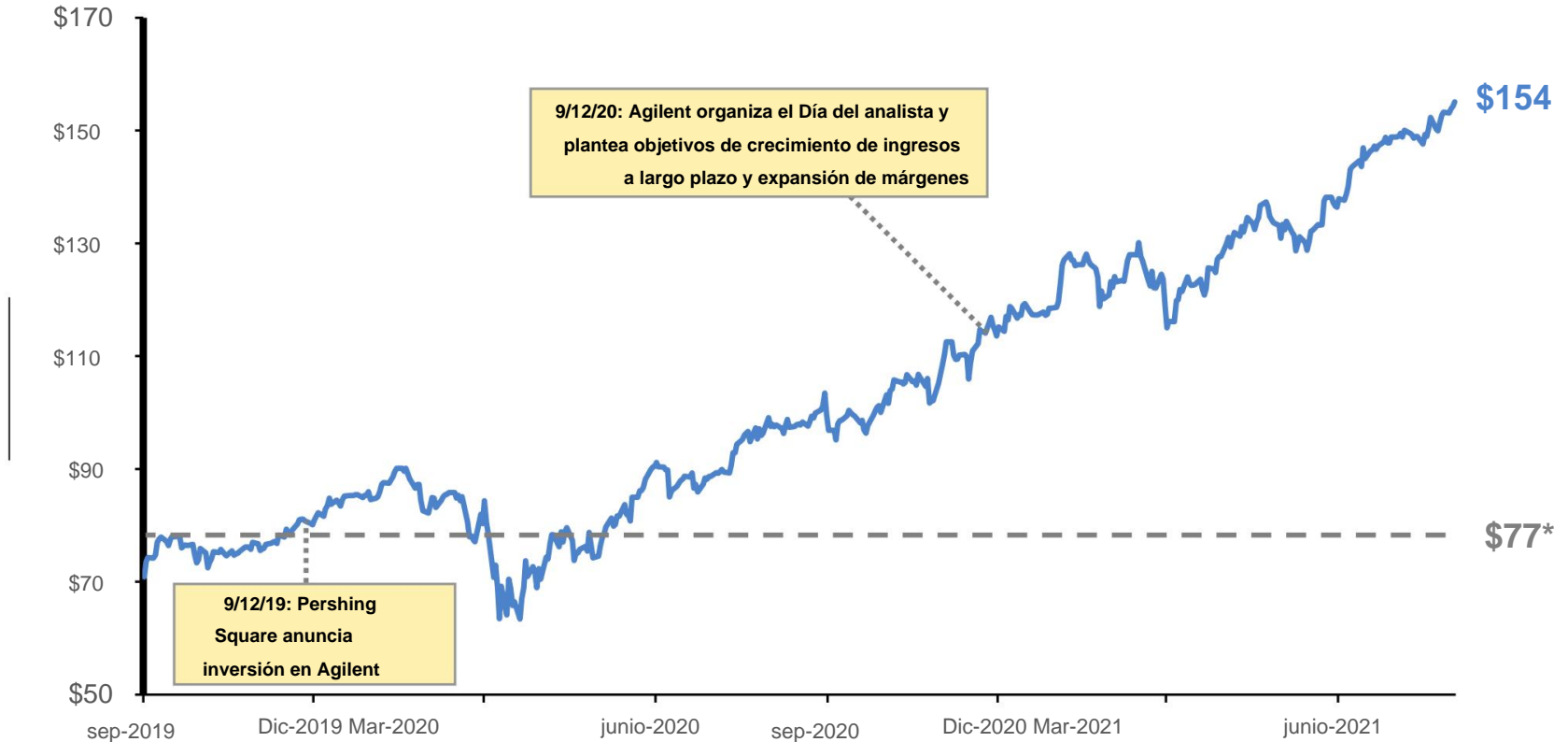
(1) A partir del 8/2/2022.

Posiciones Salidas

Desempeño del precio de las acciones de Agilent desde su creación

El precio de las acciones de Agilent, incluidos los dividendos, aumentó un 30 % en 2021 hasta nuestra última venta de acciones el 5 de agosto de 2021

Rendimiento del precio de las acciones del 4/9/2019 al 5/8/2021:



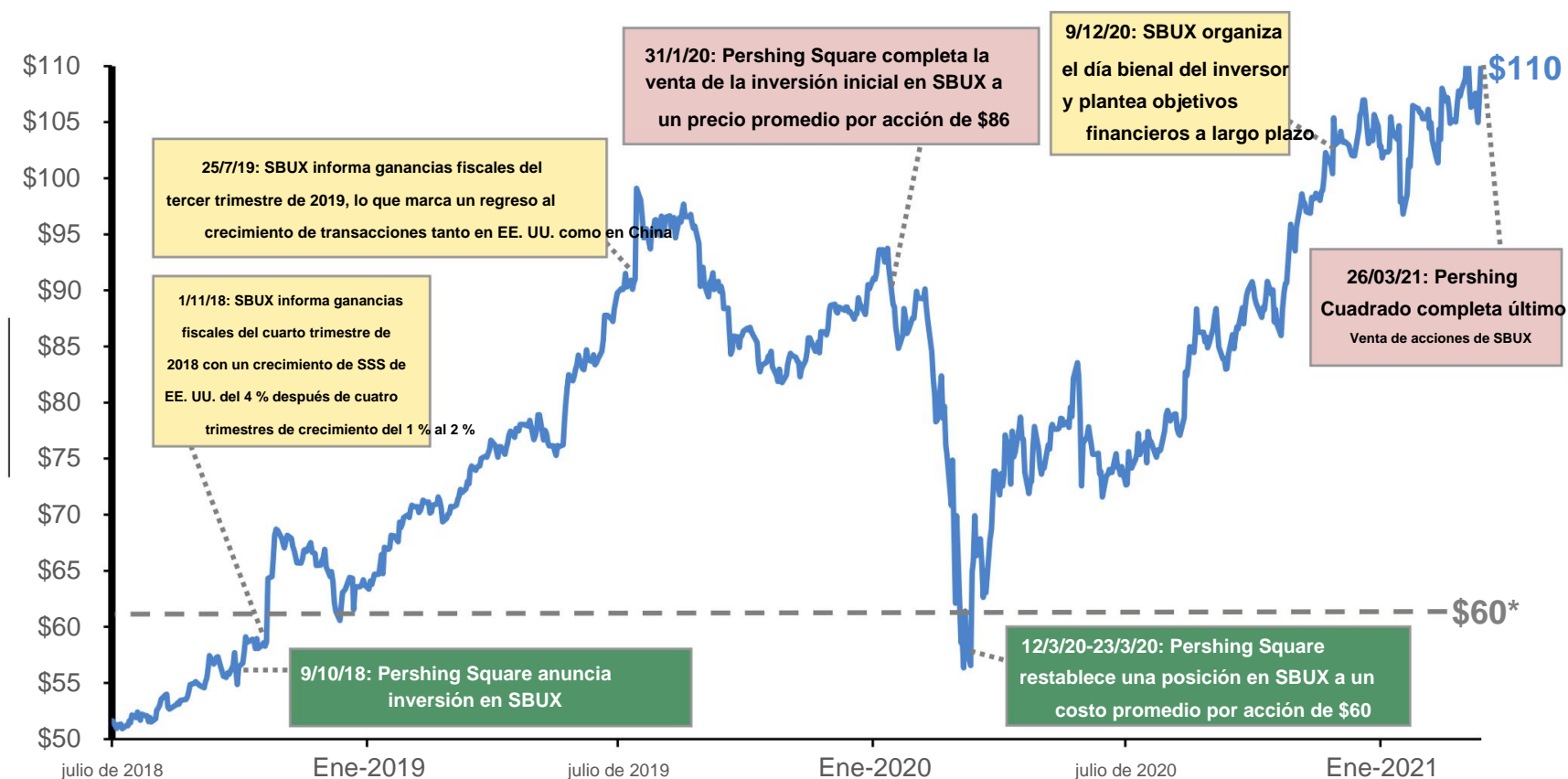
Nota: El rendimiento del precio de las acciones de Agilent se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

*Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.

Desempeño del precio de las acciones de SBUX desde el inicio

El precio de las acciones de SBUX, incluidos los dividendos, aumentó un 1 % en 2021 hasta nuestra última venta de acciones el 26 de marzo de 2021

Rendimiento del precio de las acciones de SBUX del 13/7/2018 al 26/3/2021:



Nota: El rendimiento del precio de las acciones de SBUX se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no es una indicación de los rendimientos futuros de los fondos de Pershing Square.

*Coste promedio a la fecha del anuncio. Consulte los descargos de responsabilidad adicionales y las notas sobre los resultados de rendimiento al final de la presentación.

Q&A

Descargos de responsabilidad adicionales y notas sobre los resultados de rendimiento

La apreciación de PSH NAV se calcula con respecto a las acciones públicas de PSH. Los resultados se presentan netos de comisiones. Los rendimientos netos incluyen la reinversión de todos los dividendos, intereses y ganancias de capital de las empresas de cartera subyacentes y asumen que un inversionista ha participado en cualquier "emisión nueva" tal como se define dicho término en las Reglas 5130 y 5131 de FINRA. Los rendimientos netos también reflejan la deducción de, entre otras cosas, las comisiones de gestión, las comisiones de corretaje, los gastos administrativos y la asignación/tasas de rendimiento (si las hubiere). El rendimiento se basa en el rendimiento en dólares para el período específico, incluidos todos los dividendos pagados por PSH, calculados desde el comienzo hasta el final de dicho período. Cuando el desempeño de PSH se presenta con el de PSLP, los resultados también asumen que un inversionista invirtió en PSLP en su inicio el 1 de enero de 2004 y convirtió a PSH en su inicio el 31 de diciembre de 2012. Dependiendo del momento de la inversión específica de un inversionista individual en PSH y/o PSLP, el rendimiento neto para un inversionista individual puede variar del rendimiento neto como se establece en este documento. Los datos de rendimiento de 2021 son estimados y no auditados. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros.

El rendimiento total de los accionistas para 2021 se calcula en función de las acciones públicas de PSH negociadas en Euronext Amsterdam. Durante el mismo período, el rendimiento total para los accionistas de las acciones públicas cotizadas en libras esterlinas y dólares estadounidenses en la Bolsa de Valores de Londres fue del 18,7 % y el 16,4 %, respectivamente. El rendimiento total para los accionistas de las Acciones Públicas incluye los dividendos pagados con respecto a dichas acciones calculados desde el comienzo de dicho período hasta el final de dicho período.

La relación de deuda total a capital de PSH se calcula de acuerdo con la "Coeficiente de endeudamiento total a capital total" en los Contratos de Emisión de Bonos de PSH. Según los Contratos de Emisión, el "Capital Total" refleja la suma del NAV de PSH y su "Endeudamiento Total". El Endeudamiento Total refleja el "Endeudamiento" total de PSH y cualquier subsidiaria consolidada (excluyendo cualquier margen de deuda que no exceda el 10% del capital total de la Compañía), más la cantidad proporcional de endeudamiento de cualquier subsidiaria no consolidada o vehículo de inversión especial afiliado. Tal como se define en el Contrato de Fideicomiso, "Endeudamiento" refleja el endeudamiento (i) con respecto al dinero prestado, (ii) evidenciado por bonos, pagarés, obligaciones o instrumentos similares o cartas de crédito (o acuerdos de reembolso con respecto a los mismos), que representan obligaciones de arrendamiento de capital, (iv) que represente el saldo diferido y no pagado del precio de compra de cualquier propiedad o servicio (excluyendo los gastos devengados y las cuentas por pagar comerciales en el curso ordinario de los negocios) con vencimiento más de un año después de que se adquiera dicha propiedad o se completen dichos servicios o (v) con respecto al capital social que sea reembolsable o redimible, de conformidad con una obligación del fondo de amortización o de otro modo, o acciones preferentes de cualquiera de las futuras subsidiarias de PSH. El endeudamiento no incluye, entre otras cosas, el valor liquidativo atribuible a acciones de gestión u obligaciones de cobertura u otras transacciones de derivados y cualquier obligación de devolver garantías depositadas por las contrapartes con respecto a las mismas.

Desde el 20 de junio de 2019, PSH, de vez en cuando, ha participado en recompras de acciones mediante las cuales su agente de recompra ha recomprado Acciones Públicas sujetas a ciertas limitaciones. Cualquier impacto positivo en el rendimiento debido a estas recompras de acciones se refleja en este documento.

Los resultados de rendimiento neto de PSLP se presentan como el fondo de Pershing Square con el historial más largo y sustancialmente la misma estrategia de inversión que PSH. La fecha de inicio de PSLP es el 1 de enero de 2004. Los rendimientos netos de PSLP para 2004 se calcularon netos de una tarifa de administración anual de \$1,5 millones (aproximadamente 3,9 %) y una asignación de desempeño equivalente al 20 % por encima de un límite del 6 %, de acuerdo con los términos de el acuerdo de sociedad limitada de PSLP entonces vigente. Ese acuerdo de sociedad limitada se modificó posteriormente para proporcionar una comisión de gestión anual del 1,5 % y una asignación de rendimiento del 20 % a partir del 1 de enero de 2005. Los rendimientos netos PSLP establecidos en este documento reflejan los diferentes acuerdos de comisiones en 2004 y posteriormente. Además, conforme a un acuerdo separado, en 2004 el único socio comanditario no afiliado pagó a Pershing Square \$840,000 adicionales por gastos generales relacionados con los servicios prestados por PSLP que no se han tenido en cuenta para determinar los rendimientos netos de PSLP. En la medida en que dichos gastos generales se hubieran incluido en los gastos del fondo, los rendimientos netos habrían sido menores.

Los índices de mercado que se muestran en esta presentación han sido seleccionados con el fin de comparar el desempeño de una inversión en PSH con ciertos puntos de referencia de base amplia. Los datos estadísticos sobre estos índices se han obtenido de Bloomberg y los rendimientos se calculan asumiendo que todos los dividendos se reinvierten. El índice S&P 500 no está sujeto a ninguna de las tarifas o gastos a los que está sujeto PSH, mientras que el índice HFRX ED: Activist y el índice HFRX Equity Hedge Fund son netos de tarifas y gastos. Los fondos no están restringidos a invertir en aquellos valores que comprenden cualquiera de estos índices, su desempeño puede o no estar correlacionado con cualquiera de estos índices y la cartera de los fondos no debe considerarse un sustituto de ninguno de estos índices. La volatilidad de un índice puede diferir materialmente de la volatilidad de la cartera de los fondos de Pershing Square. El S&P 500 está compuesto por una muestra representativa de 500 empresas estadounidenses de gran capitalización. El índice es un índice ponderado de flotación no administrado con el peso de cada acción en el índice en proporción a su flotación, según lo determinado por Standard & Poors. El índice S&P 500 es propiedad de S&P Opco, LLC (una subsidiaria de S&P Dow Jones Indices LLC), sus afiliadas y/o sus licenciantes, y lo calcula, distribuye y comercializa, y ha sido autorizado para su uso. S&P® y S&P 500® son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC. © 2021 S&P Dow Jones Indices LLC, sus afiliadas y/o sus licenciantes. Todos los derechos reservados. El MSCI World Index es un amplio índice de acciones globales que representa el rendimiento de las acciones de capitalización alta y mediana en 23 países con mercados desarrollados, que cubre aproximadamente el 85 % de la capitalización de mercado ajustada por libre flotación en cada país. El índice HFRX ED: Activist se compone de estrategias de fondos de cobertura con más del 50 % de la cartera en posiciones activistas. Las estrategias activistas incluidas en el índice pueden obtener o intentar obtener la representación de la junta directiva de la empresa en un esfuerzo por impactar las políticas o la dirección estratégica de la empresa y, en algunos casos, pueden promover actividades como la división o la venta de activos, la desinversión parcial o total de la empresa, dividendos o recompras de acciones, y cambios en la administración. El índice de renta variable HFRX se compone de estrategias de fondos de cobertura que normalmente invierten al menos el 50 % de la cartera en posiciones de renta variable largas o cortas. Hedge Fund Research, Inc. es el patrocinador y la fuente de la información sobre los índices HFRX proporcionada en esta presentación. El HFRX ED Activist Index y el HFRX Equity Index se utilizan bajo licencia de Hedge Fund Research, Inc., que no aprueba ni respalda el contenido de esta presentación.

Las páginas 18 y 19 de esta presentación reflejan los contribuyentes y los detractores del desempeño de la cartera de PSH. Además de la acumulación de recompra de acciones y los gastos por intereses de los bonos, las posiciones con contribuciones o detracciones al rendimiento de 50 puntos básicos o más se enumeran por separado, mientras que las posiciones con contribuciones o detracciones al rendimiento de menos de 50 puntos básicos se agregan. Las contribuciones y detracciones al desempeño presentadas en este documento se basan en rendimientos brutos que no reflejan la deducción de ciertas tarifas o gastos cargados a PSH, incluidos, entre otros, los honorarios de gestión y la asignación/cargos de rendimiento acumulados (si corresponde). La inclusión de dichos honorarios y gastos produciría rendimientos inferiores a los presentados aquí. Además, en ocasiones, Pershing Square puede participar en transacciones de cobertura para tratar de reducir el riesgo en la cartera, incluidas coberturas específicas de inversión que no se relacionan con los valores subyacentes de un emisor en el que PSH invierte. Para cada emisor, los rendimientos brutos reflejados aquí (i) incluyen solo los rendimientos de la inversión en el emisor subyacente y las posiciones de cobertura que se relacionan directamente con los valores que hacen referencia al emisor subyacente (por ejemplo, si PSH era una acción larga del Emisor A y también compró o vendió acciones del Emisor A, el rendimiento bruto refleja la ganancia/pérdida de la acción y la ganancia/pérdida de la opción de venta); (ii) no reflejan el costo/beneficio de las coberturas que no se relacionan con los valores que hacen referencia al emisor subyacente (por ejemplo, si PSH era una acción larga del Emisor A y una acción corta del Emisor B, la ganancia/pérdida de la acción del Emisor B es no incluidos en los rendimientos brutos atribuibles a la inversión en el Emisor A); y (iii) no reflejan el costo/beneficio de las coberturas de cartera. El rendimiento con respecto a la cobertura de divisas relacionada con un emisor específico se incluye en la atribución de rendimiento general de dicho emisor. Para todos los demás derivados de divisas, la clasificación larga/corta está determinada por la parte del derivado que no sea USD. Por ejemplo, una posición larga en una opción de compra en USD o una opción de venta en GBP se consideraría una exposición corta, y una opción de compra larga en USD o una opción de compra en GBP se consideraría una exposición larga. Los contribuyentes y detractores de los rendimientos brutos presentados en este documento son solo para fines ilustrativos. Es posible que PSH no haya tenido los valores de esta lista durante todo el año calendario. Todas las inversiones implican un riesgo, incluida la pérdida del principal. No se debe suponer que las inversiones realizadas en el futuro serán rentables o igualarán el rendimiento de los valores de esta lista. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Consulte las cifras de rendimiento neto presentadas en la página 16.

Descargos de responsabilidad adicionales y notas sobre los resultados de rendimiento

Los datos de rendimiento del precio de las acciones de una empresa de cartera tienen en cuenta los dividendos del emisor, si los hubiere. Los datos de rendimiento del precio de las acciones se proporcionan solo con fines ilustrativos y no son una indicación de los rendimientos reales de PSH durante los períodos presentados o los rendimientos futuros de PSH. Además, no debe suponerse que ninguno de los cambios en los precios de las acciones de las inversiones enumeradas en este documento indican que las recomendaciones o decisiones de inversión que Pershing Square tome en el futuro serán rentables o generarán valores iguales a los de las empresas que se analizan en este documento. Todos los datos de rendimiento del precio de las acciones calculados "hasta la fecha" se calculan hasta el 8 de febrero de 2022.

La base del costo promedio se determina utilizando una metodología que tiene en cuenta no solo el costo de las compras directas de acciones (por lo general, durante un período de tiempo), sino también el costo por acción de las acciones subyacentes a ciertos instrumentos derivados adquiridos por Pershing Square para construir una posición larga. posición. El "costo promedio" refleja el costo promedio de la posición que se ha construido a lo largo del tiempo a partir de la "fecha de anuncio", que es la fecha en que la posición se hizo pública por primera vez.

La base del costo promedio para las posiciones largas se ha calculado con base en la siguiente metodología: (a) el costo de la compra directa de acciones ordinarias es el precio pagado por las acciones en la fecha de adquisición dividido por el número de acciones compradas; (b) el costo de un swap de acciones es el precio de la acción subyacente en la fecha de adquisición dividido por el número de acciones subyacentes; (c) el costo de un contrato a plazo sobre acciones es el precio de referencia del contrato a plazo en la fecha de adquisición dividido por el número de acciones subyacentes; (d) el costo de las opciones de compra que estaban en el dinero en el momento del anuncio es (excepto cuando se indique lo contrario) (i) el precio de la opción más el precio de ejercicio menos cualquier reembolso que los fondos de Pershing Square recibirán al ejercerse dividido por (ii) el número de acciones subyacentes a las opciones de compra; (e) las opciones de compra que están fuera del dinero en el momento del anuncio no se tienen en cuenta a efectos del cálculo (es decir, el costo de las opciones adquiridas no se incluye en el numerador del cálculo y las acciones subyacentes no se incluyen en el denominador del cálculo);

(f) el costo de las acciones adquiridas de conformidad con las opciones de venta vendidas por los fondos de Pershing Square, cuando las acciones subyacentes se colocaron en los fondos de Pershing Square antes del momento del anuncio, es (i) el precio de ejercicio de las opciones de venta pagadas cuando las acciones se colocaron en los fondos de Pershing Square menos la prima recibida por los fondos de Pershing Square cuando se vendió la opción de venta dividida por (ii) el número de acciones recibidas al ejercer las opciones de venta; y (g) la prima recibida de las opciones de venta suscritas por los fondos de Pershing Square donde las acciones subyacentes no se colocaron en los fondos de Pershing Square, y la opción estaba fuera del dinero en el momento del anuncio se incluyen en el numerador de la cálculo.

El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros. Todas las inversiones involucran la posibilidad de ganancia y el riesgo de pérdida, incluyendo la pérdida de capital. Esta presentación no constituye una recomendación, una oferta de venta o una solicitud de oferta de compra de ningún valor o producto de inversión. Nada de lo contenido en este documento constituye asesoramiento de inversión, legal, impositivo o de otro tipo, ni se debe confiar en él para tomar una decisión de inversión o de otro tipo. Toda la información es actual a la fecha del presente y está sujeta a cambios en el futuro.

Declaraciones prospectivas

Esta presentación también contiene declaraciones a futuro, que reflejan las opiniones de Pershing Square. Estas declaraciones prospectivas se pueden identificar por referencia a palabras como "creer", "esperar", "potencial", "continuar", "puede", "hará", "debería", "buscar", "aproximadamente", "predecir", "pretender", "planificar", "estimar", "anticipar" u otras palabras comparables. Estas declaraciones prospectivas están sujetas a varios riesgos, incertidumbres y suposiciones. En consecuencia, hay o habrá factores importantes que podrían causar que los resultados reales difieran materialmente de los indicados en estas declaraciones. En caso de que cualquier suposición subyacente a las declaraciones prospectivas contenidas en este documento resulte incorrecta, el resultado o los resultados reales pueden diferir materialmente de los resultados proyectados en estas declaraciones. Ninguno de los fondos de Pershing Square, Pershing Square o cualquiera de sus respectivos afiliados asume ninguna obligación de actualizar o revisar ninguna declaración prospectiva, ya sea como resultado de nueva información, desarrollos futuros o de otra manera, excepto según lo exija la ley o regulación aplicable.

Factores de riesgo

Los inversionistas en PSH pueden perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión en PSH. Cualquier persona que adquiera acciones de PSH debe poder asumir los riesgos involucrados. Estos incluyen, entre otros, los siguientes:

- PSH está expuesta a una concentración de inversiones, lo que podría exacerbar la volatilidad y el riesgo de inversión;
- Las estrategias de inversión de los activistas pueden no tener éxito y resultar en costos y gastos significativos;
- Es posible que Pershing Square no identifique oportunidades de inversión adecuadas. Además, la diligencia debida realizada por Pershing Square antes de invertir puede no revelar todos los hechos relevantes en relación con una inversión;
- Si bien Pershing Square puede recurrir a los litigios en busca de estrategias de inversión activistas, Pershing Square y PSH pueden ser objeto de litigios o investigaciones regulatorias;
- Pershing Square puede participar sustancialmente en los asuntos de las empresas de cartera, lo que puede resultar en la incapacidad de PSH para comprar o vender los valores de dichas empresas;
- PSH puede invertir en instrumentos derivados o mantener posiciones que conlleven riesgos particulares. La venta en corto expone a PSH al riesgo de pérdidas teóricamente ilimitadas;
- Las inversiones en moneda extranjera de PSH pueden verse afectadas por las fluctuaciones en los tipos de cambio de moneda;
- Los cambios adversos que afectan a la economía y los mercados financieros mundiales pueden tener un impacto negativo importante en el rendimiento de las inversiones de PSH;
- Los cambios en las leyes o reglamentos, o el incumplimiento de las leyes y reglamentos, pueden afectar negativamente el negocio, las inversiones y los resultados de las operaciones de PSH;
- Pershing Square depende de William A. Ackman;
- PS Holdings Independent Voting Company Limited controla la mayoría del poder de voto de todas las acciones de PSH;
- Las acciones de PSH pueden negociarse con un descuento respecto al NAV y su precio puede fluctuar significativamente y los inversores potenciales pueden perder la totalidad o parte de su inversión;
- PSH está expuesta a cambios en las leyes o reglamentos tributarios, o su interpretación; y
- PSH puede invertir en sociedades tenedoras de bienes inmuebles de los Estados Unidos, lo que podría causar que PSH esté sujeta a impuestos en virtud de la Ley de Impuestos sobre la Inversión Extranjera en Bienes Inmuebles de los Estados Unidos.

Descargos de responsabilidad adicionales relacionados con SPARC

La posibilidad de que se lleve a cabo una distribución de SPARC y cuándo se lleva a cabo sigue sujeta a la aprobación de enmiendas a las reglas de cotización de la bolsa de valores que permiten la cotización de los SPARC y el proceso de revisión de la SEC y la declaración de efectividad de una declaración de registro de la SEC que registra la distribución de SPARC en virtud de la Ley de valores, de 1933. La decisión de realizar la Distribución de SPARC, así como los términos y condiciones finales de cualquier SPARC, están sujetos a la revisión y aprobación de la Junta Directiva de Pershing Square SPARC Holdings. Los términos, si los hubiere, de los SPARC que finalmente se distribuyan pueden ser sustancialmente diferentes de los descritos o implícitos en este resumen.

No se puede garantizar que SPARC se llevará a cabo en última instancia en los términos descritos en esta presentación o en absoluto. Este material tiene fines informativos y no constituye una oferta de valores. La recepción de este documento por parte de cualquier destinatario no debe tomarse como un consejo de inversión y se recomienda encarecidamente a todos los destinatarios que consulten a sus propios asesores independientes sobre cualquier tema de inversión, legal, fiscal o contable relacionado con estos materiales.

groupon, inc.

NASDAQ: GRPN

Elevamos nuestro precio objetivo a >\$88 luego de noticias recientes que muestran el -5% de Groupon

La participación en SumUp probablemente valga más que su capitalización de mercado total

La noticia reciente de SumUp que busca recaudar capital a una valoración de \$ 22.5B valida nuestra tesis original y aumenta significativamente la ventaja para Groupon ("GRPN" o la "Compañía").

Este es el primer punto de datos públicos que analiza la valoración de SumUp y la ganancia inesperada de GRPN podría ser superior a \$ 1 mil millones, lo que supera todo su valor de mercado actual. Esperamos que esta noticia desencadene una serie de catalizadores que impulsarán las acciones de GRPN significativamente al alza en poco tiempo.

Resumen de puntos

- destacados: • Según las noticias recientes de que SumUp busca recaudar capital a una valoración de \$22.500 millones, la participación de -5 % de Groupon en SumUp podría valer >\$1.000 millones, que es más que la capitalización de mercado actual total de Groupon y es casi 4,2 veces más alta que nuestra estimación del caso base original
- Con base en nuestra valoración revisada de la participación SumUp de Groupon, estamos elevando nuestro precio objetivo para Acciones de Groupon a >\$88/acción, 225% más que el precio actual de las acciones
- Creemos que la reciente noticia de la ronda de financiación propuesta por SumUp desencadenará una serie de catalizadores que darán como resultado un rápido aumento de las acciones de Groupon. Estos catalizadores incluyen 1) la confirmación pública por parte de Groupon de su porcentaje de propiedad en SumUp, 2) aumento de los objetivos de precios de los analistas del lado de la venta, 3) inversiones incrementales de fondos de valor y arbitraje y 4) cobertura por parte de vendedores en corto abarrotados
- Instamos a Groupon a divulgar públicamente su porcentaje de propiedad en SumUp y actualizar el mercado en un camino hacia la participación monetización y planes para los ingresos (por ejemplo, dividendos especiales, recompra de acciones, etc.)

El 26/01/2022, [Bloomberg dio a conocer](#) la noticia de que SumUp busca recaudar dinero nuevo que valoraría a la compañía de pagos móviles en ~\$22.5 mil millones. En nuestro [informe](#) inicial, estimamos que Groupon poseía -5% de SumUp.

nos informó que el ex director ejecutivo de Groupon, el Sr. Aaron Cooper, les confirmó el año pasado que la participación de propiedad de Groupon en SumUp estaba en "medios dígitos".

Con base en una propiedad estimada del 5% y la valoración propuesta de \$22.5 mil millones, calculamos que la participación de Groupon podría valer >\$1 mil millones. En otras palabras, el mercado actualmente asigna un valor negativo al negocio principal de Groupon, que se encuentra en medio de un cambio importante, lleno de efectivo y listo para crecer con un nuevo CEO ambicioso.

FECHA DE REPORTE

31/01/22

PRECIO DE LA ACCIÓN

\$27.11

VOLUMEN DIARIO PROMEDIO

1,8 mil

TAPA DEL MERCADO

\$ 801 millones

CORTO INTERÉS

13,9%

¹ Consulte el Apéndice A para conocer nuestras suposiciones para calcular el porcentaje de propiedad de Groupon en SumUp.

Incluyendo una participación SumUp de un solo dígito medio, el mercado asigna un valor negativo al negocio principal de Groupon

(\$ en millones)		Participación SumUp de GRPN Valor	Empresa actual de GRPN Valor	Negocio principal implícito de GRPN Valuación
	4,0%	\$900.0	\$877.5	(\$22.5)
Resumen de Groupon	4,5%	\$1,012.5	\$877.5	(\$135.0)
Propiedad	5,0%	\$1,125.0	\$877.5	(\$247.5)
	5,5%	\$1,237.5	\$877.5	(\$360.0)

Fuente: 20.000 millones de euros = -22.500 millones de dólares, Bloomberg, Groupon propiedad de "mid-single digits"

Con base en la nueva información de SumUp, estamos elevando significativamente nuestras estimaciones del valor justo de mercado de Groupon. Valoramos el negocio principal de Groupon en 6.0x (por encima de los niveles actuales, pero muy por debajo del promedio histórico) nuestro FY 23 adj. EBITDA de \$286,6 millones, o \$55,35/acción + la participación de SumUp en \$1.125,0 millones, o \$32,83/acción, lo que da como resultado un precio objetivo de caso base de \$88,17. Un caso más alcista, asumiendo FY 23 adj. EBITDA de \$340,9 millones y un múltiplo de 8,0x (en línea con los niveles históricos) + \$32,83/acción para SumUp, da como resultado un precio objetivo alcista de \$117,58.

Las acciones de Groupon valen múltiplos del precio actual

(\$ en millones)	Base	Toro
AF 23 adj. EBITDA	\$286.6	\$340.9
múltiplo VE/EBITDA	6.0x	8.0x
Valor de la empresa	\$1,719.6	\$2,727.1
El efectivo neto	\$177.0	\$177.0
Valor patrimonial	\$1,896.6	\$2,904.1
Acciones en circulación (diluidas)	34.3	34.3
Precio de las acciones del negocio principal [a]	\$55.35	\$84.75
Valor de la inversión SumUp de Groupon	\$1,125.0	\$1,125.0
Acciones en circulación (diluidas)	34.3	34.3
Precio de las acciones de inversión de SumUp [b]	\$32.83	\$32.83
Precio objetivo [a] + [b]	\$88.17	\$117.58
Precio actual	\$27.11	\$27.11
% al alza	225,2%	333,7%

Fuente: Estimaciones de Prescience Point

[b] El precio de inversión por acción de SumUp supone una valoración SumUp total de 20.000 millones de euros (-22.500 millones de dólares) y una participación del 5% en GRPN. El recuento de acciones supone ~1,0 mil de dilución de acciones adicional en los años fiscales 22 y 23.

La gran desconexión entre el precio de las acciones de Groupon y el valor fundamental debería

Cerrar rápidamente

Hasta hace poco, el mercado ha tardado en darse cuenta del hecho de que Groupon es una oportunidad de arbitraje y una de las empresas, si no la más infravalorada, del sector tecnológico. Sin embargo, creemos que la noticia reciente de la ronda de financiación propuesta por SumUp, que confirma el valor significativo de la participación de Groupon en SumUp, será la chispa que desencadene una serie de catalizadores positivos que harán que las acciones de Groupon suban significativamente en poco tiempo. Estos catalizadores incluyen lo siguiente:

- **Confirmación pública por parte de Groupon de su porcentaje de propiedad en SumUp:** aunque el ex director ejecutivo, el Sr. Aaron Cooper confirmó recientemente a un accionista principal que GRPN posee una participación de "un dígito medio" en SumUp, Groupon no ha revelado públicamente su porcentaje de propiedad actual en este negocio. Sin embargo, dado el tamaño y la importancia significativos y crecientes de su participación en SumUp, creemos que Groupon debería y pronto confirmará su porcentaje de propiedad en SumUp, ya sea en su próxima llamada de ganancias del cuarto trimestre de 2021 y/o mediante un comunicado de prensa. Creemos que la eliminación de esta incertidumbre catalizará una recalificación importante de las acciones de Groupon.

Además de confirmar públicamente su porcentaje de propiedad en SumUp, creemos que la Compañía también debería comenzar a discutir con el mercado un camino hacia la monetización. En nuestro [informe original](#), planteamos la hipótesis de que SumUp buscaría una oferta pública inicial en los próximos tres años. Dado el tamaño de este patrimonio ronda de financiación (500 millones de euros) en comparación con rondas de capital anteriores (menos de 20 millones de dólares), creemos nuestra tesis es correcta y Groupon podría monetizar su participación a través de la salida a bolsa de SumUp. Después de la monetización, la Compañía podría emitir un dividendo especial y/o iniciar un programa de recompra de acciones de gran tamaño.
- **Actualizaciones y aumento de los objetivos de precios de los analistas del lado de la venta:** ahora que el valor significativo de SumUp ha sido confirmado, creemos que los analistas del lado vendedor que cubren Groupon no tendrán más remedio que incorporar SumUp en sus modelos de valoración, lo que debería resultar en una serie de actualizaciones de analistas y objetivos de precios más altos. La grave negligencia de los analistas del lado vendedor que cubren Groupon es confuso. Ninguno de estos analistas ha discutido nunca la participación de Groupon en SumUp ni la ha incluido en su análisis de valoración. Groupon incluso escribió el valor contable de su inversión SumUp en ~ \$ 90 millones el último trimestre, pero ha habido silencio por parte del vendedor. Cuando se cierre esta nueva ronda de financiación, Groupon tendrá que reducir su participación una vez más y por una cantidad masiva. Es imperdonable para los analistas de JP Morgan ([Sr. Douglas Anmuth](#)), Barclays ([Sr. Trevor Young](#)), y Wedbush ([Sr. Ygal Aronian](#)) haberse perdido algo tan grande. ²
- **Compra incremental de fondos de valor y arbitraje:** como se discutió anteriormente, al precio actual de la acción de \$27.11, el mercado actualmente asigna un valor negativo al negocio principal de Groupon. Como tal, creemos que Groupon es una inversión ideal tanto para inversores de valor como de arbitraje. La reciente atención de los medios en torno a la participación de SumUp ha atraído más miradas hacia Groupon, y esperamos que esta mayor atención pronto resulte en un aumento significativo en las inversiones de los fondos de valor y arbitraje.
- **Cobertura significativa por cortos abarrotados que han exagerado su mano:** en nuestro [informe original](#), discutimos que el interés corto de Groupon estaba más concurrido de lo que parecía, ya que el cofundador de Groupon, el Sr. Eric Lefkofsky, poseía ~ 16.3% del capital flotante y no había vendido ninguna acción desde 2019 a pesar de las oportunidades de desinvertir a múltiples del precio actual de las acciones. Durante los últimos meses, la base de accionistas de Groupon se ha vuelto cada vez más concentrada con grandes nuevos inversores que compartir nuestro entusiasmo y convicción en las perspectivas comerciales a corto y largo plazo de Groupon. Estimamos que ~45% del capital flotante actual está en manos del Sr. Lefkofsky y los administradores de inversiones que comparten nuestra convicción en el negocio de Groupon. Como tal, creemos que el interés corto actual de 13.9% del total el flotador está significativamente más concurrido de lo que parece, y la cobertura corta catalizará más alcistas impulso.

² Consulte el Apéndice B de nuestro [hilo de Twitter](#) para obtener más información sobre SumUp y la negligencia de estos analistas del lado de la venta.

Groupon también es un objetivo de adquisición increíblemente atractivo en estos niveles y la reciente atención de los medios podría despertar el interés de los posibles adquirentes. Ahora que el negocio de Groupon se ha estabilizado, los adquirentes estratégicos comenzarán a ver el inmenso valor en su base de usuarios central, mercado único de inventario y relaciones comerciales. La participación de SumUp también crea una situación especial rara para una transacción privada. Groupon tiene una capitalización de mercado de ~ \$ 800 millones, cotizando a múltiplos mínimos en ganancias mínimas, deuda mínima, un gran saldo de efectivo, y estimamos que tendrá un flujo de efectivo libre anual de tasa de ejecución de al menos \$ 150 millones a \$ 200 millones, además de un enorme entrada de efectivo pendiente de monetizar su participación en SumUp. El retorno de la inversión sería enorme.

Apéndice A: Inversión SumUp de Groupon

El cronograma de la información disponible públicamente relacionada con la inversión de Groupon en SumUp es el siguiente:

- Comunicado de prensa de SumUp que anuncia la Serie B (junio de 2013): en un [comunicado de prensa del 28/05/13](#), SumUp anunció que Groupon era un nuevo inversor en su ronda de financiación de la Serie B.
- Groupon reveló la participación de la Serie B: en su [Q1 13 10Q](#), Groupon reveló que había adquirido una participación del 10,3% interés en un procesador de pagos fuera de los EE. UU. (SumUp) por \$ 13,1 millones.

En febrero de 2013, la Compañía adquirió una participación del 10,3% en un procesador de pagos fuera de los EE. UU. por \$13,1 millones. [\(T1 13 10T\)](#)

- Groupon reveló la inversión de la Serie C: en su [FY 14 10K](#), Groupon [reveló que compró \\$2.1 millones de acciones preferenciales adicionales](#) en SumUp por \$2.1 millones. Sin embargo, la propiedad incremental adquirida no fue revelada.

En febrero de 2013, la Compañía compró acciones preferentes en un procesador de pagos fuera de los EE. UU. por \$13,6 millones. La Compañía compró \$2.1 millones de acciones preferenciales adicionales de esa entidad en julio de 2014. [\(AF 14 10K\)](#)

- Groupon vendió la mitad de su participación para aumentar la liquidez durante la pandemia: en el primer trimestre de 20, Groupon vendió el 50 % de su participación en otra inversión de método de participación por \$34,0 millones, que creemos que es SumUp. Groupon valoró su participación restante en la propiedad de SumUp en 33,7 millones de dólares. Con base en la venta y las divulgaciones anteriores, estimamos que Groupon ahora tiene una participación de propiedad de ~5% en SumUp.

Durante el primer trimestre de 2020, vendimos el 50 % de nuestras acciones en otra inversión de capital por una contraprestación total en efectivo de \$34,0 millones, que se aproximó al costo ajustado por los cambios de precios observables al 31 de diciembre de 2019. Además, registramos un deterioro de \$6,7 millones durante el primer trimestre de 2020 a una inversión de otro método de participación como resultado de proyecciones de flujo de efectivo revisadas y un deterioro en la condición financiera debido a COVID-19. [\(1T 20 10T\)](#)

- Groupon elevó su inversión de SumUp en 3,5 veces: en el tercer trimestre de 21, Groupon elevó su inversión en una "compañía de pagos móviles" (es decir, SumUp) en \$89,1 millones a \$122,9 millones. Groupon atribuyó la corrección a "un cambio de precio observable en una transacción ordenada" y la clasificó como una ganancia no realizada excluida del EBITDA ajustado y las ganancias.

Durante el tercer trimestre de 2021, ajustamos el valor en libros de otra inversión de capital en una empresa de pagos móviles debido a un cambio de precio observable en una transacción ordenada, que resultó en una ganancia no realizada de \$89,1 millones para los tres y nueve meses finalizados el 30 de septiembre, 2021. [\(T3 21 10T\)](#) [énfasis añadido]

SumUp no ha recaudado capital desde 2017 para evitar la dilución, sino que emitió deuda

Creemos que SumUp ha recaudado hasta ~\$70 millones en rondas de financiación de la Serie AE desde 2012 hasta 2017. Recientemente, SumUp ha emitido deuda para financiar iniciativas de crecimiento y ha recaudado más de \$1200 millones desde julio de 2019.

(\$/€ en millones)	Fecha	Capital recaudado	Inversionistas / Prestamistas
Serie A	23/08/12	\$20.0	Btov Partners, Daniel Guenberg, HV Capital, Klaus Hommels, Empresas de acceso directo, empresas de TA, empresas de TEV
Serie B	28/05/13	\$17.2	Groupon, American express, BBVA Ventures, Btov Partners, Klaus Hommels, Propel Venture Partners, Empresas cortas, Empresas TEV
Serie C	15/08/14	\$13.0	Groupon, BBV Ventures, Life.SREDA VC, Raffay, Rancilio Cube
Etapas posteriores VC	10/06/15	10,0 €	VI Socios
Serie D	27/08/15	10,0 €	Groupon, American Express, BBVA Ventures, RTP Global, Socios de aventura
Serie E	01/05/17	no revelado	Alberto Chalon, Anya Capital, Cenciarini, Seven Investments, VIS Capital
Aumento de deuda #1	16/7/19	330,0 €	Bain Capital Specialty Finance, Bain Capital Credit, Barclays, Gestión de activos de Goldman Sachs, crecimiento de Goldman Sachs Equidad, Socios de inversión de HPS, Sixth Street Partners
Refinanciación de deuda y Subir #2	16/03/21	750,0 €	Préstamos especiales de Oaktree, Ingresos estratégicos de Oaktree II, Oaktree Gestión de capital, Bain Capital Credit, Crestline Investors, Tesamek Holdings, Goldman Sachs

Fuente: Crunchbase y comunicados de prensa

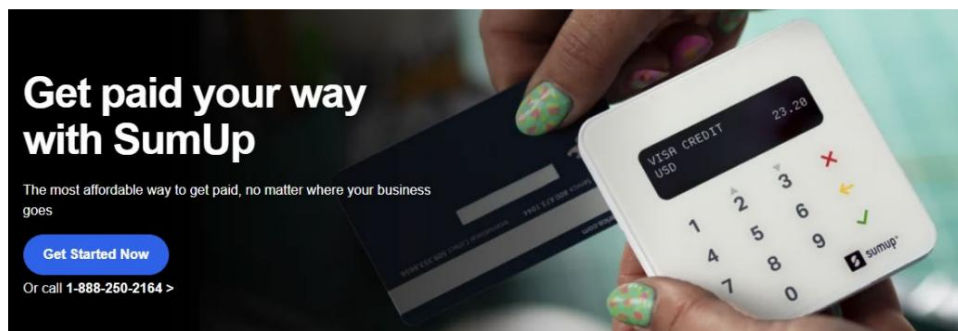
Apéndice B: Antecedentes de SumUp y negligencia de Sell-Side

[1] Esta es la razón por la cual la investigación de Wall St está de moda. Los analistas incompetentes que cubrían \$GRPN en @jpmorgan @barclays @wedbush no pudieron atribuir ningún valor a la participación de \$GRPN en @SumUp cuando \$GRPN se vio obligado a aumentar su participación en \$90 millones, ahora un activo de \$123 millones en su balance general \$GRPN tiene >167 % al alza

[2] Durante la semana pasada, hemos escuchado de muchos inversores de \$GRPN que no están familiarizados con el negocio de SumUp y la participación de \$GRPN. Francamente, esto no es sorprendente ya que @SumUp generalmente evita la atención del público y opera fuera de los EE. UU., principalmente en Europa y América Latina.



[4] Lo primero es lo primero. ¿Qué hace @SumUp? SumUp proporciona hardware y software de punto de venta móvil "mPOS" que permite a los comerciantes aceptar pagos con tarjeta en línea y en persona (piense en @Square). SumUp cobra una pequeña tarifa por el hardware y ~1.5% a 2.75% de todas las transacciones con tarjeta



[5] ¿Por qué @SumUp es único? Mientras que los competidores de mPOS improvisan diferentes plataformas pymt a través de fusiones y adquisiciones para satisfacer las diferentes normas bancarias locales, SumUp creó un ecosistema de mPOS de plataforma única para implementarse fácilmente a través de las fronteras. Esto crea un foso real que la competencia no tiene.

[6] Tómallo directamente de la boca del caballo. El cofundador de SumUp llamó a la empresa "The @Square of the World". La plataforma única de SumUp ya opera en 34 países en varios continentes. No todas las plataformas mPOS son iguales y @SumUp se desarrolló para la expansión global

Enlace de vídeo: <https://www.youtube.com/watch?v=jiHOJ1Gn2Gw>

[7] ¿Por qué @Square no es una amenaza para @SumUp? Mientras que \$SQ lanza Intl. expansión como una oportunidad de \$ 2,9 billones, es demasiado tarde. \$SQ rev es ~97 % EE. UU., y \$SQ subestima la complejidad/tiempo requerido. para satisfacer Intl. reglamentos Además, \$SQ ni siquiera es competitivo con los precios de SumUp. ¿Por qué cambiarían los comerciantes?

Square Charges Merchants 2.6% And A Fixed Fee, >50% Expensive Than SumUp... Why Would Merchant's Switch?

Square's Fees and Accepted Cards

What are your fees?

Square's standard processing fee is 2.6% + 10¢ for contactless payments, swiped or inserted chip cards, and swiped magstripe cards. Payments that are manually keyed-in, processed using **Card on File**, or manually entered using **Virtual Terminal** have a 3.5% + 15¢ fee. **Invoices** cost 2.9% + 30¢ or 3.5% + 15¢ if processed using Card on File.

Source: Square

SumUp's UK Transaction Fee Is A Fraction Of What Square Charges And Excludes A Per Transaction Fixed Fee

Flexible

No binding contracts or hidden costs. Just a fixed low fee per transaction.

Affordable

High-tech, low-cost card readers and remote payment solutions.

Simple

Sign up online in minutes. Manage your profile with the free **SumUp App**.

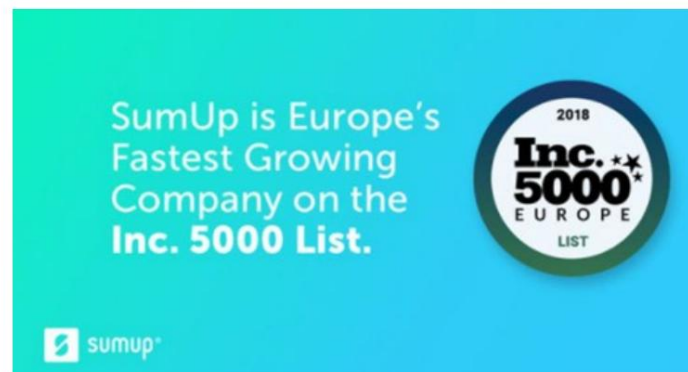
A card reader to suit every business

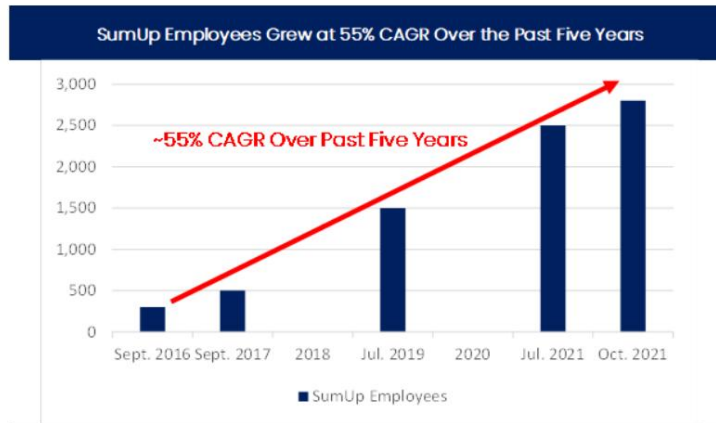
Accept card, contactless, Apple and Google Pay for just **1.69% per transaction** anytime, anywhere.

*UK Pricing

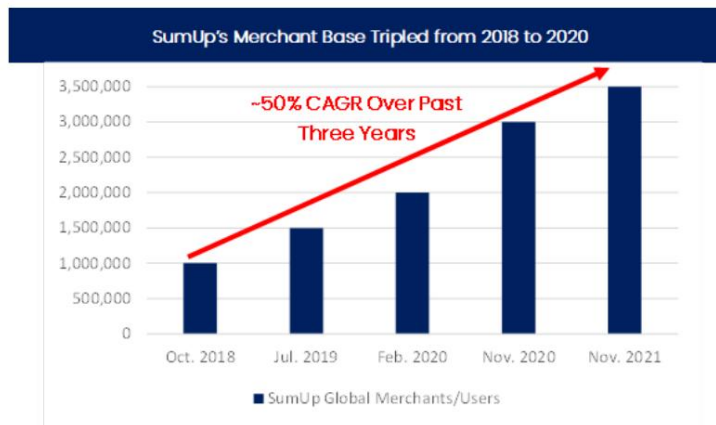
Source: <https://sumup.co.uk/>

[8] ¿Qué tan rápido está creciendo @SumUp? En los cientos de documentos que revisamos, SumUp rara vez reveló los KPI. Pero, después de agregar estas divulgaciones esporádicas, es innegable una CAGR de crecimiento orgánico sostenido de +50 %. ¡No es de extrañar que SumUp haya sido coronada como la empresa de más rápido crecimiento en Europa!

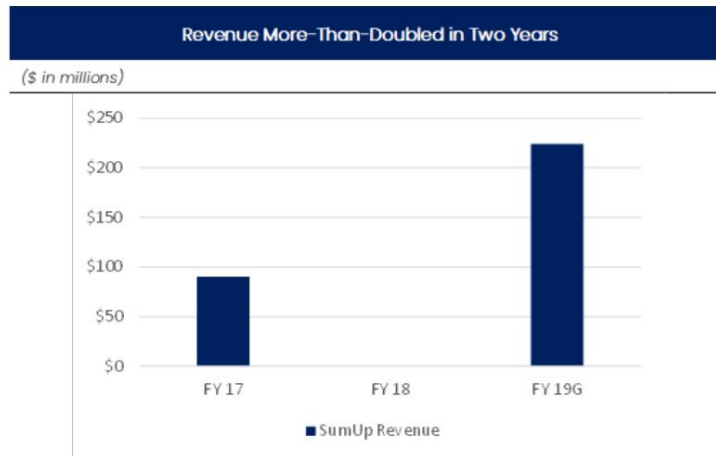




Source: Press Releases, News Articles



Source: Press Releases, News Articles



Source: Press Releases.

[9] Sorprendentemente, nuestra estimación de un crecimiento de revoluciones del 50 % puede ser demasiado conservadora. En julio de 2019, los ejecutivos de @SumUp dijeron que las revoluciones se duplicaron en dos años consecutivos (es decir, 4X en 2 años). \$GRPN tiene una joya escondida que haría que las principales firmas de capital de riesgo se sintieran envidiosas. Verdaderamente una vez en una oportunidad de luna azul. para inversores de mercado público

Enlace de vídeo: <https://www.youtube.com/watch?v=5BGuncS8SEI&t=234s>



Source: NOAH Conference Presentation, 07/13/19

[10] ¿Cuál es el valor de la participación @SumUp de \$GRPN? Creemos que la inversión de \$GRPN en SumUp vale múltiplos de su valor contable actual de ~\$123 millones, y puede tener un valor de más de \$480 millones, lo que ofrece una enorme ventaja que pocos reconocen.

SumUp is Worth at Least Mid-Single Digit Billions		
(\$ in millions)	Base	Bull
FY 22 SumUp revenue estimate	\$570.2	\$705.0
EV/Sales multiple	11x	15x
Enterprise value	\$6,272.7	\$10,574.6
Net debt ¹	\$900.0	\$900.0
Equity value	\$5,373.2	\$9,674.6
Groupon ownership stake in SumUp	5.0%	5.0%
Value of Groupon's SumUp investment	\$268.6	\$483.7

Source: Prescience Point estimates

[10] Si bien @SumUp no dice nada sobre su crecimiento parabólico, \$GRPN ha revelado su inversión en SumUp varias veces; debe ser de conocimiento común. \$GRPN escribió el valor contable de su inversión en @SumUp dos veces en los últimos dos años y lo mencionó por su nombre recientemente, en el cuarto trimestre de 2019.

Groupon Called Out SumUp Investment by Name as Recently as Q4 19

Fourth Quarter 2019 Summary

North America

- North America gross profit in the fourth quarter 2019 decreased 16% to \$207.3 million primarily due to fewer customers, lower traffic and increased competition in our Goods category. The decrease was partially offset by higher gross profit per customer. In Local, gross profit decreased 6% to \$169.7 million. Goods gross profit decreased 45% to \$30.6 million. Gross profit in Travel decreased 41% to \$6.9 million.

- North America active customers were 26.5 million as of December 31, 2019, and gross profit per active customer increased 5% for the year ended December 31, 2019.

International

- International gross profit in the fourth quarter 2019 decreased 13% to \$102.8 million (11% FX-neutral) driven by intense competition in our Goods category, weak consumer sentiment in Europe, particularly in the United Kingdom, and a customer shift toward lower margin Local offerings. Local gross profit decreased 8% (6% FX-neutral). Goods gross profit decreased 28% (26% FX-neutral). Gross profit in Travel decreased 14% (11% FX-neutral).
- International active customers were 17.1 million as of December 31, 2019, and gross profit per active customer decreased 10% (5% FX-neutral) for the year ended December 31, 2019.

Consolidated

- Revenue was \$612.3 million in the fourth quarter 2019, down 23% (23% FX-neutral).
- Gross profit was \$310.0 million in the fourth quarter 2019, down 15% (15% FX-neutral).
- SG&A was \$187.7 million in the fourth quarter 2019 compared with \$194.6 million in the fourth quarter 2018. The decrease was primarily driven by lower performance-based compensation, partially offset by an increase in stock-based compensation.
- Marketing expense declined by 25% to \$82.1 million in the fourth quarter 2019 as we continued to manage our marketing spend in line with our payback threshold.
- Other income, net was \$39.3 million in the fourth quarter 2019, compared with \$13.2 million of Other expense, net in the fourth quarter 2018 driven primarily by an observable price change for our **SumUp** investment in the fourth quarter 2019.

Source: Q4 19 Earnings Release

[11] ¡En el tercer trimestre de 21, \$GRPN reportó el EPS GAAP estacional más alto de su historia! Echando un vistazo a la declaración de ingresos, ¡la descripción de @SumUp es descaradamente obvia! Sin embargo, ninguno de los dos analistas en la llamada de ganancias preguntó sobre @SumUp ni lo discutió en las notas posteriores a las ganancias.

	Three Months Ended September 30,	
	2021	2020
Revenue:		
Service	\$ 198,976	\$ 155,073
Product	15,195	148,946
Total revenue	214,171	304,019
Cost of revenue:		
Service	19,127	17,695
Product	13,605	126,992
Total cost of revenue	32,732	144,687
Gross profit	181,439	160,022
Operating expenses:		
Marketing	53,159	31,386
Selling, general and administrative	119,494	124,457
Goodwill impairment	—	—
Long-lived asset impairment	—	—
Restructuring and related charges	12,483	20,559
Total operating expenses	185,136	176,402
Income (loss) from operations	(3,697)	(16,188)
Other income (expense), net	62,533	(667)
Income (loss) from continuing operations before provision (benefit) for income taxes	58,836	(17,847)
Provision (benefit) for income taxes	335	(286)
Income (loss) from continuing operations	59,171	(18,133)
Income (loss) from discontinued operations, net of tax	—	—
Net income (loss)	59,171	(18,133)
Net (income) loss attributable to noncontrolling interests	(554)	297
Net income (loss) attributable to Groupon, Inc.	\$ 58,617	\$ (17,836)
Basic net income (loss) per share:		
Continuing operations	\$ 264	\$ (637)

[12] En este punto, es posible que se pregunte: "¿Cómo diablos los analistas profesionales a los que se les paga para seguir a \$GRPN pueden perderse esta mina de oro?" La existencia de la participación @SumUp de \$GRPN no es una opinión, es un hecho, y su omisión por parte de estos supuestos "expertos" bordea la negligencia grave.

[13] Igual de ineptos, JP Morgan & Barclays redujeron sus precios objetivo de \$GRPN hace 2 semanas, pero ninguno de los dos tuvo en cuenta a @SumUp en su valoración de \$GRPN. No cuestionaremos las estimaciones de su negocio principal, pero ¿cómo puede una empresa propagar los objetivos de precios de un negocio que no entiende completamente?

JP Morgan Left Long-Term Investment Line-Item Blank Following A ~\$90m Write-Up					
Balance Sheet & Cash Flow Statement	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Cash and cash equivalents	751	851	552	705	926
Accounts receivable	55	43	41	46	56
Inventories	-	-	-	-	-
Other current assets	82	40	47	65	74
Current assets	888	934	640	816	1,056
PP&E	125	85	80	91	106
LT investments	-	-	-	-	-
Other non current assets	574	392	448	448	448
Total assets	1,587	1,412	1,169	1,355	1,610

Source: JP Morgan Groupon Research Note 11.07.21

Barclay's Truncated Balance Sheet Model Omits Investments Line Item					
Groupon, Inc. (GRPN)					
Income statement (\$mn)	2020A	2021E	2022E	2023E	CAGR
Revenue	1,417	963	955	1,114	-7.7%
Gross profit	677	733	830	978	13.0%
EBITDA (adj)	50	134	172	225	65.4%
EBIT (adj)	-277	-8	56	96	N/A
Pre-tax income (adj)	-255	125	98	145	N/A
Net income (adj)	-264	120	86	130	N/A
EPS (adj) (\$)	-9.17	3.79	2.53	3.75	N/A
Diluted shares (mn)	28.8	31.6	34.0	34.6	6.3%
DPS (\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A
Margin and return data					Average
EBITDA (adj) margin (%)	3.5	13.9	18.0	20.2	13.9
EBIT (adj) margin (%)				8.6	-1.5
Pre-tax (adj) margin (%)				13.0	4.5
Net (adj) margin (%)				11.6	3.6
ROIC (%)				21.8	-10.0
ROE (%)	-114.7	67.6	25.1	28.5	1.9
Balance sheet and cash flow (\$mn)					CAGR
Tangible fixed assets	85	70	48	29	-29.9%
Intangible fixed assets	30	26	26	26	-5.0%
Cash and equivalents	851	555	666	838	-0.5%
Total assets	1,412	1,119	1,216	1,376	-0.8%
Short and long-term debt	229	223	223	223	-0.9%
Other long-term liabilities	135	107	107	107	-7.5%
Total liabilities	1,074	742	745	765	-10.7%
Shareholders' equity	108	154	248	389	53.4%
Net debt/(funds)	-10	4	-134	-256	N/A

Source: Barclays Groupon Post Q3 Model Update 12.10.21

Where is SumUp?? Barclays doesn't even include an other assets or long-term investments line item!

[14] Los objetivos de precios reducidos recientemente son francamente ridículos. La participación @SumUp de \$GRPN por sí sola podría valer más de lo que el mercado está valorando actualmente todo \$GRPN. Mientras tanto, \$GRPN se encuentra al borde de las perspectivas de crecimiento más favorables y la estructura de costos más reducida de su historia.

[15] Como dice el viejo adagio "En la tierra de los ciegos, el tuerto es rey". Esperamos que este hilo abra los ojos de @JPMorgan @Wedbush & @Barclays, ya que un vendedor medio competente representaría una mejora notable de la situación actual en la que los ciegos guían a los ciegos.

Descargo de responsabilidad

Este informe de investigación expresa nuestras opiniones de investigación, que hemos basado en ciertos hechos, todos los cuales se basan en información disponible públicamente, y todos los cuales se establecen en este informe de investigación. Cualquier inversión implica riesgos sustanciales, incluida la pérdida total de capital. Todos los pronósticos o estimaciones tienen únicamente fines ilustrativos y no deben tomarse como limitaciones de la máxima pérdida o ganancia posible. Cualquier información contenida en este informe puede incluir declaraciones prospectivas, expectativas y proyecciones. Debe suponer que este tipo de declaraciones, expectativas y proyecciones pueden resultar incorrectas por motivos que escapen al control de Prescience Point Capital Management ("Prescience Point"). Este informe sólo debe ser considerado en su totalidad. Cada sección debe leerse en el contexto de todo el informe, y sus autores no pretenden que ninguna sección, párrafo, oración o frase se mantenga sola o se interprete aisladamente sin referencia al resto del informe. Los títulos de las secciones contenidas en este informe son solo para fines de referencia y solo pueden considerarse en referencia a las declaraciones detalladas de opiniones en sus respectivas secciones. Esto no es un consejo de inversión ni debe interpretarse como tal. El uso de la investigación de Prescience Point es bajo su propio riesgo. Debe hacer su propia investigación y diligencia debida antes de tomar cualquier decisión de inversión con respecto a los valores cubiertos en este documento.

Debe asumir que a partir de la fecha de publicación de cualquier informe o carta, Prescience Point (posiblemente junto con o a través de nuestros miembros, socios, afiliados, empleados y/o consultores) junto con nuestros clientes y/o inversionistas tiene una posición larga en todas las acciones y garantías (y/o son opciones de compra largas/venta cortas de las acciones) cubiertas en este documento, incluido, entre otros, Groupon Inc ("GRPN"), y por lo tanto puede obtener ganancias significativas en caso de que el precio de sus acciones aumente. Después de la publicación de cualquier informe o carta, tenemos la intención de continuar realizando transacciones con los valores cubiertos en el mismo, y podemos ser largos, cortos o neutrales en cualquier momento a partir de ahora, independientemente de nuestra recomendación inicial.

Esta no es una oferta de venta o una solicitud de una oferta para comprar ningún valor, ni se ofrecerá ni venderá ningún valor a ninguna persona, en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta sea ilegal según las leyes de valores de dicha jurisdicción.

Según nuestra mejor capacidad y creencia, a la fecha del presente, toda la información contenida en este documento es precisa y confiable y no omite los hechos materiales necesarios para que las declaraciones en este documento no sean engañosas, y toda la información se ha obtenido de fuentes públicas. Cree que es precisa y confiable, y que no son personas internas o personas conectadas con las acciones cubiertas en este documento o que de otro modo puedan tener algún deber fiduciario o deber de confidencialidad con el emisor, o con cualquier otra persona o entidad que haya sido violada por la transmisión de información a Prescience Point. Sin embargo, Prescience Point reconoce que puede haber información no pública en posesión de GRPN u otros miembros de GRPN que GRPN no haya divulgado públicamente. Por lo tanto, dicha información contenida en este documento se presenta "tal cual", sin garantía de ningún tipo, ya sea expresa o implícita. Prescience Point no hace ninguna otra representación, expresa o implícita, en cuanto a la precisión, oportunidad o integridad de dicha información o con respecto a los resultados que se obtendrán de su uso.

COMENTARIO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2021

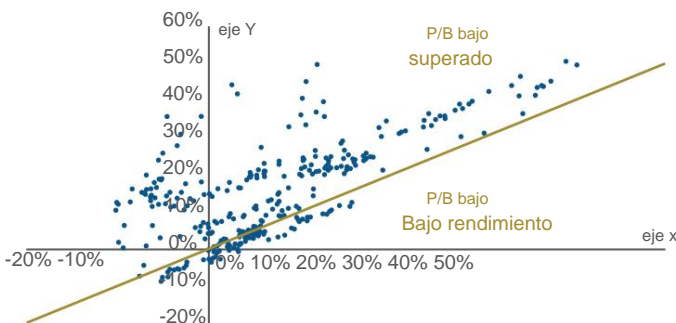
Históricamente, el bajo rendimiento grave de países de mercados emergentes específicos ha creado un coto de caza fértil para encontrar acciones generadoras de alfa. Estamos encontrando buenas oportunidades de valor en los rezagados de 2021.

Si bien los mercados desarrollados fueron fuertes en 2021 y la mayoría de los países registraron rendimientos positivos, los mercados emergentes se rezagaron significativamente. El índice general MSCI de mercados emergentes registró una leve caída durante el año a pesar de que la mayoría de los países subieron, ya que los rezagados notables como China, Turquía y Brasil enfrentaron incertidumbres macroeconómicas únicas y todos fueron marcadamente más bajos. Los inversionistas ardientes de valor fundamental ven esta venta mayorista y los precios bajos resultantes causados por la incertidumbre, como oportunidades para explorar y potencialmente iniciar posiciones en compañías seleccionadas en puntos de partida atractivos. Para China en particular, los inversores que disfrutaron de varios años de estabilidad, crecimiento y seguridad percibida huyeron del entorno cada vez más incierto, ya que el gobierno tomó medidas que los inversores ven como anticapitalistas. Si bien las circunstancias que crean oportunidades potenciales en determinados países pueden ser únicas, los inversores de valor experimentados están acostumbrados a la incertidumbre; de hecho, lo buscamos para identificar precios erróneos y así aumentar la oportunidad de rendimientos superiores.

ENCONTRAR VALOR EN MERCADOS EMERGENTES

Hay numerosos estudios que muestran que la filosofía del valor funciona en la capitalización de mercado, la geografía y las clases de activos. Antes de comenzar a administrar carteras de mercados emergentes en 2008, realizamos un estudio para ver cómo se comportaba el valor en los países de mercados emergentes y descubrimos que funcionaba bastante bien (Anexo 1).

Anexo 1: rendimientos móviles de 5 años de precio bajo/libro* frente al índice MSCI EM 1992 - 2021



Eje Y: rendimiento mensual anualizado en USD de 5 años móviles de precio bajo/valor contable*
Eje X: Rentabilidad mensual anualizada en USD a 5 años del MSCI Emerging Índice de mercados (rentabilidad bruta)

Fuente: MSCI, Sanford C. Bernstein & Co., análisis de Pzena

*El precio del quintil más barato para reservar del universo MSCI EM (datos ponderados iguales); no representa ningún producto o servicio específico de Pzena. Datos hasta el 31 de diciembre de 2021. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros.

Muchos ven la inversión en mercados emergentes como una historia de crecimiento, pero con el tiempo, el enfoque de valor ha demostrado ser superior.

Los mercados emergentes con una beta más alta soportan episodios de volatilidad más frecuentes, pero ofrecen un mayor potencial de rendimiento para los inversores de valor por varios motivos, entre ellos:

Psicología : los inversores tienden a exagerar la importancia de los problemas a corto plazo y descartan el potencial de mejoras comerciales, industriales, administrativas, monetarias o macroeconómicas a lo largo del tiempo. La respuesta emocional es más pronunciada en los mercados emergentes, lo que se suma a las dispersiones de valoración que ofrecen oportunidades cuando se atribuyen mayores descuentos a empresas desfavorecidas.

Poder de ganancias : a pesar de la falta de evidencia empírica, los inversores a menudo asocian el crecimiento del PIB con mayores rendimientos de las acciones. Cuando los inversores que buscan crecimiento no logran las ganancias rápidas que buscan, su reacción a la decepción puede amplificarse, presentando una oportunidad para el inversor de valor disciplinado.

Amplia gama de resultados : la variedad de estructuras políticas y legales, monedas y prácticas de gobierno se suman a la complejidad en los mercados emergentes. La variedad de economías, industrias y capitalizaciones de mercado ofrece sólidas oportunidades en una gran cantidad de acciones.

Subexplotados : la mayoría de los administradores de inversiones tienden a favorecer los enfoques macroeconómicos o cuantitativos para invertir en mercados emergentes, lo que lleva a operaciones saturadas y oscilaciones más amplias del mercado.

Estos factores están siempre presentes en los mercados emergentes, aunque por lo general se ignoran cuando los mercados funcionan bien y pueden hacer que mercados enteros "no se puedan invertir" en tiempos de incertidumbre.

Las situaciones en las que no se puede invertir, lo que implica que los inversores no comprarían a ningún precio, son algo que los inversores de valor encuentran intrigante. Estas oportunidades para comprar acciones con bajas expectativas, en puntos de partida bajos, siembran las semillas para futuros rendimientos superiores.

OPORTUNIDADES ESPECÍFICAS DEL PAÍS

Oportunidades geográficas o específicas de un país, que surgen cuando una región o país se enfrenta a una incertidumbre

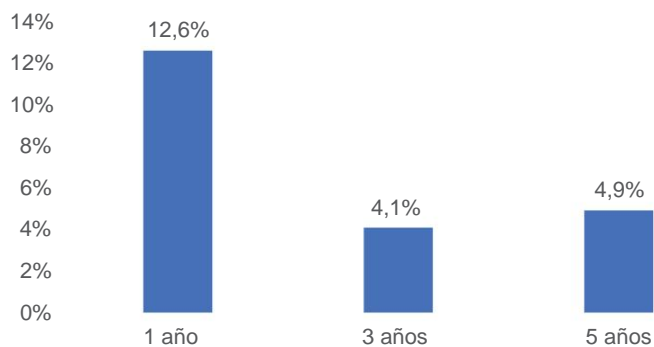
que otros no, son más pronunciados en los mercados emergentes. Si bien hay períodos en los que los temores generales conducen a un bajo rendimiento general frente a los mercados desarrollados, los temores específicos de cada país son mucho más frecuentes. La incertidumbre puede hacer que un país específico no sea invertible para muchos, lo que lleva a que los precios de las acciones se desvinculen del amplio índice de mercados emergentes, lo que a menudo crea un perfil de riesgo/recompensa asimétrico. Sin embargo, los países generalmente se recuperan y las buenas empresas encuentran formas de sortear las crisis.

El inversionista de valor disciplinado ve estos precios de acciones colapsados como oportunidades para comenzar una investigación fundamental profunda a nivel de empresa, buscando identificar empresas fuertes indebidamente castigadas por una reacción radical a problemas temporales. ¿Es esta una estrategia sólida y los países realmente se recuperan?

Estudiamos este fenómeno y encontramos un importante potencial alfa a largo plazo disponible para los inversores que se adhieren a esta disciplina.

Analizamos las caídas significativas de los países de mercados emergentes, definidas como 2000 puntos básicos o más de bajo rendimiento en comparación con el índice MSCI Emerging Markets durante los 12 meses anteriores, y luego observamos cómo se desempeñaron esos países durante los próximos años. Nuestro conjunto de datos incluye 30 años de datos para 10 países diferentes (algunos no tenían datos para el período completo). En estos casos, encontramos un rendimiento superior al 4,9 % anual, en promedio, en comparación con el índice MSCI Emerging Markets durante los cinco años posteriores a esas fuertes caídas (Gráfico 2).

Figura 2: alfa promedio anualizado de los países emergentes que siguen a Steep Bajo rendimiento de 12 meses



Fuente: MSCI, análisis de Pzena

El conjunto de datos es del 1 de enero de 1992 al 31 de diciembre de 2021 e incluye 10 países diferentes (algunos no tenían datos para el período completo). Los 10 países elegidos fueron los 10 con mayores ponderaciones en el índice MSCI Emerging Markets (al 31 de diciembre de 2021) que tienen al menos un historial MSCI de 10 años. Datos en dólares estadounidenses. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Como todas las estrategias que crean un alfa significativo, este enfoque no siempre funciona. De hecho, generó alfa aproximadamente el 60% del tiempo. Esto es lo que esperan los inversores de valor; si la estrategia funcionara todo el tiempo, no generaría un rendimiento superior anual posterior, ya que no habría incertidumbre asociada con la investigación de los países de mercados emergentes derrotados. La clave es reconocer que no siempre funcionará y, por lo tanto, centrarse en el alfa significativo generado a largo plazo.

OPORTUNIDAD EN LA INCERTIDUMBRE DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Los problemas macroeconómicos específicos de los países de mercados emergentes en los últimos 12 meses han creado muchas oportunidades de valor. China es un buen ejemplo de un país entero que experimenta incertidumbre. Entre 2016 y 2020, China fue vista como un refugio seguro de mercado emergente y generó un rendimiento anual compuesto del 19 %. En 2021, sin embargo, la percepción del mercado consideró que no se podía invertir en China, y el índice MSCI China disminuyó un 22 %, por detrás del resto de los mercados emergentes en más de 30 puntos porcentuales. Como mostró nuestro estudio, este nivel de bajo rendimiento del mercado es generalmente un buen punto de partida para la inversión, con un rendimiento superior subsiguiente típicamente liderado por las acciones más infravaloradas.

Recientemente creamos posiciones en el gigante chino de comercio electrónico por Internet Alibaba y en la empresa inmobiliaria China Overseas Land and Investment (COLI). (Para obtener detalles adicionales, vuelva a visitar nuestro boletín informativo 3T21). Sin embargo, hay áreas estadísticamente baratas que estamos evitando, ya que ofrecen perfiles de riesgo/recompensa deficientes, como el sector de la educación.

La historia ha demostrado que las ventas masivas del mercado de valores son generalmente un buen momento para dedicar recursos a la investigación de geografías golpeadas. Dado que los inversores temen las perspectivas macroeconómicas inciertas, estamos encontrando fantásticas empresas de mercados emergentes que cotizan a una fracción de sus valores intrínsecos.

MÁS INFORMACIÓN

Estos materiales están destinados únicamente con fines informativos. Las opiniones expresadas reflejan las opiniones actuales de Pzena Investment Management ("PIM") a la fecha del presente y están sujetas a cambios. PIM es un asesor de inversiones registrado en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos. PIM no se compromete a informarle sobre ningún cambio en las opiniones expresadas en este documento. No hay garantía de que cualquier proyección, pronóstico u opinión en este material se realice. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Todas las inversiones implican riesgo, incluido el riesgo de pérdida total.

Este documento no constituye una recomendación actual o pasada, una oferta o solicitud de una oferta para comprar valores o proporcionar servicios de asesoría de inversión y no debe interpretarse como tal. La información contenida en este documento es de carácter general y no constituye asesoramiento legal, fiscal o de inversión. PIM no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a la exactitud o integridad de la información. Se anima a los inversores potenciales a consultar a sus propios asesores profesionales sobre las implicaciones de realizar una inversión en valores o servicios de asesoramiento de inversión.

La información de MSCI solo se puede utilizar para uso interno, no se puede reproducir ni redifundir de ninguna forma y no se puede utilizar como base o componente de ningún instrumento financiero, producto o índice. Ninguna parte de la información de MSCI pretende constituir un consejo de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) cualquier tipo de decisión de inversión y no se puede confiar en ella como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como una indicación o garantía de ningún análisis, pronóstico o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se proporciona "tal cual" y el usuario de esta información asume todo el riesgo de cualquier uso que se haga de esta información.

MSCI, cada uno de sus afiliados y cualquier otra persona involucrada o relacionada con la compilación, el cálculo o la creación de cualquier información de MSCI (colectivamente, las Partes de MSCI) renuncian expresamente a todas las garantías (incluidas, entre otras, las garantías de originalidad, precisión, integridad, oportunidad, no infracción, comerciabilidad e idoneidad para un propósito particular) con respecto a esta información. Sin limitar nada de lo anterior, en ningún caso ninguna de las partes de MSCI tendrá responsabilidad alguna por ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (incluido, entre otros, el lucro cesante) o cualquier otro daño.

El MSCI Emerging Markets Index es un índice de capitalización de mercado ajustado por flotación libre que está diseñado para medir el rendimiento de las acciones de los mercados emergentes y proporciona rendimientos de las acciones, incluidos los dividendos netos de las tasas de retención de impuestos calculadas por MSCI. No se puede invertir directamente en el índice.

Solo para inversores del Reino Unido:

Esta promoción financiera es emitida por Pzena Investment Management, Ltd. ("PIM UK"). PIM UK es una sociedad de responsabilidad limitada registrada en Inglaterra y Gales con el número de registro 09380422, y su domicilio social se encuentra en 34-37 Liverpool Street, Londres EC2M 7PP, Reino Unido. PIM UK es un representante designado de Mirabella Advisers LLP, que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera. Los documentos de Pzena solo están disponibles para clientes profesionales y contrapartes elegibles según lo define la FCA. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. El valor de su inversión puede disminuir o aumentar, y es posible que no reciba el monto total de su inversión original en el momento del rescate. Las opiniones y declaraciones contenidas en este documento pertenecen a Pzena Investment Management y se basan en investigaciones internas.

Solo para inversores de la UE:

Esta promoción financiera es emitida por Pzena Investment Management Europe Limited ("PIM Europe"). PIM Europa (No. C457984) está autorizado y regulado por el Banco Central de Irlanda como una empresa de gestión de OICVM (de conformidad con los Reglamentos de las Comunidades Europeas (Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios) de 2011, modificados). PIM Europe está registrada en Irlanda con la Oficina de Registro de Empresas (No. 699811), con domicilio social en Riverside One, Sir John Rogerson's Quay, Dublin, 2, Irlanda. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

El valor de su inversión puede disminuir o aumentar, y es posible que no reciba el monto total de su inversión original en el momento del rescate. Las opiniones y declaraciones contenidas en este documento pertenecen a Pzena Investment Management y se basan en investigaciones internas.

Solo para inversores de Australia y Nueva Zelanda:

Este documento ha sido preparado y emitido por Pzena Investment Management, LLC (ARBN 108 743 415), una sociedad de responsabilidad limitada ("Pzena"). Pzena está regulada por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) según las leyes estadounidenses, que difieren de las leyes australianas. Pzena está exenta del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australianos en Australia de acuerdo con el Instrumento 2016/396 de Corporaciones ASIC (Derogación y Transición). Pzena ofrece servicios financieros en Australia a "clientes mayoristas" únicamente en virtud de esa exención. Este documento no está destinado a ser distribuido o transmitido, directa o indirectamente, a ninguna otra clase de personas en Australia.

En Nueva Zelanda, cualquier oferta está limitada a "inversores mayoristas" en el sentido de la cláusula 3(2) del Anexo 1 de la Ley de Conducta de los Mercados Financieros de 2013 ("FMCA"). Este documento no debe ser tratado como una oferta y no puede ser aceptado por ninguna persona en Nueva Zelanda que no sea un inversor mayorista.

Solo para inversores de Jersey:

No se ha obtenido el consentimiento bajo la Orden de Control de Préstamos (Jersey) de 1958 (la Orden "COBO") para la circulación de este documento. En consecuencia, la oferta que es objeto de este documento solo puede realizarse en Jersey cuando la oferta sea válida en el Reino Unido o Guernsey y se distribuya en Jersey solo a personas similares a las que, y de manera similar a la de que, por el momento, está circulando en el Reino Unido o Guernsey, según sea el caso. Los directores pueden, pero no están obligados a, solicitar dicho consentimiento en el futuro. Los servicios y/o productos discutidos aquí solo son adecuados para inversionistas sofisticados que entienden los riesgos involucrados. Ni Pzena Investment Management, Ltd. ni Pzena Investment Management, LLC ni las actividades de ningún funcionario con respecto a Pzena Investment Management, Ltd. o Pzena Investment Management, LLC están sujetos a las disposiciones de la Ley de Servicios Financieros (Jersey) de 1998.

Solo para inversores sudafricanos:

Pzena Investment Management, LLC es un proveedor de servicios financieros autorizado con licencia de la Autoridad de Conducta del Sector Financiero de Sudáfrica (licencia nr: 49029).

© Pzena Investment Management, LLC, 2022. Todos los derechos reservados.

Carta de fin de año de Rowan Street 2021

"Nadie compra una finca en función de si cree que va a llover el próximo año. Compran porque creen que es una buena inversión a 10 o 15 años. Es lo mismo con las acciones. Piense en las acciones como parte de la propiedad de un negocio. No es tan complicado. - Warren Buffett

Queridos compañeros,

Creo que todos podemos estar de acuerdo en que, desde que comenzó la pandemia a principios de 2020, ha sido un entorno operativo muy desafiante para la mayoría de las empresas, y el mercado de valores ha tenido muchas dificultades para evaluar adecuadamente los riesgos y fijar el precio de las acciones de manera eficiente. Después de la caída inicial y muy rápida en el mercado de valores en marzo de 2020, la economía digital y las llamadas "acciones de quedarse en casa" se lanzaron a la estratosfera cuando el Sr. Mercado se entusiasmó demasiado con esta parte de la economía, posiblemente descontando una gran cantidad de crecimiento futuro potencial en solo un año (2020). A continuación, se muestran algunas de las acciones de la economía digital con mejor rendimiento en 2020 en comparación con el rendimiento general del S&P 500 de +18,4 %:

Tesla +743%

Pelotón +434%

Zoom +396%

Etsy +301 %

Mesa de Comercio +208%

DocuSign +200%

Shopify +185%

Zillow +183%

Roku +148%

Teladoc +139%

Chegg +138%

Paypal +117%

Spotify +110%

Wix.com +104%

Atlassian +94 %

Manzana +81%

Amazonas +76%

Netflix +67%

Como saben, comenzamos a hacer una transición lenta de la cartera de Rowan hacia las empresas de plataformas digitales en 2017, como describimos en nuestra [carta de fin de año de 2020](#). (Consulte la sección "Evolución de nuestro enfoque de inversión de valor para el siglo XXI"). Entonces, la cartera de Rowan Street por diseño terminó estando compuesta casi en su totalidad por empresas de plataformas digitales antes del comienzo de la pandemia. Por lo tanto, tuvimos un muy buen año en 2020 medido por nuestro desempeño de mercado de +65,4% (bruto) en comparación con el S&P 500 +18,4%.

Por el contrario, la economía física, como el comercio minorista, los viajes, el transporte, los restaurantes, el petróleo y el gas, etc., se quedó atrás y tuvo un desempeño significativamente inferior en 2020, ya que el Sr. Market se volvió demasiado pesimista sobre esta parte de la economía. A continuación se muestran solo algunas de las muchas acciones que tuvieron problemas en 2020 por razones obvias:

Cruceros Carnival -56%

Aerolíneas Unidas -52%

Wells Fargo -41%

Boeing-34%

Walgreens -32%

Macy's -31%

Cheurón -30%

Bajo la armadura -22%

Intel-17%

J.P. Morgan -7%

Afortunadamente, no poseíamos ninguna de las acciones de la economía física en 2020, y la única que teníamos (Under Armour), tuvimos la suerte de venderla en enero antes de que comenzara la pandemia.

Como recordará, vendimos acciones de UA por razones fundamentales ([consulte nuestra justificación](#)) y no porque tuviéramos una visión especial del futuro en ese momento.

2021, en muchos sentidos, había sido una inversión completa de 2020 ya que la economía comenzó a reabrir y muchas acciones golpeadas regresaron a lo grande, mientras que los 'queridos de la economía digital' de 2020 experimentaron caídas bastante significativas (ver a continuación) mientras que el S&P 500 avanzó un +28,7%.

Pelotón -76%

Chegg -66%

Zillow -54%

Teladoc -54%

Alibaba-49%

Ampliar -45%

Wix.com -37%

DocuSign -31%

Roku-31%

Spotify -26%

Paypal -19%

Über -19%

El cuarto trimestre fue particularmente difícil en términos de desempeño del mercado para la mayoría de las acciones de la economía digital y para nuestra estrategia enfocada, donde nuestra cartera disminuyó -12.3%. Esto resultó en una disminución (bruta) del -19,4 % para todo el año 2021.

Desde 2017 (nuestro período de inversión total), nuestro fondo ha obtenido una rentabilidad del +48,1 % (neto de comisiones) frente al +91,3 % del S&P 500 y el +23,6 % del índice MSCI World sin EE. UU. Esta es una gran desviación del resultado de 2017-2020 que les informamos en nuestra [carta de fin de año de 2020](#), donde nuestro

el fondo obtuvo una rentabilidad del +85,8 % (neto de comisiones) frente al +48,4 % del S&P 500 y del +14,9 % del índice MSCI World sin EE. UU. (consulte los detalles en el gráfico siguiente).

	RSC Gross	RSC Net*		U.S. Equities (1)	Global Equities (2)
2015 (Inception March 15)	0.4%	0.4%	Funded with personal capital, friends & family. Developed & tested investment strategy, internal processes. In 2017, raised investor capital.	-1.2%	-10.4%
2016	10.7%	7.4%		11.9%	4.3%
2017	8.4%	6.3%		21.8%	27.0%
2018	4.3%	-1.2%		-4.4%	-14.1%
2019	28.3%	26.9%	Fully invested into our strategy	31.4%	21.2%
2020	65.4%	48.2%		18.4%	10.5%
2021	-19.4%	-20.3%		28.7%	7.5%

Dec 2017 - Dec 2020 (Fully Invested Into Our Strategy)

Cumulative (Since Inception)	121.3%	85.8%	48.4%	14.9%
Compound Annual Return	30.3%	22.9%	14.1%	4.8%

Dec 2017 - Dec 2021 (Fully Invested Into Our Strategy)

Cumulative Return	78.5%	48.1%	91.3%	23.6%
Compound Annual Return	15.6%	10.3%	17.6%	5.4%

* Net of fund expenses and pro-forma performance fees. Rowan Street Capital does not charge fixed management fees.

(1) iShares Core S&P 500 ETF (IVV) tracks an index composed of large-cap U.S. Equities

(2) iShares MSCI All Country World ex-U.S. ETF (ACWX) tracks an index composed of large- and mid-cap non-U.S. equities.

Si bien este es un recordatorio de lo que solo un año de rendimientos negativos podría afectar su historial a largo plazo, esta fluctuación a corto plazo no nos afecta en absoluto. ¿Por qué? Debido a que **el único precio de las acciones que realmente importa es el que usted vende, todo lo demás está ahí solo para el entretenimiento**. Somos inversores a largo plazo con un horizonte de inversión de al menos 5-7 años, y dado que no hemos vendido ninguna de nuestras posiciones de fuerte convicción en el fondo y seguimos siendo muy optimistas sobre sus perspectivas a largo plazo, el resultado de 2021 es solo un documento temporal. pérdida y no una pérdida permanente de capital (es extremadamente importante distinguir entre los dos). Como dijo el padre de la inversión en valor, Benjamin Graham:

“A corto plazo, el mercado es una máquina de votar influenciada por la popularidad, pero a largo plazo es una máquina de pesar”.

Mantener acciones durante mucho tiempo es difícil. Mantener acciones cuando los precios oscilan violentamente es aún más difícil. ¡Pero tener acciones es la mejor manera de crear riqueza a largo plazo!

A pesar de estas caídas significativas en las acciones de la economía digital en 2021, es casi seguro que COVID ha acelerado drásticamente el cambio a las plataformas de innovación digital.

Las fuerzas económicas subyacentes que impulsan el increíble crecimiento de estos negocios NO son de naturaleza temporal. En nuestra opinión, 2020 fue solo un anticipo de lo que está por venir. Estas son fuerzas seculares que están aquí para quedarse y redefinir cómo trabajamos, vivimos, hacemos ejercicio, nos comunicamos, consultamos a un médico, viajamos, aprendemos y realizamos transacciones entre nosotros. Y Rowan Street está posicionada para beneficiarse de estas fuerzas seculares durante los próximos 5 a 10 años. Nuestro lema es **"solo lo mejor servirá"** y dedicamos todo nuestro tiempo a encontrar las empresas de mejor calidad que estén afianzadas competitivamente, tengan sólidas oportunidades de crecimiento y equipos de liderazgo extraordinarios que sean administradores responsables de nuestro capital accionario. Queremos poseerlos mientras duren siguen siendo los mejores, lo que se espera que se mida en décadas y no en años. Pasaremos cero tiempo tratando de rotar una cartera a lo que está funcionando actualmente solo para mantenerse al día con el mercado a corto plazo; esa es una receta segura para resultados mediocres a largo plazo. Pensamos como dueños de negocios (no comerciantes de acciones) y siempre abordaremos todas nuestras decisiones de inversión como si estuviéramos comprando todo el negocio y reteniendo la administración.

¡Ese es el principio general de nuestra disciplina de inversión!

Como puede ver claramente en esta enorme divergencia de las acciones de la economía digital frente a las acciones de la economía física de 2020 a 2021, no sería racional juzgar el éxito de sus inversiones solo mirando un año calendario de desempeño del mercado. De hecho, ¡sería extremadamente engañoso hacerlo! Hagamos un pequeño ejercicio y supongamos que Rowan Street es un fondo de capital privado y que todas las empresas que poseemos actualmente en nuestra cartera son privadas y no puede buscar el precio de las acciones más actuales de ninguna de ellas. Lo que hace este ejercicio es que nos permite ponernos **el sombrero de dueño de negocio**. En lugar de centrarnos en las fluctuaciones del precio de las acciones a corto plazo (que no tienen sentido), nuestro enfoque ahora puede cambiar al progreso real de los negocios que poseemos y sus perspectivas a largo plazo. Apagar la bolsa, en los años buenos y en los malos, es un ejercicio extremadamente útil (y muy rentable) para un inversor a largo plazo.

Con eso, echemos un vistazo al progreso comercial real de algunas de nuestras principales participaciones y cómo les ha ido desde que comenzó la pandemia. Veamos un período de tiempo de 3 años, ya que incorpora un año operativo normal (2019) y dos años pandémicos no normales 2020-21.

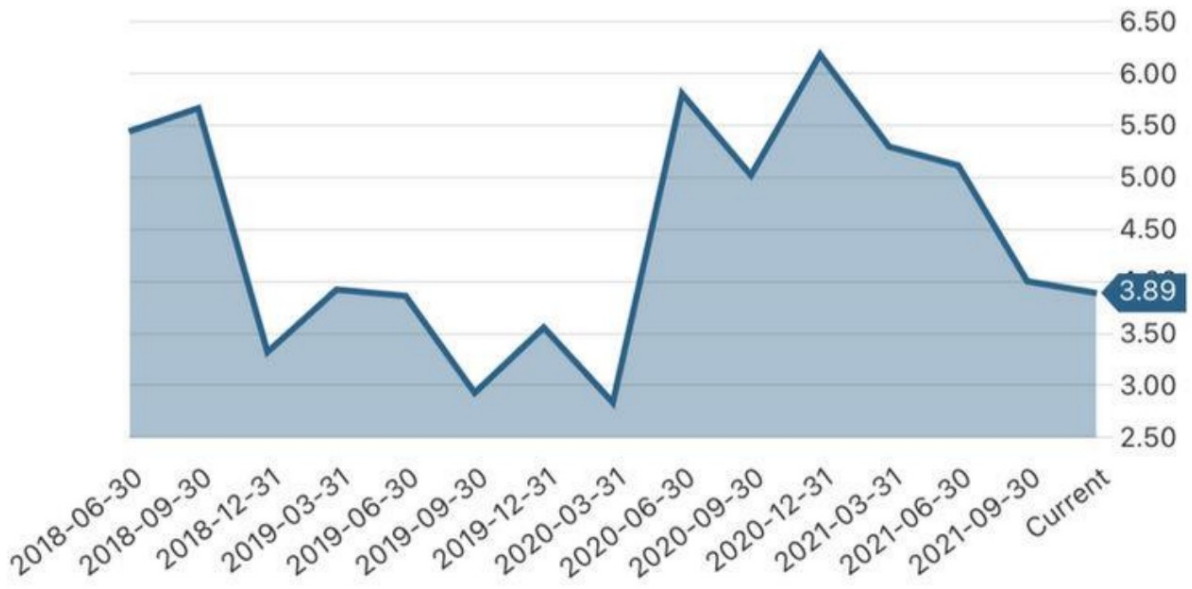
Spotify (rendimiento comercial de 3 años)

- Los usuarios activos mensuales (MAU) crecieron un 95 % desde 2018 o un 25 % anual.
- Los ingresos crecieron 82% o 22% por año, una tasa de crecimiento muy respetable.
- Spotify se ha convertido rápidamente en la plataforma de podcasting número uno con 3,2 millones de podcasts (tasa de crecimiento de más del 1500 %) y, como indican los datos, la principal plataforma para el consumo de podcasts en más de 60 países. También se han convertido recientemente en la plataforma de podcasts número uno que más usan los oyentes de EE. UU., y dado que EE. UU. representa el mercado de podcasts más grande del mundo, creemos que esto es bastante significativo.

“El audio es nuestro derecho a ganar y aunque hemos sido incansables en nuestra búsqueda de ser la plataforma de audio más grande del mundo, aún es pronto y apenas estamos comenzando. La industria recién está comenzando a comprender la magnitud de esta oportunidad a medida que continuamos enfocados en desatar nuevas experiencias que demuestren el futuro que imaginamos para el audio”. —Daniel Ek, CEO de Spotify

- Las acciones de SPOT han subido ~94%, lo que refleja con precisión los fundamentos del negocio.
- Desde la perspectiva del riesgo de valoración, el múltiplo precio/ventas sigue siendo poco exigente en 3,89x.

SPOT PS Ratio (Quarterly)



- Dado el ritmo de crecimiento e innovación de Spotify, creemos que no es poco realista esperar que puedan superar los mil millones en usuarios activos mensuales para 2025, lo que implica una tasa de crecimiento compuesta anual del 25%. Sus ingresos podrían expandirse de manera similar y sus márgenes brutos también podrían expandirse dado el dramático

crecimiento de su negocio con publicidad, impulsado por los podcasts. Por lo tanto, esperamos que las acciones de Spotify se dupliquen en los próximos 3 a 5 años, ya que refleja los fundamentos del negocio subyacente.

Metaplataformas (FB)

- Las personas activas diarias (DAP) en la familia de aplicaciones de Facebook (incluidas Instagram, What's App y Messenger) aumentaron de 2.700 millones (diciembre de 2018) a 2.800 millones en el último trimestre (crecimiento del 38 %).
- Las personas activas mensuales (MAP) aumentaron de 2.600 millones (diciembre de 2018) a 3.600 millones en el último trimestre. Tenga en cuenta que hay aproximadamente 7.900 millones en este planeta y se estima que 3.000 millones de ellos aún no tienen acceso a Internet, lo que nos deja con 4.900 millones de personas. China tiene una población de alrededor de 1.400 millones y las aplicaciones de Facebook están prohibidas allí, lo que nos deja con 3.500 millones de personas en el mundo que tienen acceso a Internet y tienen acceso a las aplicaciones de Facebook. Entonces, Meta Platforms conecta casi todos y cada uno de ellos, lo cual es algo alucinante de pensar. • Los ingresos crecieron 2.1x en los últimos 3 años o 28% anual y se espera que aumenten

alrededor de \$117 mil millones en

2021. • Las ganancias brutas crecieron un 27% anual.

- Las ganancias operativas crecieron un 23% anual y se espera que estén cerca de los \$47 mil millones en 2021.
- La valoración sigue siendo muy razonable en 8,2x precio de venta (ver más abajo) y 23,7x ganancias estimadas para 2021, considerando la calidad del negocio, oportunidades de crecimiento muy atractivas y la increíble rentabilidad de su modelo de negocio.

FB PS Ratio (Annual)

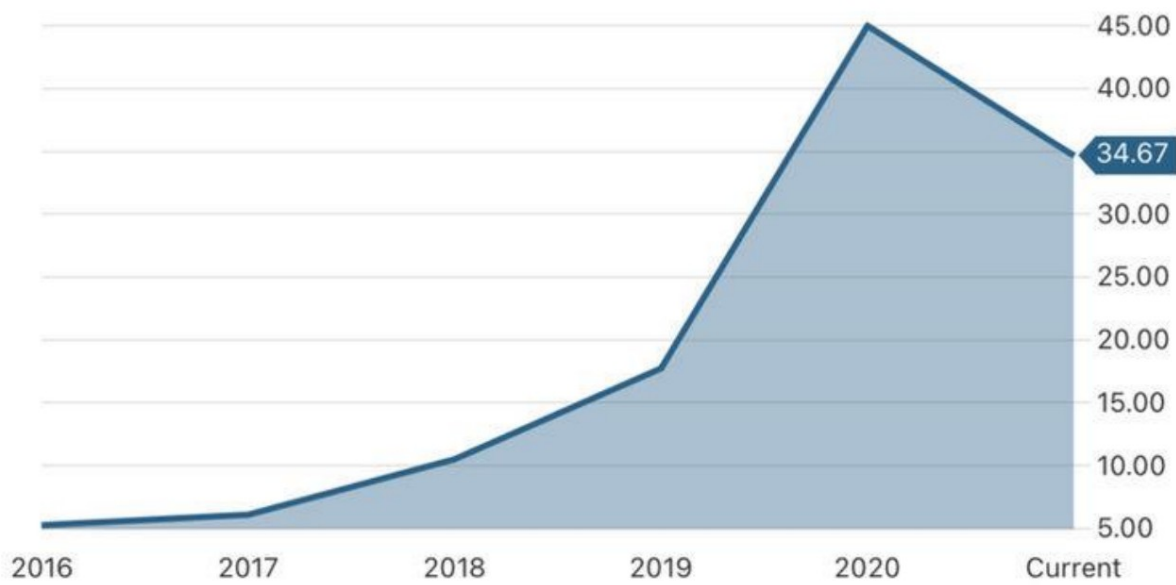


Mesa de comercio (TTD)

- Los ingresos aumentaron de \$477 millones en 2018 a \$1,100 millones estimados para 2021, lo que representa un crecimiento de 2,4x en los últimos 3 años o 33% anual.

- Las ganancias brutas crecieron aún más rápido al 35% anual.
- Las acciones de TTD han crecido aproximadamente un 600 % desde principios de 2019.
- El avance de las acciones ha superado un crecimiento ya muy rápido en el negocio mismo, ya que el múltiplo de precio de venta ha crecido de 7x a las 35x actuales (ver más abajo). Trade Desk era una empresa relativamente desconocida en 2017, que operaba en un espacio que era ampliamente visto con mucho escepticismo y ahora se ha convertido en un líder en la industria con un sólido crecimiento y rentabilidad (aunque todavía es muy temprano en su crecimiento). etapa) y un mercado direccionable total masivo (TAM). Por lo tanto, Mr. Market no solo se ha entusiasmado con TTD, sino que se ha entusiasmado mucho con el potencial futuro de este negocio. Tuvimos la suerte de adquirir una posición en acciones de TTD durante los mínimos de la pandemia en abril de 2020 (nuestra base de costos es de \$17,40), el único momento en que su valoración parecía razonable y presentaba cierto margen de seguridad.

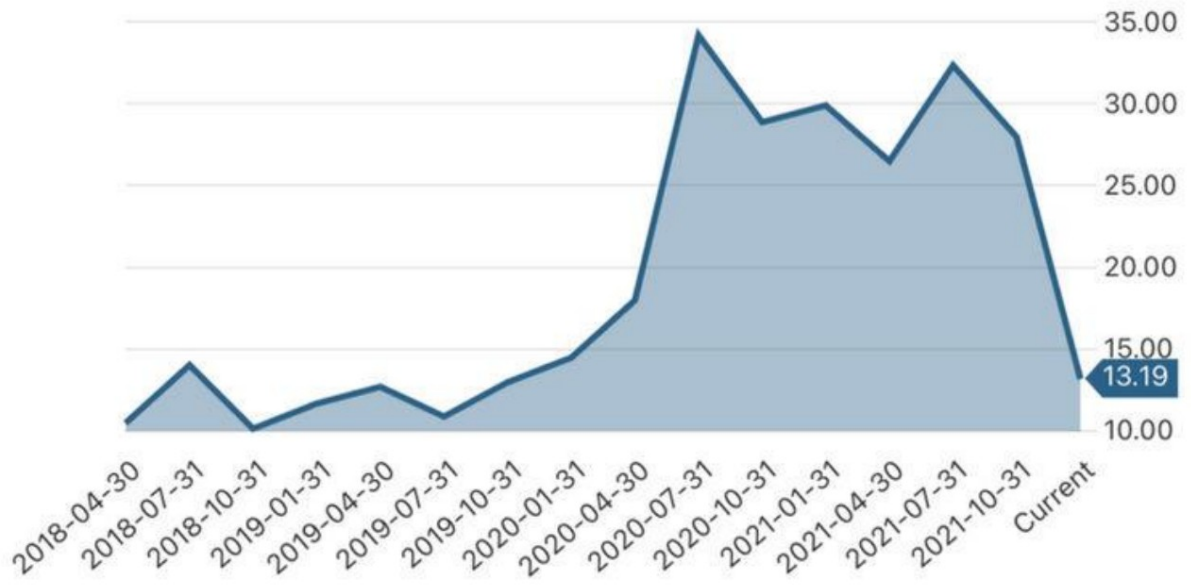
TTD PS Ratio (Annual)



DocuSign (DOCU)

- Finalizó 2018 con \$701 millones en ingresos; en 2021 se espera que ganen \$2.1 mil millones (eso es 3x en solo 3 años)
- 477.000 clientes de pago a finales de 2018 aumentaron a 1,1 millones
- Los clientes que gastan más de \$300k por año aumentaron de 310 a 785 (2.5x crecimiento).
- Las acciones de DocuSign cayeron un 42 % después de informar las ganancias del tercer trimestre a principios de diciembre, en las que entregó una perspectiva decepcionante de Billings, ya que el director ejecutivo Dan Springer llamó a un "regreso a patrones de compra más normalizados luego de un período de" crecimiento acelerado ". La compañía fue vista como una jugada pandémica candente, pero recientemente el sentimiento del mercado cambió a "la desaceleración es una señal de que una compañía podría haber crecido demasiado rápido a medida que los inversores se apiñaron en operaciones que funcionaron". • Como puede ver en el gráfico a continuación , las acciones de DocuSign cotizaban a una relación precio-ventas de "máximo optimismo" de 35x en el verano de 2020 y ahora se ha corregido a un 13x mucho más razonable (o 10x las ventas esperadas para 2022). Afortunadamente, nuestra posición era insignificante antes de esta corrección y hemos estado aprovechando esta caída significativa en el precio de las acciones para construir una posición mucho más grande, ya que esperamos que brinde retornos de dos dígitos de estos niveles de precios durante los próximos 3 años. 5+ años.

DOCU PS Ratio (Quarterly)



- Nuestro fundamento es simple: a pesar de la reciente caída en la valoración, está claro que DocuSign aún se encuentra en los primeros días de su oportunidad de acuerdo en la nube de \$ 50 mil millones, ya que la transformación digital sigue siendo una alta prioridad para las organizaciones en todo el mundo (nuestro fondo es un usuario muy feliz de sus servicios). DocuSign está en una posición única para liderar y capturar la firma electrónica y la oportunidad más amplia del mercado de Acuerdos en la nube, dada su sólida posición líder en el mercado de marca (DocuSign ahora se ha convertido en un verbo) y producto

diferenciación. Incluso cuando la pandemia disminuye y las personas comienzan a regresar a la oficina, no regresan al papel. La firma electrónica y la nube de acuerdos más amplia están claramente aquí para quedarse, y la propuesta de valor de DocuSign persistirá sin importar cómo se desarrolle el futuro del trabajo.

- La enorme caída de las acciones de la empresa también hizo que el director ejecutivo de la empresa, Dan Springer, comprara aproximadamente \$ 10 millones en acciones de DOCU en el mercado abierto. Esta es la primera compra de información privilegiada en la compañía desde que se hizo pública en abril de 2018 a \$ 29, ¡y es el voto de confianza que nos encanta ver!

Siempre es bueno recordarnos lo que estamos tratando de hacer aquí en primer lugar.

Como repetimos esto constantemente en casi todas las cartas anuales, nuestro objetivo desde el primer día fue capitalizar el capital de nuestros inversores con rendimientos de dos dígitos a largo plazo.

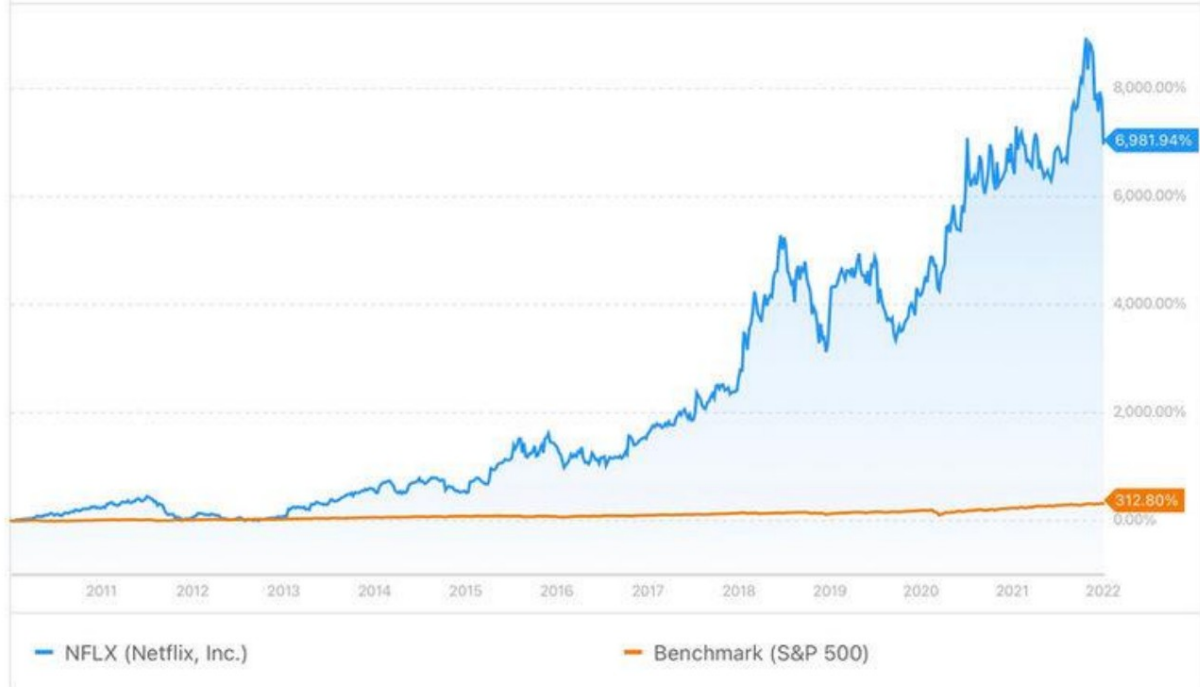
Ahora, a todo el mundo le encantan las devoluciones descomunales. Podríamos comparar un sólido historial de rendimientos a largo plazo con un cuerpo en forma. Ambos necesitan mucha paciencia, disciplina y ambos requieren que "pagues el precio". La realidad es que a la mayoría de las personas les falta paciencia, les falta disciplina y simplemente no están dispuestas a "pagar el precio". Todos sabemos lo que realmente significa pagar el precio en fitness, pero echemos un vistazo a lo que eso significa en la inversión.

Veamos un ejemplo del rendimiento de las acciones de Netflix desde 2010 y compáremoslo con el índice S&P 500. Como puede ver en el gráfico a continuación, la diferencia en los últimos 12 años ha sido absolutamente asombrosa y deja a cualquiera salivando por este tipo de rendimientos (6981 % para NFLX frente a 312 % para el S&P 500).

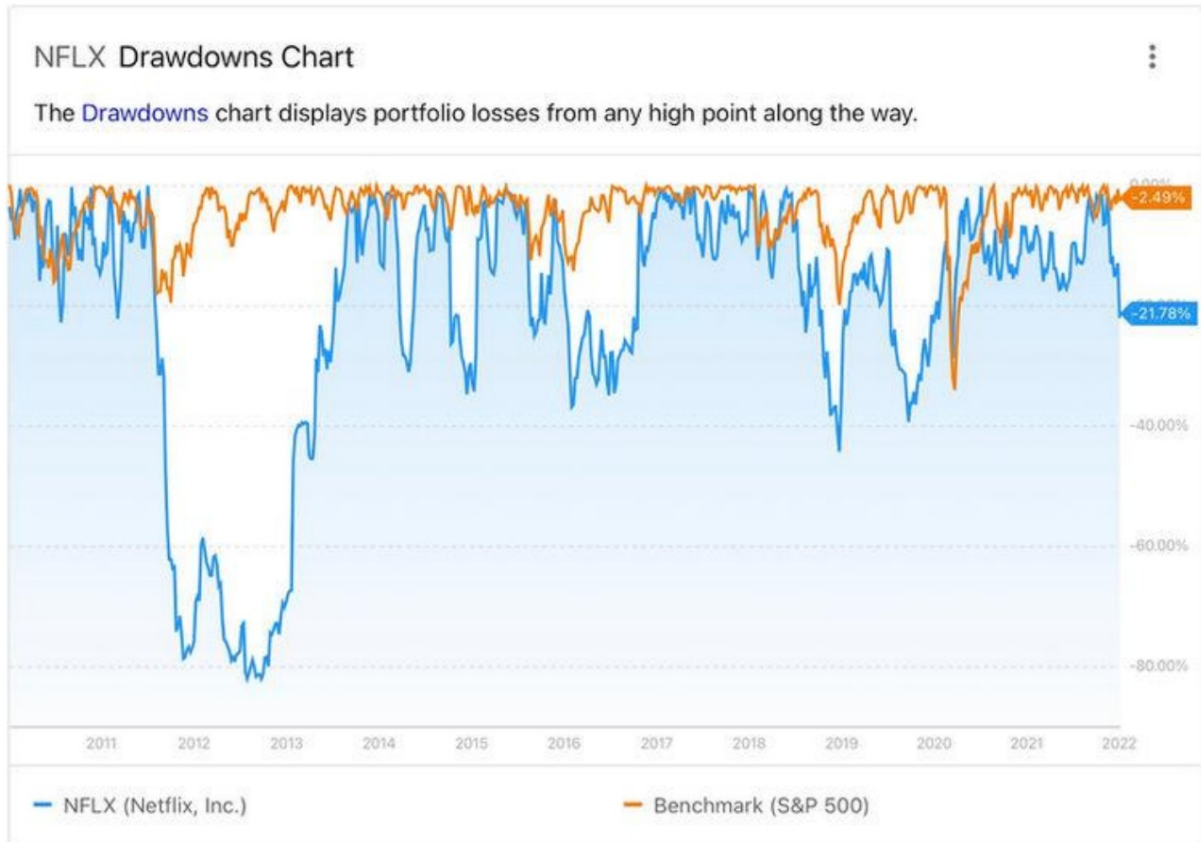
NFLX Performance



The chart shows the growth of \$10,000 invested in **Netflix, Inc.** on Jan 5, 2010 and compares it to the S&P 500 index or another benchmark. It would be worth nearly **\$708,194** for a total return of roughly **6,981.94%**. All prices are adjusted for splits and dividends.



Con eso, ahora echemos un vistazo al "Costo de Admisión" para poder generar este tipo de retornos. Queremos mostrarle las dolorosas reducciones durante el mismo período de tiempo desde 2010. Aquí, tuviste un par de retiros del 80 % en el período 2011-2013, un montón de retiros del 40 % e innumerables retiros del 20 % o más.



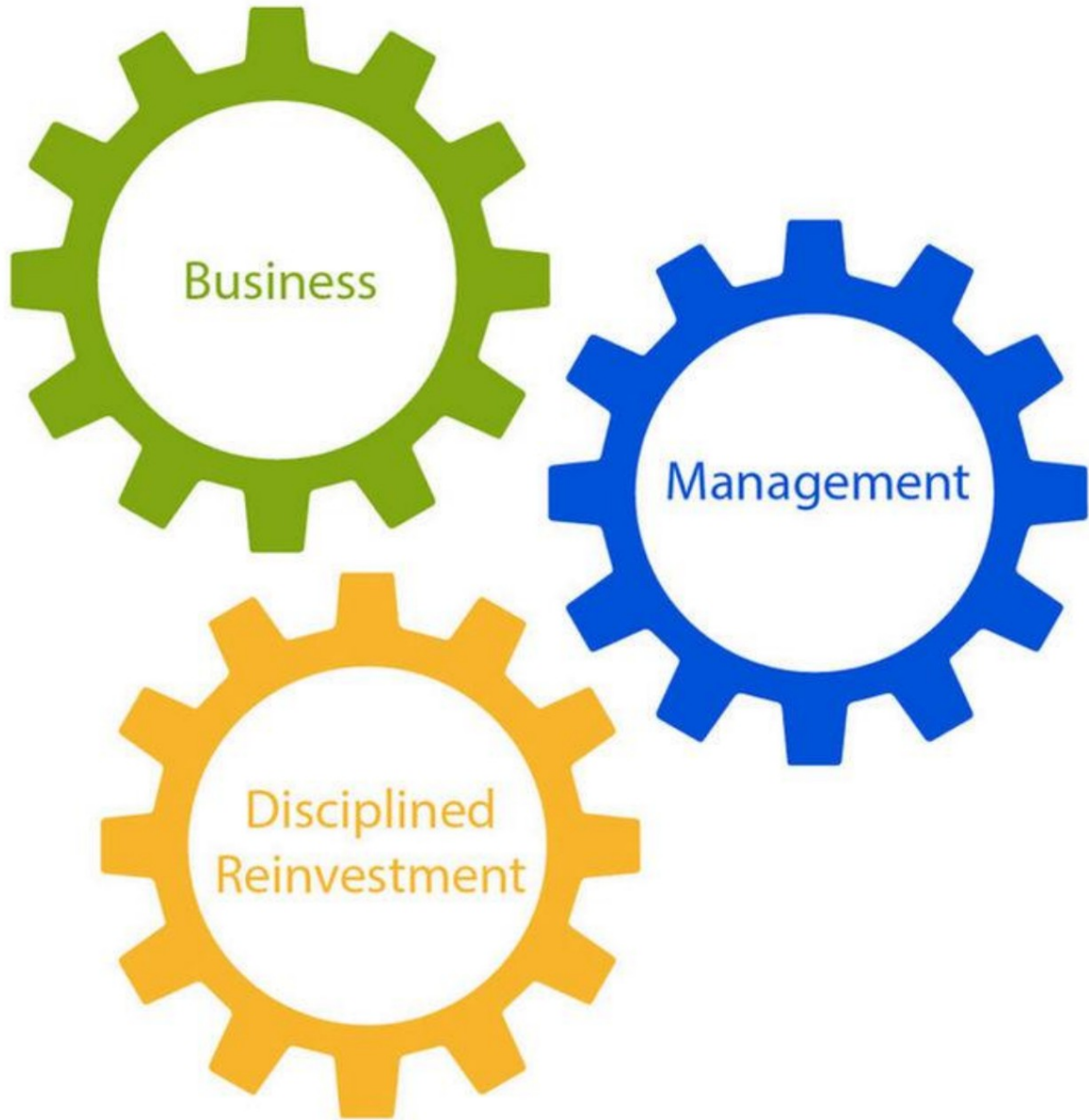
Entonces, la pregunta es ¿cuántas personas crees que realmente pudieron soportar la volatilidad de las acciones de Netflix en los últimos 12 años, pagar el precio y mantenerlo todo el tiempo?

Durante el período de inversión que se muestra arriba, Netflix casi se multiplicó por setenta y esta volatilidad es el precio que tuvo que pagar para obtenerlo. Muchos participantes del mercado se esfuerzan por obtener estos rendimientos descomunales, pero simplemente no quieren pagar ese precio. Parece demasiado arriesgado y tratan de aferrarse a la seguridad sin darse cuenta de que este es el costo de admisión para retornos por encima del promedio.

La buena noticia es que en Rowan Street tenemos la paciencia, la disciplina y estamos muy dispuestos a 'pagar el precio' para lograr los resultados a largo plazo que hemos esbozado. Todo lo que les pedimos a ustedes, nuestros socios comanditarios, es que confíen en nuestro proceso y que nos permitan hacer lo que mejor sabemos hacer: acumular su capital ganado con tanto esfuerzo con el tiempo. Si puede hacer eso, nuestra asociación funcionará como magia, ¡estamos seguros de eso! Además, debería sentirse un poco tranquilo porque la mayor parte de nuestro patrimonio neto está invertido en Rowan Street junto con usted (nos gusta comer nuestra propia comida). Queremos que las fortunas financieras de nuestros socios se muevan al mismo ritmo que las nuestras.

“Si todo lo que haces debe funcionar en un horizonte temporal de tres años, estás compitiendo contra mucha gente. Pero si está dispuesto a invertir en un horizonte temporal de siete años, ahora está compitiendo contra una fracción de esas personas, porque muy pocas empresas están dispuestas a hacerlo. Simplemente alargando el horizonte de tiempo, puede participar en esfuerzos que de otro modo nunca podría realizar. En Amazon nos gusta que las cosas funcionen en cinco o siete años. Estamos dispuestos a plantar semillas, dejarlas crecer, y somos muy tercos. Decimos que somos obstinados en la visión y flexibles en los detalles”. —Jeff Bezos, 2011

Nos encanta esta cita de Bezos porque funciona exactamente de la misma manera con la inversión en acciones, solo que aquí, la mayoría de los jugadores están trabajando en una línea de tiempo de menos de un año y, a menudo, solo unos pocos trimestres en el mejor de los casos. Este nunca será nuestro juego porque no nos gusta competir con la manada. En Rowan Street, también invertimos con un cronograma de al menos 5 a 7 años en mente, y competimos con muy pocos inversores porque pocos están dispuestos y son capaces de hacerlo. Si nos gusta el negocio, el equipo directivo de la empresa, la cultura que crearon y su visión de futuro, estamos dispuestos a sembrar las semillas y dejarlas crecer mientras esperamos pacientemente. Dado que no estamos comprando y vendiendo constantemente, la falta de acción en la cartera puede parecer que estamos dormitando. Pero lo que estamos haciendo es esperar activamente y permitir que nuestros equipos de gestión cuidadosamente elegidos ejecuten. Esperar activamente significa verificar que las tres partes de nuestra 'máquina de capitalización' siguen intactas (negocio, gestión, oportunidades de reinversión).



Mejorando la calidad de nuestra cartera

Hemos estado trabajando para mejorar la calidad de la cartera de Rowan desde el día 1, aprovechando las oportunidades que Mr. Market nos presenta de vez en cuando. Este proceso lleva tiempo y hemos sido muy pacientes. Hay algunas empresas con las que hemos estado 'salivando', ya que son algunas de las mejores y de mayor calidad, en nuestra opinión. Desafortunadamente, no hemos podido comprarlos para nuestra cartera en los últimos 3 años debido a las valoraciones estratosféricas que el Sr. Market estaba dispuesto a asignarles. Como saben, somos muy disciplinados en cuanto al precio que pagamos por nuestras adquisiciones, ya que el precio juega un factor muy importante en nuestros rendimientos a largo plazo. Si paga demasiado incluso por el mejor negocio, sus rendimientos a largo plazo pueden resultar muy decepcionantes, incluso si el negocio subyacente sigue funcionando muy bien. Para un inversor racional y disciplinado, ha sido un mercado difícil durante los últimos 3 años, ya que ha sido todo menos disciplinado y racional. Mr. Market se volvió especialmente espumoso y especulativo durante la pandemia (2020-01) —

lo llamaríamos mercado de "compra a cualquier precio". De hecho, estábamos absolutamente alucinados por las valoraciones que los participantes del mercado estaban dispuestos a pagar por FOMO (miedo a perderse). Como dijo una vez Warren Buffett:

"Nada calma la racionalidad como grandes dosis de dinero sin esfuerzo"

Bueno, finalmente está saliendo mucha espuma del mercado y muchas acciones de crecimiento están volviendo a la tierra. Vemos la recesión actual como una oportunidad excepcional para poseer estos pocos negocios extraordinarios que hemos estado estudiando y observando durante años. Estamos muy emocionados de 'plantar las semillas' que beneficiarán la cartera de Rowan durante muchos años por venir.

Una oportunidad única para sumar a su inversión en el fondo

Alentamos a todos los socios limitados del fondo a aumentar su inversión actual, si tienen la oportunidad de hacerlo. Este es uno de esos momentos en los que tenemos muchas más ideas que efectivo para aprovecharlas. Existe una probabilidad muy alta de que en 3-5 años veamos los tiempos actuales como una oportunidad de compra increíble para nuestro fondo. Se estima que todas las empresas que poseemos actualmente en la cartera crecerán más del 20 % durante los próximos 3 a 5 años, lo que representa el triple de la tasa de crecimiento esperada del mercado general, y las valoraciones de nuestras posiciones siguen siendo poco exigentes. Como recordatorio, el fondo está abierto al final de cada mes para nuevas inversiones.

Esperamos que todos ustedes se mantengan saludables y seguros. Se avecinan mejores tiempos, y saldremos de esto mucho más fuertes y mejor posicionados en el otro extremo.

Por favor, siéntase libre de contactarnos con cualquier pregunta.

Atentamente,

alex y joe

Comentario del fondo Akre Focus Cuarto Trimestre 2021

Saludos y saludos desde Middleburg. Esperamos que hayan disfrutado de la temporada navideña.

El rendimiento del Akre Focus Fund en el cuarto trimestre de 2021 para la clase de acciones institucionales fue del 6,98 % en comparación con el S&P 500 Total Return del 11,03 %. El rendimiento para el año calendario 2021 para la clase de acciones Institucional fue del 24,52 % en comparación con el S&P 500 Total Return del 28,71 %.

Los resultados de cada año calendario se convierten en su propia unidad de registro. El año 2021 se sumó a nuestro historial de capitalización a largo plazo, por lo que estamos agradecidos. Pero la capitalización no ocurre, y no puede ocurrir en el transcurso de un año o dos o incluso cinco. La capitalización requiere décadas. Nuestro enfoque se esfuerza por igualar, en la medida de lo posible, la durabilidad de las inversiones del Fondo con la duración necesaria para que la capitalización funcione. En consecuencia, no somos "cambiadores de carril" frecuentes cuando se trata de invertir.

Pero, cada año en la vida de un fondo mutuo tiene sus puntos de interés, y 2021 no fue la excepción.

Desde nuestra perspectiva, uno de los aspectos interesantes de 2021 fueron los "vientos en contra" presentados por los movimientos del precio de las acciones de tres de nuestras cinco posiciones principales. Específicamente, al 31 de diciembre de 2020, las cinco posiciones más importantes del Fondo eran Mastercard, Moody's, American Tower, Visa y CoStar Group. En conjunto, Mastercard, Visa y CoStar Group representaron el 24,4 % de los activos netos a principios de 2021, o casi una cuarta parte de la cartera. En 2021, la contribución neta de estos tres nombres a la rentabilidad total del Fondo fue negativa del 0,5 %. A pesar del desempeño del precio de las acciones de estas tres participaciones principales, el desempeño resultante del Fondo fue, para nosotros, un notable positivo para el año.

Rendimiento	Rendimiento total anualizado % al 31/12/21						Ya que Inicio 31/08/09
	Activos netos	QTD	el último año	1 año	3 años	5 años	
Clase de acciones minorista (AKREX)	6,90	24,19	24,19	26,38	22,62	18,55	17.60
Clase de acciones institucionales (AKRIX)	6,98	24,52	24,52	26,71		22,95	18,87
S&P 500TR	11.03	28.71		28.71	26,07	18,47	16,55

Los datos de rendimiento citados representan el rendimiento pasado y no garantizan resultados futuros. El rendimiento de la inversión y el valor principal de una inversión fluctuarán de modo que las acciones de un inversionista, cuando se reembolsen, pueden valer más o menos que su costo original. El rendimiento del fondo actual hasta el fin de mes más reciente puede ser inferior o superior al rendimiento cotizado y se puede obtener llamando al 1-877-862-9556. El gasto operativo anual del Fondo (bruto) para las acciones de la Clase Minorista es del 1,31 % y del 1,05 % para las acciones de la Clase Institucional. El Fondo impone una comisión de reembolso del 1,00 % sobre las acciones que se mantienen durante menos de 30 días. Los datos de rendimiento no reflejan la comisión de reembolso y, si se reflejan, se reducirían los rendimientos totales.

La inversión en fondos mutuos implica riesgo. La pérdida principal es posible. El Fondo no está diversificado, lo que significa que puede concentrar sus activos en menos participaciones individuales que un fondo diversificado. Por lo tanto, el Fondo está más expuesto a la volatilidad de las acciones individuales que un fondo diversificado. El Fondo invierte en empresas de pequeña y mediana capitalización, que implican riesgos adicionales como liquidez limitada y mayor volatilidad que las empresas de mayor capitalización.

La pregunta más importante es si el tibio desempeño del precio de las acciones de Mastercard, Visa y CoStar en 2021 fue una acusación justa del desempeño operativo y/o el valor a largo plazo de estos negocios. Creemos que la respuesta es un rotundo "No". Creemos que los tres se encuentran entre los negocios de más rápido crecimiento y con ventajas competitivas que posee el Fondo.

Aún no se han informado los resultados financieros del cuarto trimestre para las empresas de la cartera del Fondo, pero esperamos que Mastercard, Visa y CoStar, en promedio, hayan aumentado los ingresos y el flujo de caja libre por acción en 2021 en aproximadamente un 20 % y un 17 %, respectivamente. . Creemos que la combinación de fundamentos sólidos y un rendimiento débil del precio de las acciones durante 2021 genera más valor y quizás varios "resortes cargados" entre nuestras principales posiciones.

Los cinco mayores contribuyentes positivos al rendimiento durante el cuarto trimestre fueron KKR & Co., Moody's, American Tower, Constellation Software y Dollar Tree. No hay nada que llamar para estos nombres.

Los cinco mayores detractores del rendimiento durante el cuarto trimestre fueron Topicus.com, Costar Group, Salesforce, Visa y Adobe. De nuevo, nada destacable.

Como de costumbre, no tenemos predicciones sobre los mercados financieros o el comportamiento a corto plazo de los precios de las acciones. Lo que podemos decir con confianza es que creemos que el Fondo posee negocios muy rentables con sólidos balances, dirigidos por administradores capaces, con amplias oportunidades de reinversión. Los negocios de software que posee el Fondo cotizan a múltiplos de ganancias, no a múltiplos de ingresos sin ganancias. Los REIT de torres de telefonía celular que posee el Fondo no son "juegos de rendimiento" de dividendos, especialmente susceptibles al aumento de las tasas de interés.

Nada de esto quiere decir que nuestro Fondo sea o deba ser inmune a los momentos difíciles, ¡ni mucho menos! Como hemos dicho antes: los barcos reales son geniales y las valoraciones en muchos casos han sido altas. No es necesario disfrutar de los mercados irregulares y las caídas de los precios de las acciones. Pero para agravar, deben ser soportados.

Gracias por su continuo apoyo y feliz año nuevo.

Juan y Chris

Las diez principales participaciones al 31/12/21

Nombre	% de neto activos
Moody's Corp.	11,2%
mastercard, inc.	9,9%
American Tower Corp.	9,9%
Software de constelación, Inc.	6,4%
visa, inc.	6,2%
KKR & Co., Inc.	5,9%
O'Reilly Automotive, Inc.	5,0%
CarMax, Inc.	4,8%
adobe, inc.	4,6%
Brookfield Asset Management, Inc.	4,3%

Ponderaciones sectoriales al 31/12/21

Describe	% de neto activos
Tecnologías de la información	36,8%
Finanzas	22,0%
Bienes raíces	13,2%
Consumo Discrecional	11,5%
Acciones industriales	11,4%
Cuidado de la salud	3,0%
Equivalentes de efectivo	2,1%

La composición de las ponderaciones del sector y las tenencias de fondos están sujetas a cambios y no son recomendaciones para comprar o vender valores. El efectivo y equivalentes incluyen bonos respaldados por activos, bonos corporativos, bonos municipales, inversiones compradas con ingresos en efectivo para préstamos de valores y otros activos en exceso de pasivos.

El S&P 500 TR es un índice no administrado de base amplia de 500 acciones, ampliamente reconocido como representativo del mercado de valores en general. No es posible invertir directamente en un índice.

Los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo deben considerarse cuidadosamente antes de invertir. El resumen y el prospecto estatutario contienen esta y otra información importante sobre la compañía de inversión y se puede obtener llamando al (877) 862-9556 o visitando www.akrefund.com. Léalo detenidamente antes de invertir.

El Akre Focus Fund es distribuido por Quasar Distributors, LLC.



Alluvial

FUND, LP

correo

info@alluvialcapital.com

electrónico:

aluvial.capital (412)

síto web: teléfono: 368-2321

La gestión de la cadena de suministro global ha sido un tema frecuente de conversación durante el último año. La foto de portada muestra una viñeta de este mundo, que muestra el espacio de almacenamiento de TIM SA, una nueva inversión de Alluvial Fund.

Construido en 2009, este espacio de depósito ha triplicado su tamaño desde entonces, impulsado por el crecimiento del negocio de TIM, pero también por el crecimiento general del comercio electrónico. Una subsidiaria de TIM ahora opera esta instalación y brinda servicios de logística a una variedad de empresas.

Puede encontrar más información sobre TIM en la carta de este trimestre.

Alluvial

CAPITAL MANAGEMENT, LLC

Queridos compañeros,

Alluvial Fund cerró un año excelente con una nota tranquila, con una rentabilidad del 0,5 % en el cuarto trimestre. Para todo el año, Alluvial Fund subió un 31,0%, casi el doble de los rendimientos de los índices de referencia. 2021 fue el mejor año en la historia de Alluvial Fund, el primero en el que nuestro rendimiento neto para los socios limitados superó el 30 %. Este nuevo año también marca un hito para el fondo: ¡cinco años completos de operaciones! Este hito me lleva a contemplar tanto la historia del fondo como su futuro. Estoy orgulloso de muchas de las inversiones que hemos realizado y de los procesos que utilizamos para identificarlas. Algunos otros... bueno, al menos eran oportunidades de aprendizaje. Sobre todo, estoy tan dedicado como siempre a la búsqueda de esa próxima gran idea. Gracias por confiar su capital a Alluvial. Nuestros mejores años están por venir.

TABLA I: Rentabilidad Fondo Aluvial LP (%) al 31 de diciembre de 2021

	2021	2020	2019	2018	2017	Acum. Anual.		
Fondo Aluvial LP NETO	31.0	28.4		18.4	-9.0	29.6	134.8	18.6
Russell MicroCap TR	19.3	21.0		22,4	-13,1	13.2	73.8	11.7
Russell 2000TR	14.8	20.0		25.7	-11.2	14.7	76.1	12.0
MSCI World Sm+MicroCap NR	15.8	16.5		25.7	-14.3	23.2	79.1	12.4

Asociación inició operaciones 01/01/2017

Mientras escribo, los mercados están experimentando miedo y consternación ante el espectro de una inflación prolongada, el aumento de las tasas de interés y la deflación de la burbuja masiva en compañías tecnológicas no rentables y ofertas altamente especulativas. Como suele ser el caso, nuestra colección de oscuridades e inadaptados está capeando la tormenta bastante bien. No sé si los mercados recuperarán su confianza o si este es el comienzo de una caída más profunda. Pase lo que pase, diré que estoy emocionado tanto por nuestra cartera actual como por las oportunidades que veo para invertir en nuevas participaciones. Cuantos más mercados caigan, más emocionado estaré.

Actualizaciones de cartera

P10, Inc. sigue siendo la mayor participación del fondo. El último logro de la compañía es refinanciar exitosamente su deuda, bajando la tasa de interés de 7.00% a 2.25% y extendiendo el plazo. Este nuevo acuerdo proporciona a P10 mucho capital disponible para continuar con su estrategia de adquisiciones y construir su estable de administradores de inversiones alternativas. Los activos bajo administración deberían pronto

supere los \$ 17 mil millones, con un camino claro a \$ 20 mil millones y más. El único aspecto decepcionante de P10 ha sido el deslucido movimiento del precio de sus acciones desde su salida a bolsa. A pesar de su perfil de flujo de caja y previsibilidad incomparables, opciones de crecimiento y habilidad y alineación de gestión, las acciones continúan cambiando de manos a solo 17 veces mi estimación del flujo de caja libre actual. Me recuerdo a mí mismo que, aunque P10 es ahora una empresa que cotiza en la Bolsa de Nueva York, el valor de sus acciones flotantes es de solo 260 millones de dólares. A efectos comerciales, P10 sigue siendo solo una micro capitalización. No debería sorprender que actúe como tal.

Espero que el mercado cambie su evaluación de P10 en el transcurso del año, ya que la empresa informa sobre el aumento de los activos bajo administración y tal vez una o dos adquisiciones. La historia de P10 ha sido una de notable velocidad y agilidad. El rápido desarrollo de la empresa hace que las comparaciones trimestrales sean de poca utilidad. Con tanto cambio, no es de extrañar que el mercado se quede atrás ocasionalmente y no aprecie la transformación en curso. Si terminamos en un entorno de mercado bajista, hay mucho que decir a favor de una empresa que sabe cuáles serán sus ingresos casi al mínimo en los años venideros.

Por segundo año consecutivo, **Crawford United** celebró el nuevo año con adquisiciones. Esta vez, Crawford gastó \$4 millones para adquirir Reverso Pumps y Separ of the Americas, con sede en Florida. Suponiendo un múltiplo de compra de 6x EBIT, las adquisiciones incrementarán las ganancias de Crawford en 15 centavos por acción. Si bien individualmente pueden parecer pequeños, la adquisición continua de empresas industriales de nicho de calidad se suma a un gran crecimiento en el poder de ganancias de Crawford United. Espero que los resultados de la empresa sientan cierta presión a corto plazo por los problemas de la cadena de suministro y la inflación, pero me gusta lo que está construyendo la empresa. Estoy seguro de que las ganancias de Crawford superarán los 10 dólares por acción en algún momento de la próxima década y sus acciones aumentarán en consecuencia.

Garrett Motion también está sintiendo los efectos de los problemas con las cadenas de suministro globales. Las dificultades para obtener semiconductores han llevado a muchos grandes fabricantes de automóviles a reducir la producción, lo que a su vez retrasa los pedidos de turbocompresores de Garrett Motion. Aún así, el entorno no ha impedido que Garrett Motion avance en la mejora de su balance y comience a devolver capital. En noviembre, la empresa anunció un plan para recomprar 100 millones de dólares en acciones ordinarias y preferentes. Luego, en diciembre, Garrett Motion anunció que aceleraría el rescate planificado de sus acciones preferentes Serie B en poder de Honeywell. Para el próximo año, Garrett Motion habrá reducido significativamente sus pasivos y comprado bastantes acciones a un precio muy atractivo. A medida que las cadenas de suministro se normalicen, las ganancias y el flujo de efectivo de la empresa se beneficiarán, lo que le dará a la empresa la capacidad de devolver más capital a los accionistas e invertir en la transición a productos para vehículos eléctricos.

Todavía estamos esperando los resultados de la revisión estratégica de **LICT Corporation**. El anuncio de cualquier decisión sobre alternativas estratégicas probablemente se retrasó debido a la participación de la empresa en la Subasta 110 de la FCC, en la que LICT presentó una oferta exitosa por \$7,7 millones en espectro de banda media para respaldar sus ofertas inalámbricas. Con la subasta terminada, espero noticias de la compañía. Incluso si el resultado del proceso es una decisión de mantener el statu quo, el estado de LICT como proveedor de infraestructura de comunicaciones esencial y su compromiso de devolver capital hacen que sus acciones sean atractivas a mediados de los \$20,000.

Sobre el tema de la infraestructura de comunicaciones esencial, ¡no podría estar más entusiasmado con **Unidata!** Por primera vez, Unidata ha presentado su plan estratégico 2022-2024, proyectando ingresos para 2024 de 64-79 millones de euros y EBITDA de 19,1-23,3 millones de euros. En el punto medio de estas proyecciones, Unidata cotiza actualmente por solo 6 veces el EBITDA de 2024, un descuento gigantesco para las valoraciones de la competencia y para el valor razonable utilizando un enfoque basado en el flujo de caja libre de sentido común.

Estos son objetivos ambiciosos, pero son alcanzables. El fuerte flujo de caja recurrente de Unidata le permitirá invertir \$40 millones en su red de fibra de 2022 a 2024 sin endeudarse. Esta red ampliada permitirá a Unidata ofrecer sus servicios de banda ancha a miles y miles de nuevos clientes, tanto residenciales como empresariales. Duplicar los ingresos de 2021 a 2024 requerirá que Unidata amplíe sus ofertas a productos y servicios adyacentes, como centros de datos y aplicaciones de Internet de las cosas, pero la demanda está ahí. Unidata se merece ampliamente su posición como la segunda participación más grande de Alluvial Fund.

Un nuevo mercado, un nuevo holding

Pasé mucho tiempo en 2021 investigando un nuevo mercado: Polonia. Salí muy impresionado por la calidad promedio y la gran cantidad de empresas que figuran allí. Este es uno de los mercados europeos más dinámicos, pero los inversores estadounidenses parecen no estar al tanto. La Bolsa de Varsovia ofrece una vergüenza de riquezas. Hay decenas de maravillosas pequeñas empresas listadas allí, todas ellas altamente rentables y en crecimiento. La mayoría presenta balances sólidos y una alta propiedad interna. La mejor parte es que a menudo se pueden comprar en múltiplos de ganancias y/o flujo de caja de un solo dígito.

Pasé semanas y semanas investigando varias empresas polacas, y finalmente seleccioné algunas de las mejores para nuestra cartera. Estoy encantado con el potencial de estas empresas y aún más satisfecho con lo poco que estamos pagando por ese potencial.

Ahora, debe tenerse en cuenta que los riesgos únicos acompañan la inversión en lugares como Polonia, donde una relación irritable con la Unión Europea y el ruido de sables del Este prometen no faltar los altibajos políticos. Debido a estos riesgos, las acciones polacas constituirán solo un pequeño porcentaje de los activos del fondo, independientemente de sus posibles rendimientos. Sin embargo, en varios sentidos, el mercado polaco actual me recuerda al mercado de las pequeñas empresas italianas hace unos años. Muchos cotizaban a un precio extraordinariamente bajo debido a la falta de atención y al riesgo político y económico percibido. Pudimos aprovechar al máximo este entorno en Italia, de donde surgieron Intred y Unidata, dos de nuestras inversiones más exitosas hasta la fecha.

Con estos pensamientos en mente, es hora de presentar formalmente una de nuestras participaciones más recientes. **TIM SA** es un distribuidor de componentes eléctricos con un negocio de logística de terceros ("3PL") de rápido crecimiento. TIM ha aumentado los ingresos a un ritmo anual del 14 % desde 2016, acelerándose recientemente con el despegue del comercio electrónico en Polonia. La empresa trabajó arduamente para hacer la transición de su modelo comercial a las ventas en línea durante los últimos años y terminó creando el segmento 3PL casi sin querer. A medida que crecía su negocio en línea, TIM descubrió que podía utilizar el espacio excedente del almacén para cumplir con los pedidos en línea en nombre de otras empresas polacas. En la actualidad, más de la mitad de los ingresos de 3PL de TIM SA provienen de clientes externos, incluidas empresas líderes como IKEA. TIM SA está tomando medidas para acelerar el crecimiento del negocio 3PL y resaltar su valor preparándose para ofrecer una parte del negocio en la bolsa de valores. En mi opinión, el negocio 3PL de rápido crecimiento y altamente rentable vale más del 70% de la capitalización de mercado actual de TIM SA.

El negocio de TIM SA se benefició de COVID, pero el crecimiento no se ha desacelerado incluso cuando COVID ha retrocedido. En diciembre de 2021, los ingresos aumentaron un 22,6 % año tras año. El fuerte apalancamiento operativo hizo que las ganancias del tercer trimestre aumentaran un 156 % en comparación con 2020. A pesar del notable perfil de crecimiento de TIM SA y el próximo catalizador de OPI, las acciones cotizan a solo 10 veces las ganancias finales. La oferta pública inicial de 3PL planificada está programada para la primera mitad de 2022.

Situaciones especiales: una conclusión rápida

Una de nuestras situaciones especiales, **Hexion Holdings**, dio sus frutos en el cuarto trimestre, aceptando ser adquirida por una firma de capital privado. Hexion era una explotación aluvial clásica: poco conocida, sin liquidez y aburrida. Por otra parte, lo "aburrido" de una persona es "fascinante" para otra. Nunca encontré los productos químicos de Hexion tan interesantes, pero sí respetaba su papel crítico en la producción de productos omnipresentes como madera contrachapada y tableros de partículas. (Por otro lado, entiendo que otros pueden ver mis queridas redes de telecomunicaciones rurales como solo un montón de cables solitarios).

Cuando compramos acciones por primera vez hace unos meses, el negocio de Hexion se estaba recuperando de una recesión cíclica y la compañía había anunciado un plan para escindir su negocio de productos básicos de menor margen a los accionistas y cotizar sus operaciones de mayor calidad en la Bolsa de Nueva York.

Fijé el valor combinado de las dos entidades en los \$ 30 por acción más bajos. Al final, el plan cambió. Hexion acordó vender su negocio de epoxi (la escisión planificada) a Westlake Chemical. Compré más acciones cuando se anunció la venta de epoxi, pensando que la compañía estaba un paso más cerca de debutar en el mercado de valores u otra transacción.

TABLA II: Top Ten Holdings, 31/12/21 (%)

p10 holdings inc.	14.6
Unidata SpA	11.5
Corporación LICT	6.4
Crawford United Corp.	5.7
Garrett Motion Inc.	4.8
Rand Worldwide Inc.	4.6
Intred SpA	4.1
Empresa de servicios profesionales no revelada	3.8
TIM SA	3.8
mayordomo corporación nacional	3.7
Total, diez primeros	62,9

No pasó mucho tiempo. Hexion llegó a un acuerdo con American Securities para adquirir los negocios restantes por \$30 por acción. El precio de venta final fue un poco más bajo de lo que esperaba, pero entiendo la decisión de la compañía de no arriesgarse con una oferta pública inicial. Una empresa química podría tener dificultades para despertar la imaginación de los inversores en un ecosistema de OPI dominado por SPAC y empresas tecnológicas de hipercrecimiento. El adquirente de Hexion no enfrentará problemas antimonopolio o de financiamiento. Sin embargo, debido a que este es un acuerdo de dos partes con la compra de American Securities supeditada a que Westlake compre el negocio de epoxi, juzgué \$ 28.50 como un descuento justo para el valor del acuerdo y vendí nuestras acciones un par de días después del nuevo año. Obtuvimos ganancias del 12-35% en nuestras diversas compras. ¡Ojalá todas nuestras situaciones especiales funcionaran tan rápida y limpiamente!

Un nuevo camino por delante

En su inicio en 2017, Alluvial Fund asumió una inversión inicial de Willow Oak Asset Management, LLC. A cambio de su considerable inversión en el fondo, Willow Oak tenía derecho a un porcentaje de las comisiones generadas por el fondo. Willow Oak brindó algún apoyo de marketing, pero

de lo contrario, no estaba involucrado en las operaciones diarias del fondo o el proceso de inversión y no tenía la propiedad del socio general del fondo, Alluvial Capital Management, LLC (Mi empresa, de la cual soy dueño del 100%).

El tiempo avanza y las necesidades comerciales cambian. A finales de año, ya no tenemos una relación de siembra con Willow Oak. Por diversas razones comerciales y regulatorias, Willow Oak decidió dejar de realizar inversiones directas en fondos de inversión nacientes y ha retirado todo su capital de Alluvial Fund. Siempre disfruté mis interacciones con el personal de Willow Oak y les deseo todo lo mejor a medida que avanzamos de forma independiente.

La redención de Willow Oak deja a Alluvial Fund con un conjunto mucho más diversificado de socios limitados. Al 31 de marzo de 2021, la inversión de Willow Oak representaba el 44% del capital total del fondo. Hoy, ningún socio individual representa más del 7% de los activos del fondo. Lo prefiero de esta manera. Con más de 60 socios limitados y una inversión promedio de LP de poco menos de \$300,000, tenemos una base de capital muy estable que nos permite invertir en valores a menudo esotéricos y fuera de serie que ofrecen un valor increíble. En el futuro, tengo la intención de limitar el tamaño de cualquier inversión potencial por parte de nuevos LP: asignación en esta fecha 12/21 (%)

Como siempre, la totalidad de los activos invertibles de mi familia están en Alluvial Fund y duermo bien.

Ser completamente independiente una vez más se siente bien. Alluvial Capital se lanzó en 2014 sin capital institucional ni inversores fundamentales, solo

yo en mi pequeño apartamento barato en una casa adosada de Pittsburgh y un puñado de clientes dispuestos a probar suerte con un joven gestor de inversiones sin experiencia. (¡Y para esos clientes, estaré eternamente agradecido!) Trazar nuestro propio curso es un territorio familiar.

Gracias por su confianza en Aluvial. Como siempre, agradezco la oportunidad de administrar el capital en su nombre. Sé que su inversión representa años de arduo trabajo e inversión prudente, y haré todo lo posible para ser un administrador responsable de ese legado.

Otras actualizaciones

Hemos dado la bienvenida a una serie de nuevos socios limitados últimamente. ¡Hola! Estás en buena compañía. Siempre me he esforzado por administrar Alluvial Fund de una manera que atraiga a personas de ideas afines: personas que no tienen miedo de invertir bien fuera de los caminos trillados, con la paciencia para apegarse a inversiones que pueden tardar años en amortizarse. Estoy feliz de ver que más y más de estas personas se comprometan con Alluvial Fund.

Sin embargo, existe un límite en cuanto a la cantidad de capital que puede acomodar una estrategia como la nuestra. Todavía no estamos cerrados, pero cuando llegue el día, Alluvial Fund cerrará a nuevos participantes.

El proceso de auditoría anual ha comenzado y pronto comenzará a trabajar en la declaración de impuestos. Como en años anteriores, trabajaré en estrecha colaboración con el administrador del fondo para entregar los estados de cuenta K-1 lo antes posible, idealmente a mediados de marzo.

Estados Unidos	65.4
Eurozona	19.0
Polonia	7.9
Suecia	6.5
Otro	1.2
Total	100%

Gracias por leer. Doy la bienvenida a sus preguntas y comentarios. Si desea analizar la estrategia o las participaciones de Alluvial Fund con mayor profundidad, siempre estoy a solo un correo electrónico o una llamada telefónica. Los mejores deseos para ustedes y sus familias.

Atentamente,

Dave Waters, CFA

Gestión de capital aluvial, LLC

Divulgaciones

Las inversiones en Alluvial Fund están sujetas a riesgos, incluido el riesgo de pérdida permanente. La estrategia de Alluvial Fund puede experimentar una mayor volatilidad y caídas que los índices de mercado. Una inversión en Alluvial Fund no pretende ser un programa de inversión completo y no está destinado a una inversión a corto plazo. Antes de invertir, los posibles socios limitados deben evaluar cuidadosamente su situación financiera y su capacidad para tolerar la volatilidad.

Alluvial Capital Management, LLC cree que las cifras, los cálculos y las estadísticas incluidos en esta carta son correctos, pero no ofrece ninguna garantía contra errores en el cálculo o la transcripción. Alluvial Capital Management, LLC es un asesor de inversiones registrado. Esta comunicación no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener valores de inversión.

Notas de rendimiento

Las cifras de rendimiento neto son para un socio comanditario típico bajo el acuerdo de tarifa estándar. Los rendimientos de las cuentas de capital de los socios pueden variar según los arreglos de tarifas individuales. Alluvial Fund, LP tiene un año fiscal que finaliza el 31 de diciembre de 2021 y está sujeto a una auditoría anual por parte de Cohen & Company. Las cifras de rendimiento para los períodos del año hasta la fecha son calculadas por NAV Consulting, Inc. Las cifras del año hasta la fecha no están auditadas y están sujetas a cambios. Las cifras de rendimiento bruto se informan netas de todos los gastos de asociación. Las cifras de rendimiento neto de Alluvial Fund, LP se informan netas de todos los gastos de asociación, honorarios de gestión y honorarios de incentivos de rendimiento.

Contacto

Alluvial da la bienvenida a consultas de clientes y clientes potenciales. Visite nuestro sitio web en alluvialcapital.com o comuníquese con Dave Waters en info@alluvialcapital.com o (412) 368-2321.


Carta a los inversores, cuarto trimestre de 2021
Rendimiento

La Cuenta Maestra, en la que invertí personalmente junto con los clientes de SMA, rindió un 3,9 % neto en el cuarto trimestre de 2021, según informó nuestro administrador de fondos. Al 31 de diciembre de 2021, las diez primeras posiciones comprendían aproximadamente el 69% de la cartera, y la cartera mantenida por debajo del 3% en efectivo. Después de tres años de ejecutar ACML, ahora estamos casi totalmente comprometidos. Aproximadamente el 12% de la cartera está invertido en lo que considero nombres más pequeños/más especulativos, con la gran mayoría en lo que creo que son empresas sólidas y rentables con largas trayectorias para acumular valor. Espero tener aproximadamente el 5 % de la cartera en efectivo una vez que canjee algunas inversiones de SPAC. Una vez que se implemente, tendría que vender posiciones existentes para financiar nuevas inversiones y estar convencido de que estas nuevas ideas presentan oportunidades más atractivas para nuestro capital.

	LCA	S&P500 TR
2019	18,9%	31,5%
2020	4,6%	18,4%
2021	13,9%	28,7%

El desempeño de ACML es neto de tarifas y costos estándar.

El aluvión constante de noticias financieras y de otro tipo me recuerda la canción de Billy Joel "No iniciamos el fuego". Rápidamente menciona 118 eventos políticos, científicos y culturales significativos que abarcan los primeros 40 años de su vida. (Disculpas si no está familiarizado, vea el enlace aquí: <https://www.youtube.com/watch?v=eFTLKWw542g>). La canción hace referencia a la política china, Edsels (una marca de automóviles futurista fallida), las libertades civiles, la deuda externa, el Canal de Suez, el Sputnik, las vacunas contra la poliomielitis y Afganistán. Del mismo modo, en tres cortos años, nos han inundado noticias sobre las relaciones entre China y EE. UU., las empresas de vehículos eléctricos altamente valoradas, los derechos civiles, la flexibilización cuantitativa/tasas, las cadenas de suministro y el Canal de Panamá, la carrera espacial multimillonaria, las vacunas contra el covid y Afganistán. .

Los mercados han oscilado entre el miedo y el optimismo varias veces en reacción a las noticias de cierres, reaperturas, nuevas olas de Covid, inflación potencial, controles de estímulo y "rotaciones de crecimiento frente a valor". Por ejemplo, hace solo un trimestre, las empresas de software de rápido crecimiento y en su mayoría no rentables obtuvieron algunas de las valoraciones más altas de la historia hasta que hablar de aumentos en las tasas de interés rápidamente les hizo perder las piernas, y muchas de estas empresas se retiraron entre 50 y 80% de sus alturas.

El S&P500 ha seguido subiendo, impulsado por las empresas FAANMG, que ahora representan el 21 % del índice (y Tesla). Desde 2013, los FAANMG se han revalorizado 4,5 veces el resto del S&P500, ocultando una amplia dispersión de resultados entre empresas individuales.

¹ Si bien el índice terminó el año dentro del 1% de su máximo histórico, una quinta parte de sus empresas terminaron más del 20% por debajo de sus máximos individuales.

Por supuesto, nada de esto es nuevo; los mercados (sobre)reaccionan a las noticias ya que el miedo y la codicia dominan el sentimiento. Como dijo el Sr. Joel: "Nosotros no iniciamos el fuego, pero cuando nos hayamos ido, seguirá ardiendo, y seguirá, y seguirá...". Siempre he creído que un enfoque a largo plazo basado en algunos principios básicos permite beneficiarse de cualquier dislocación temporal, lo que facilita la tolerancia de los giros del mercado. Por lo tanto, paso mi tiempo tratando de comprender las empresas de alta calidad dirigidas por operadores capaces que se centran en la creación de valor para los accionistas.

¹ <https://www.yardeni.com/pub/faangms.pdf>

Recientemente disfruté leyendo "La misión, los hombres y yo" de Pete Blaber, sobre las lecciones que aprendió como excomandante de la élite Delta Force. No estaba seguro de qué esperar y tenía curiosidad sobre el proceso de toma de decisiones de alguien que enfrenta, en un sentido muy literal, situaciones hostiles de vida o muerte. Me complació encontrar un enfoque sensato y reflexivo que sea ampliamente aplicable a la vida cotidiana y los negocios.

Un punto clave del libro es "en caso de duda, desarrolle la situación", lo que significa tomarse el tiempo para construir el contexto.

El Sr. Blaber aboga por tomarse el tiempo para reconocer los patrones de la vida, saturando la mente con hechos sobre la situación del mundo real, y luego dando tiempo para que las ideas se incuben antes de ejecutar decisiones con creatividad y coraje. "En lugar de la indecisión, ir a medias o no hacer nada, entendemos que el tiempo es un aliado que nos permite construir contexto activamente y descubrir las opciones ocultas a quienes crean 'planes tradicionales' basados en información limitada que está congelada en el pasado, antes de que la mayoría de las opciones y oportunidades se hayan aprovechado". Esto resuena con la idea de que los inversionistas se toman el tiempo de investigar un negocio para desarrollar una comprensión más detallada de sus operaciones.

Entonces podemos tomar mejores decisiones, especialmente durante momentos de estrés o volatilidad, donde no ignoramos ni reaccionamos exageradamente a las noticias, sino que evaluamos nuestras opciones con una mente abierta. Además, ser propietarios de empresas durante períodos prolongados nos permite desarrollar una comprensión más matizada de sus operaciones a través de diferentes condiciones de mercado.

El libro ilustra vívidamente la necesidad de construir conocimiento tácito a partir de "el tipo sobre el terreno": personas que interactúan con el medio ambiente. Señala que los generales sentados en salas de control con aire acondicionado a miles de kilómetros de distancia de la batalla no siempre tienen el conocimiento tácito o el contexto rico para tomar decisiones. Del mismo modo, como inversionistas públicos, estamos apartados varios pasos de las operaciones diarias de las empresas en las que invertimos. Al interrogar a un combatiente enemigo capturado para obtener un rico contexto contextualizado sobre Al Qaeda, Blaber escribe: "Lo principal en lo que me concentro cuando evalúo la credibilidad de alguien es en su motivación. La familia, el patriotismo, la venganza y la autopreservación son las motivaciones que más a menudo se correlacionan con la credibilidad". Un elemento clave de nuestro estilo de inversión es "acompañar" a operadores alineados y destacados asignadores de capital. Tratamos de evaluar las motivaciones y el nivel de alineación de los ejecutivos de la empresa e inferimos sus incentivos a través, por ejemplo, de su historial de acciones y compensación. Como dice Charlie Munger, "muéstrame el incentivo y te mostraré el resultado".

Usando un doloroso ejemplo de una batalla que salió mal y costó vidas en las cimas de las montañas de Afganistán, el libro critica el incumplimiento de viejas estrategias cansadas, en este caso, la dependencia militar de helicópteros de carga pesada para desplegar tropas detrás de las líneas enemigas, que "alertan cualquier y todo el personal enemigo que ocupa un objetivo a la fuerza de asalto que se aproxima", lo que resulta en una emboscada mortal. En cambio, aboga por confiar en la innovación, la adaptación y la audacia y ofrece algunos ejemplos entretenidos de los ingeniosos planes del equipo. Parecería tanto en combate como en negocios; los ganadores desarrollan soluciones creativas "en lugar de verse obligados a seguir el statu quo por defecto". También tienen la "flexibilidad para adaptarse a las incertidumbres en lugar de evitarlas porque no formaban parte del plan" y "la audacia para aprovechar las oportunidades, en lugar de desaprovecharlas por aversión al riesgo y miedo a lo desconocido".

Estoy satisfecho con la cartera diferenciada que hemos reunido, que comprende empresas que, en mi opinión, incorporan muchos de los atributos mencionados anteriormente. En la siguiente sección, destaco algunos ejemplos de cómo los gerentes alineados no tienen miedo de tomar medidas creativas y audaces para crear valor a largo plazo para los accionistas. Si bien a veces el mercado tarda un tiempo en acreditar por completo a nuestras empresas, podemos usar el "tiempo como aliado" para permitir que los precios alcancen su valor intrínseco.

Discusión sobre una selección de posiciones de la cartera con un peso promedio superior al 1%:

Las posiciones con un peso promedio superior al 1% de la cartera a lo largo del trimestre fueron: Alphabet Inc., Amazon Inc., Brookfield Asset Management Inc., Burford Capital Ltd., CarMax Inc., Colfax Corp., Countryside Properties Plc., Crossroads Systems Inc., Exor NV, Fairfax Financial Holdings Ltd., IAC/Interactivecorp, KKR & Co Inc., Liberty Broadband, Naspers Ltd., Oaktree Acquisition Corp. B, Pershing Square Tontine Ltd. Prosus NV, Tencent Holdings Ltd., Trebia Acquisition Corp., VanEck Vectors Gold Miners y Junior Gold Miners Etf's, Wandisco Plc y Wayfair, Inc.

2

² No hay garantía de que alguno de los valores que se analizan en este documento permanecerá en la cartera de una cuenta en el momento en que reciba este informe o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. No se debe suponer que ninguna de las transacciones o tenencias de valores discutidas fue o resultará ser rentable. Consulte "Descargos de responsabilidad" al final para obtener más detalles.

Alfabeto y Amazon – actualización

Alphabet y Amazon son bien conocidos y entendidos en gran medida por los inversores. Uno no siempre tiene que dar la vuelta a una roca oscura para obtener ganancias en este negocio, y las buenas inversiones a veces son claramente visibles. Sin embargo, sigo encontrando útil analizarlos en términos de suma de partes, ya que esto destaca cómo han usado su escala para expandirse más allá de sus operaciones principales, lo que ayudará a impulsar su crecimiento continuo a pesar de su tamaño.

Alphabet tiene una posición dominante en la publicidad en línea con una participación de mercado de un tercio y está creciendo a tasas porcentuales de dos dígitos a partir de una gran base. Alphabet utiliza su prodigioso flujo de caja para financiar aproximadamente 8.000 millones de dólares en pérdidas operativas en sus divisiones de nube y "otras apuestas". Teniendo en cuenta los aproximadamente 90.000 millones de dólares que genera en el negocio principal de publicidad/servicios al año, bien puede permitirse el lujo de hacerlo. Toda la empresa valía aproximadamente 22 veces el negocio principal solo al final del año. Esta valoración no incluye Google Cloud, que genera 18.000 millones de dólares en ingresos, con un crecimiento del 48 % anual. Google Cloud podría valer más de 300.000 millones de dólares³ en unos pocos años si alcanza los márgenes del 30 % de Amazon AWS. En otras apuestas, Waymo, la unidad de conducción autónoma, recibió fondos por última vez con una valoración de \$ 30 mil millones, y Verily Life Sciences ha recaudado \$ 2.5 mil millones hasta la fecha para invertir en ciencia de datos de atención médica. Si sus inversiones en la luna en computación cuántica o fusión nuclear alguna vez funcionaran, sería difícil estimar su impacto en el mundo. Mientras tanto, podemos disfrutar de ese creciente flujo de efectivo.

Amazon ha sido singularmente eficaz en el desarrollo de logística y tecnologías para resolver sus propios puntos débiles en su negocio minorista original y luego en la construcción de esas soluciones en centros de ganancias de rápido crecimiento y mayor margen. Amazon Web Services (AWS) surgió de un esfuerzo por escalar eficientemente la infraestructura de Amazon para respaldar su crecimiento minorista y proporcionar una plataforma para comerciantes externos.

⁴ Al hacerlo, Amazon se dio cuenta de que podía ofrecer servicios informáticos bajo demanda a desarrolladores externos. En la actualidad, AWS genera casi 60.000 millones de dólares en ingresos, con un crecimiento del 38 % anual, con márgenes de beneficios operativos del 30 %. El negocio minorista propio genera aproximadamente 240.000 millones de dólares en ingresos con márgenes del 3 %; mientras tanto, el negocio de terceros genera aproximadamente \$ 100 mil millones en tarifas con márgenes de alrededor del 30%. El área de crecimiento más reciente de Amazon es la venta de servicios de publicidad a los comerciantes, con ingresos de \$30 mil millones, un crecimiento del 70 % anual y márgenes de aproximadamente el 30%.⁵ En julio, Andy Jassy, quien creó AWS, asumió el cargo de director general y parece heredó una empresa con mucho crecimiento por delante.

Exor NV - actualización

Exor firmó un acuerdo definitivo para vender su filial de reaseguros PartnerRe a Covéa por 7.800 millones de euros, con un cierre previsto en 2022. Las compañías firmaron por primera vez un acuerdo tentativo en 2020 antes de que Covéa utilizara Covid para negociar el precio. Sin embargo, Exor se mantuvo firme y revivió el trato con la valoración original un año después. Además, Exor y Covéa/PartnerRe invertirán conjuntamente en fondos administrados por Exor, presumiblemente dando a Exor un flujo de tarifas de alta calidad, un ejemplo clásico de "apalancamiento sintético".

Tras el acuerdo, Exor estará en una posición excepcionalmente atractiva para crear valor para los accionistas, con una capitalización de mercado de aproximadamente 19.000 millones de euros, que comprende 9.000 millones de euros (o el 47 %) en efectivo y participaciones en Ferrari, Stellantis, CNH Industries y activos privados. por un valor combinado de 35.000 millones de euros. Los dos últimos números suman materialmente más que el primero, lo que habla del gran descuento que el mercado atribuye al holding.

Como era de esperar, los analistas del reciente día del inversor de Exor hicieron preguntas sobre las recompras para cerrar el descuento. Exor, sin embargo, ha destinado solo 1.000 millones de euros a la reducción de deuda y recompras. En cambio, su enfoque principal es adquirir buenos negocios en los sectores de salud, lujo y tecnología para aumentar su valor de activo neto (NAV) por acción a largo plazo. Teniendo en cuenta el historial de Exor de un valor liquidativo compuesto por acción del 18,7 %⁶, soy optimista acerca de la importante opcionalidad que esto podría presentar.

³ Suponga que los ingresos de \$18 mil millones crecen un 30 % anual durante 4 años, un margen de flujo de caja del 30 %, un múltiplo de 20x

⁴ <https://techcrunch.com/2016/07/02/andy-jassys-brief-history-of-the-genesis-of-aws/> Amazon no divulga todos estos números

⁵ segmentarios con este nivel de detalle, por lo que hice algunas estimaciones Página de relaciones con inversores de la empresa <https://www.exor.com/pages/investors-media/>

⁶ net-asset-value-nav

Fairfax, Inc. - actualización

Fairfax, por el contrario, se centra en lo que la dirección considera una fuerte infravaloración de la empresa. Aunque recibe poca atención del mercado, la fórmula de crecimiento de Fairfax está intacta, con ganancias récord de casi \$2500 millones en los primeros nueve meses de 2021 y un valor contable por acción que crece un 20 % en el tercer trimestre. Estos resultados fueron impulsados en gran parte por las ganancias de la cartera de inversiones y un crecimiento del 25 % en las primas brutas emitidas, que se beneficiaron de un "mercado duro" continuo en el que las tasas de primas aumentan y los estándares de suscripción se endurecen.

En 2020, Prem Watsa compró personalmente 150 millones de dólares en acciones, una demostración impresionante de su convicción en la empresa. Fairfax también recompró 1,4 millones de acciones o aproximadamente el 5 % de las acciones en circulación. Más recientemente, en el cuarto trimestre de 2021, la compañía vendió el 10 % de su subsidiaria de seguros, Odyssey Group (que representa solo el 20 % de los activos totales de Fairfax⁷) por \$ 900 millones y, posteriormente, recompró el 7,4 % de las acciones de la matriz Fairfax por \$ 1 mil millones. En mi opinión, esto es inteligente y valora la asignación de capital acumulativo por parte de un fundador con mucho pellejo en el juego.

IAC, Inc. - actualización

La estrategia de IAC es dirigir los recursos de manera oportunista detrás de las compañías de cartera que demuestran tracción, en forma de financiamiento y talento gerencial, frecuentemente utilizando el flujo de efectivo de subsidiarias rentables pero de crecimiento más lento para financiar a las de rápido crecimiento. Por lo general, las escinde, una vez que están suficientemente desarrolladas, como empresas públicas separadas. Esta estrategia "anti-conglomerado", como la ha descrito Barry Diller, cataliza la eliminación parcial de un descuento de Holdco con cada separación. Por ejemplo, cuando las empresas de SAAS obtuvieron múltiplos muy altos el año pasado, IAC aceptó inversiones de riesgo en términos atractivos antes de lanzar Vimeo.

IAC aprovechó el reciente crecimiento sólido de los ingresos y la expansión del margen de DotDash este año al comprar Meredith por 2700 millones de dólares en efectivo. Al principio, me preocupaba que comprar un negocio de medios impresos de la vieja escuela fuera un paso atrás. Sin embargo, después de escuchar la presentación del acuerdo, me animó más la lógica de la empresa. Meredith tiene marcas sólidas y un amplio contenido independiente, lo que le permite monetizar sus relaciones de larga data con los anunciantes a través de publicidad gráfica premium. DotDash, por otro lado, posee marcas desafiantes pero ha optimizado mejor su contenido para el mundo en línea. Por ejemplo, funciona mejor en marketing de alto rendimiento (convertir clics directamente en compras/transacciones). Además, tiene sitios de carga rápida con buenas interfaces de usuario (lo que mejora drásticamente la efectividad de los anuncios). Con la superposición significativa entre DotDash y Meredith en los sectores del hogar, alimentos, salud, belleza y viajes, IAC ve la oportunidad de tomar posiciones de liderazgo en estas categorías y aumentar significativamente el rendimiento de la publicidad en línea. Desde esta perspectiva, el plan está en consonancia con la estrategia central de larga data de IAC de invertir en transiciones fuera de línea a en línea. A veces, el contexto situacional del "tipo sobre el terreno" les permite ver mejores oportunidades que nosotros como inversores pasivos.

Oaktree Acquisition Corp. B - actualización

En diciembre, Oaktree Acquisition anunció su intención de adquirir Alvotech, una plataforma biosimilar de juego puro líder. Curiosamente, la empresa matriz Oaktree Capital ha invertido en Alvotech durante tres años, por lo que cabría esperar que se haya esforzado mucho por aprovechar la oportunidad. Un biosimilar es un producto biológico que es muy similar y no tiene ninguna diferencia clínicamente significativa con respecto a un producto biológico aprobado existente. Los productos biológicos son moléculas grandes y complejas que se han convertido en el estándar de atención para muchas afecciones difíciles de tratar. Ocho de los diez medicamentos de mayor venta en el mundo son biológicos, y el mercado es grande, se espera que crezca un 10 % por año a un mercado de \$ 555 mil millones para 2026. Se espera que el mercado de biosimilares crezca a un mercado de \$ 80 mil millones. El caso comercial de los biosimilares es que son significativamente más baratos de producir y deberían ahorrarle al sistema de salud de EE. UU. más de \$ 100 mil millones en los próximos cinco años.⁸

Alvotech tiene 7 productos biosimilares en desarrollo. El más notable es un biosimilar para el tratamiento de la artritis reumatoide Humira, el producto farmacéutico más vendido del mundo con \$ 20 mil millones en ventas anuales. Alvotech recibe pagos por hitos de socios para financiar el desarrollo de sus productos y una parte de los ingresos luego de un éxito

⁷ Página 17 de la carta del accionista de 2020. [https://s1.q4cdn.com/579586326/files/doc_financials/2020/q4/Letter-to-Shareholders-2020-\(Final\).pdf](https://s1.q4cdn.com/579586326/files/doc_financials/2020/q4/Letter-to-Shareholders-2020-(Final).pdf)

⁸ Transcripción de la presentación de la transacción Oaktree Acquisition Corp B

comercialización. A pesar del riesgo inherente a las empresas de biotecnología, estas fuentes alternativas de financiamiento se alinean muy bien con el tipo de negocios que busco.

La compañía pronostica ingresos de \$800 millones en 2025 con márgenes de EBITDA del 60%, lo que podría hacer que valga \$7 mil millones a \$9 mil millones utilizando múltiplos comparables. Esto sería 3-4 veces el precio de adquisición de Oaktree de 2250 millones de dólares. Si bien esto se encuentra claramente en el extremo más especulativo de "sesgo alto" de nuestra cartera, existen varios factores que hacen de este un riesgo-recompensa potencialmente atractivo, dimensionado adecuadamente. El fundador de Alvotech construyó anteriormente tres compañías farmacéuticas, incluida una que aumentó a \$ 2 mil millones en ingresos y generó un 50% de rendimiento anual para los accionistas. Además, el equipo de gestión aporta un profundo conocimiento del proceso de desarrollo, con 17 aprobaciones colectivas exitosas de biosimilares. Juntos, han construido una plataforma de desarrollo bilosimilar pura y han establecido una red de socios comerciales de primer nivel (TEVA en EE. UU., STADA en la UE y Yangtze River en China). Finalmente, el 12 de diciembre, la Comisión Europea aprobó el uso del biosimilar Humira de Alvotech en la UE, acercándolo un paso más a la comercialización.

Wandisco, Plc. - actualizar

Por fin, Wandisco puede estar ganando algo de tracción. En octubre, la empresa finalmente obtuvo disponibilidad general en la nube Azure de Microsoft, lo que abrió el camino para la adopción empresarial de su solución de migración de datos. Luego, en las últimas semanas de diciembre, la compañía anunció tres acuerdos, uno a través de Amazon AWS, Google Cloud e IBM.

El acuerdo de Google es notable, dada la gran cantidad de datos involucrados. Bosch ha firmado un contrato de "Compromiso de consumo" valorado en un mínimo de \$ 6 millones durante cinco años para replicar más de un exabyte de datos de sensores de automóviles en Google Cloud. El acuerdo permite un mayor consumo, con un crecimiento potencial de 10 a 20 millones de dólares en ingresos. Un exabyte son 1,000 petabytes y 50 veces el acuerdo de 20 petabytes que Wandisco acordó previamente con AT&T. Es importante destacar que el producto Fusion de WANdisco fue 25 veces más rápido que el producto de Google, lo que al menos subraya la superioridad técnica de Fusion en el segmento de datos muy grandes. Finalmente, este acuerdo de "internet de las cosas" amplía el mercado objetivo más allá del mercado original de migración de servidores Hadoop.

Si bien este es un gran comienzo, Wandisco necesita registrar significativamente más ingresos para probar la tesis de inversión. Por lo tanto, sigo monitoreando el progreso de la empresa.

Wayfair, Inc.– nueva posición

Inicié un puesto inicial en Wayfair, el minorista de muebles en línea. He estado siguiendo a la empresa durante algunos años, pero me abstuve de apretar el gatillo porque la empresa no había sido rentable. Quería ver cómo la empresa ejecutaba sus ambiciosos planes logísticos. Wayfair ha sido un gran beneficiario de Covid, ya que las personas se concentraron en sus hogares y oficinas en el hogar durante los cierres, y la compañía registró un flujo de efectivo libre de poco menos de mil millones de dólares en 2020 (después de restar la compensación basada en acciones). En el cuarto trimestre, las acciones de Wayfair cayeron un 40 % desde su máximo cuando el mercado comenzó a preocuparse por el posible impacto a corto y mediano plazo que podría tener la reapertura en la demanda de muebles, lo que consideré que presentaba una oportunidad decente para iniciar una pequeña posición. . (Con el beneficio de 20-20 en retrospectiva, ¡habría sido mejor esperar unas semanas más!)

El mercado de muebles tiene algunas características clave. Mientras que el 60 % de los bienes vendidos son productos básicos (piense en toallas de papel, por ejemplo, Bounty, y baterías, por ejemplo, Duracell), y el 20 % son comestibles, el 10 % son moda y el 10 % son artículos para el hogar.⁹ A diferencia de los productos básicos, los compradores en el hogar bienes están buscando artículos únicos y personales. A los compradores les gusta navegar e inspirarse, y las búsquedas de texto por sí solas son menos efectivas para describir, por ejemplo, un tipo particular de sofá que uno espera que quepa en una sala de estar. Además, la mayoría de los muebles no tienen marca y son producidos por una industria fragmentada de pequeñas y medianas empresas en todo el mundo. Por lo tanto, un agregador como Wayfair tiene una posición de negociación significativa (clásicas 5 fuerzas de Porter).¹⁰ Por último, los muebles son voluminosos, pesados y propensos a sufrir daños, lo que supone un desafío para la logística de entrega online tradicional. Por ejemplo, el 30% de los productos de Wayfair son demasiado grandes para ser enviados por FedEx o UPS.

⁹ <https://www.joincolossus.com/episodes/73227114/shah-developing-every-skill?tab=blocks>

¹⁰ <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>

Para cumplir con el deseo del consumidor de exclusividad y variedad, Wayfair ofrece a sus 31 millones de clientes únicos 22 millones de productos diferentes. Por ejemplo, ofrece 7000 diseños de dormitorios diferentes para inspirar a sus clientes. Para lograr esta variedad, Wayfair se asocia con 16.000 proveedores. Wayfair se enfoca en la adquisición e interacción de clientes, marketing y comercialización. Emplea a 4100 asociados de servicio al cliente para brindar un servicio de la más alta calidad posible. Los proveedores se concentran en el desarrollo, diseño, fabricación y control de calidad de productos.

Wayfair ha invertido mucho en logística para manejar la complejidad de enviar tantos productos desde tantos puntos de origen diferentes. En primer lugar, estableció almacenes en China y Vietnam cerca de los proveedores (las operaciones de la Cadena de Suministro Internacional). Wayfair es ahora uno de los 30 principales importadores de EE. UU. por volumen, y se beneficia de descuentos por volumen y la capacidad de combinar cargas inferiores a un contenedor en un solo contenedor, lo que permite ahorrar aún más en los costos de transporte.

Luego, Wayfair estableció CastleGate, su red de cumplimiento, en la que los proveedores pagan a Wayfair por administrar su inventario (lo que requiere un alto grado de confianza). Al obtener un mayor control del proceso logístico, Wayfair puede "posicionar hacia adelante" los productos, enviándolos a almacenes más cercanos a las ubicaciones del cliente final, utilizando sus algoritmos para predecir la demanda. CastleGate acelera la entrega a dos días o menos en comparación con los cuatro días del envío directo estándar y reduce la cantidad de puntos de contacto, lo que reduce los costos y minimiza los daños y las devoluciones. CastleGate actualmente maneja aproximadamente un tercio de los volúmenes totales. Los productos dentro de CastleGate aparecen más arriba en los resultados de búsqueda con una insignia de "entrega en 2 días", lo que puede conducir a un aumento del 130 % en las ventas.

Finalmente, la compañía ha construido la red de entrega de Wayfair que se especializa en la entrega de artículos grandes. WDN maneja el 90 % de los paquetes grandes en la milla media y el 70 % de los paquetes grandes en la última milla. En general, Wayfair tiene tres ventajas competitivas principales. En primer lugar, ha logrado el estatus de marca familiar en EE. UU., Canadá y EE. UU. En segundo lugar, tiene eficiencias de red ya que millones de clientes atraen proveedores y más proveedores ofrecen una variedad de productos que atrae a los clientes. En tercer lugar, Wayfair tiene economías de escala como una de las pocas empresas que manejan logística global para artículos voluminosos. Dado que la logística cuesta el 20% de cada dólar de ingresos, esta ventaja debería aumentar a medida que crece la empresa.

Amazon se menciona con frecuencia como una amenaza competitiva legítima, por lo que he pasado algún tiempo leyendo transcripciones de entrevistas con ex empleados de Wayfair, Amazon e IKEA. La opinión general de estos "chicos en el terreno" es que un jugador especializado como Wayfair debería poder crear una logística más eficiente para artículos voluminosos que un generalista. Por ejemplo, lo ideal sería que un cliente recibiera una alfombra, un sofá, una mesa y una lámpara de escritorio de diferentes fabricantes en una sola entrega, de modo que la alfombra se pueda colocar antes de ensamblar los otros artículos pesados.

La logística de entrega tradicional no está optimizada para este nivel de coordinación y le da a Wayfair un punto de diferenciación a medida que mejora su oferta.

Con \$ 14 mil millones, Wayfair genera ingresos sustanciales, pero representa solo el 2% del mercado mundial de artículos para el hogar. La compañía cree que tiene el potencial de 8 veces esto para 2030, ya que el mercado general crece de \$ 840 mil millones a \$ 1.2 billones y más cambios de compra en línea, del 20% actual a cerca del 50% como se encuentra con el comercio electrónico más tradicional.

Si bien estos números me parecen optimistas, debo señalar que si la compañía simplemente mantiene su participación actual en las ventas de artículos para el hogar en línea (históricamente, ha absorbido hasta el 40 % del crecimiento en línea), generaría \$60 mil millones en ingresos para 2030. Con escala, los márgenes deberían mejorar (como demostró la compañía que podría suceder en 2020). La gerencia estima márgenes de flujo de efectivo a largo plazo de más del 10 %, utilizo el 8 % después de la compensación basada en acciones, lo que da como resultado un número de flujo de efectivo de aproximadamente \$ 5 mil millones, en comparación con la capitalización de mercado de fin de año de aproximadamente \$ 20 mil millones.

La compañía todavía tiene algunas cosas que probar; por ejemplo, que los clientes regresen consistentemente para compras repetidas y no se "abandone". La empresa gasta el equivalente al valor de un año de margen bruto por cliente y necesita que los clientes regresen para ser confiablemente rentables. La gerencia señala que el 70% de los ingresos que provienen de compras repetidas indican que los clientes vuelven, por ejemplo, a comprar muebles auxiliares después de comprar un mueble central. Aún así, es una métrica que seguiré siguiendo.

En general, creo que Wayfair tiene buenas posibilidades de ser uno de los principales actores globales de muebles en línea, dirigido por fundadores con visión de futuro que fueron lo suficientemente audaces como para invertir en logística diferenciada durante muchos años. Como resultado, está bien posicionado para aprovechar el crecimiento de las ventas de muebles en línea. Wayfair genera \$ 1 mil millones en ingresos de

Canadá, Alemania y el Reino Unido, y 1.500 millones de dólares de una oferta B2B en crecimiento (un submercado sin un jugador dominante), que brindan nuevas vías para el crecimiento futuro.

ETF de minería de oro

Vendí el ETF minero junior y consolidé las ganancias en el ETF principal. Esto fue tanto para cosechar pérdidas fiscales como para consolidar nuestra cartera, ya que los dos ETF tienen un seguimiento razonablemente bueno entre sí, mientras que los principales son menos volátiles.

Samer Hakoura

Alphyn Capital Management, LLC

enero 2022

Descargo de responsabilidad

La descripción en este documento del enfoque de Alphyn Capital Management, LLC y las características específicas de sus estrategias e inversiones se basa en las expectativas actuales y no debe considerarse definitiva ni una garantía de que los enfoques, las estrategias y la cartera de inversiones, de hecho, posean estas características.

La referencia o comparación con un índice no implica que la cartera se construya de la misma manera que el índice o logre rendimientos, volatilidad u otros resultados similares a los del índice. A diferencia de los índices, la cartera modelo se administrará de forma activa y puede incluir valores sustancialmente menores y diferentes que los que componen cada índice. Los resultados de la cartera modelo en comparación con el rendimiento del índice Standard & Poor's 500 (el "S&P 500") solo con fines informativos. El S&P 500 es un índice ponderado por capitalización de mercado no administrado de 500 acciones ordinarias elegidas por el tamaño del mercado, la liquidez y la representación del grupo industrial para representar el rendimiento de las acciones estadounidenses. El programa de inversión no refleja este índice y la volatilidad puede ser sustancialmente diferente a la volatilidad del S&P 500.

Los resultados de rendimiento de la cartera maestra se presentan únicamente con fines informativos y reflejan el impacto que los factores económicos y de mercado materiales tuvieron en el proceso de toma de decisiones del administrador. No se hace ninguna representación de que cualquier inversionista o cartera logre o sea probable que logre ganancias o pérdidas similares a las que se muestran.

Los resultados son netos de todas las tarifas estándar calculadas a la tarifa más alta cobrada, los gastos y la asignación de incentivos estimada. Modelo los rendimientos de la cartera incluyen la reinversión de dividendos y otras ganancias, incluidos los ingresos de nuevas emisiones. La devolución se basa en rendimientos anuales desde el inicio y no da efecto a las marcas de agua altas, si las hubiere. Los rendimientos pueden variar para los inversores que tienen restricciones para participar en nuevas emisiones.

Los resultados de rendimiento hipotéticos no están auditados y no reflejan los resultados reales de ninguna cuenta administrada por Alphyn Capital Management, LLC. Los resultados de rendimiento hipotéticos son solo para fines ilustrativos y no son necesariamente indicativos del rendimiento que se habría logrado realmente si una inversión hubiera utilizado la estrategia durante los períodos relevantes, ni estas simulaciones son necesariamente indicativas del rendimiento futuro de la estrategia. Las limitaciones inherentes del desempeño hipotético pueden incluir: 1) los resultados hipotéticos generalmente se preparan con el beneficio de la retrospectiva; 2) los resultados hipotéticos no representan el impacto que los factores económicos y de mercado materiales podrían tener en el proceso de toma de decisiones de un asesor de inversiones si el asesor estuviera realmente administrando el dinero del cliente; 3) existen numerosos factores relacionados con los mercados en general, muchos de los cuales no pueden tenerse en cuenta en su totalidad en la preparación de resultados de rendimiento hipotéticos y todos los cuales pueden afectar negativamente los resultados de inversión reales.

No hay garantía de que alguno de los valores que se analizan en este documento permanecerá en la cartera de una cuenta en el momento en que reciba este informe o que los valores vendidos no hayan sido recomprados. Los valores discutidos no representan la cartera completa de una cuenta y, en conjunto, pueden representar solo un pequeño porcentaje de las tenencias de la cartera de una cuenta. No se debe suponer que ninguna de las transacciones o tenencias de valores discutidas fue o resultará ser rentable o que las recomendaciones o decisiones de inversión que hagamos en el futuro serán rentables o igualarán el rendimiento de inversión de los valores discutidos en este documento.

Los gráficos, tablas y otras ayudas visuales se proporcionan únicamente con fines informativos. Ninguno de estos gráficos, tablas o elementos visuales las ayudas pueden utilizarse por sí mismas para tomar decisiones de inversión. No se hace ninguna representación de que estos ayudarán a cualquier persona a tomar decisiones de inversión y ningún gráfico, cuadro u otra ayuda visual puede capturar todos los factores y variables necesarios para tomar tales decisiones.

Este informe es solo para fines informativos y no debe interpretarse como un consejo de inversión. No es una recomendación, una oferta de venta o una solicitud de una oferta de compra de ningún valor, estrategia o producto de inversión en particular. Nuestra investigación para este informe se basa en información pública actual que consideramos confiable, pero no declaramos que la investigación o el informe sean precisos o completos, y no se debe confiar en ellos como tales. Nuestros puntos de vista y opiniones expresados en este informe están actualizados a la fecha de este informe y están sujetos a cambios. Se prohíbe cualquier reproducción u otra distribución de este material en su totalidad o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Alphyn Capital Management, LLC.



Hasbro, deja ir a los magos.

El camino de Alta Fox a 100%+ Upside

#FreeTheWizards

17/02/22

FreeTheWizards.com

Descargo de responsabilidad

- Alta Fox Capital Management, LLC ("Alta Fox") ("AFC") es un asesor de inversiones de fondos ("Fondos") en el negocio de compra y venta de valores y otros instrumentos financieros.
- **Confidencialidad; No debe difundirse** : la información establecida en esta presentación se proporciona de manera confidencial al destinatario y no constituye una oferta, solicitud o recomendación para vender o comprar valores, productos de inversión o servicios de asesoramiento de inversión. Tal oferta solo se puede hacer a inversionistas calificados mediante la entrega de un memorando confidencial de colocación privada u otros materiales similares que contengan una descripción de los términos materiales relacionados con dicha inversión. La información publicada y las opiniones expresadas en este documento se proporcionan únicamente con fines informativos. Esta presentación no puede ser reproducida, distribuida o utilizada para ningún otro propósito. La reproducción y distribución de esta presentación puede constituir una violación de las leyes de valores federales o estatales.
- Uno o más Fondos tienen actualmente una posición larga en acciones ordinarias de Hasbro, Inc. ("Hasbro") ("HAS").
- Uno o más Fondos se beneficiarán si el precio de negociación de las acciones ordinarias de HAS aumenta y perderán dinero si el precio de negociación de las acciones ordinarias de HAS disminuye.
- Alta Fox puede cambiar su opinión sobre HAS o sus posiciones de inversión en HAS en cualquier momento, por cualquier motivo o sin motivo alguno. En nombre de los Fondos, Alta Fox comprará, venderá o cambiará la forma o sustancia de su inversión en HAS, lo que significa que podría, en nombre de los Fondos, vender acciones ordinarias de HAS inmediatamente después de esta publicación. Alta Fox no tiene la obligación de notificar al mercado dichos cambios y no lo hará.
- La información y las opiniones expresadas en esta Presentación (la "Presentación") se basan en información disponible públicamente sobre HAS. Alta Fox reconoce que la gerencia de Hasbro puede estar en posesión de información no pública u otra información que podría llevar a Hasbro u otros a estar en desacuerdo con los análisis, conclusiones y opiniones de Alta Fox.
- La Presentación incluye declaraciones prospectivas, estimaciones, proyecciones y opiniones sobre HAS, así como conclusiones más generales sobre el desempeño operativo anticipado de HAS. Dichas declaraciones, estimaciones, proyecciones, opiniones y conclusiones pueden resultar sustancialmente inexactas y están inherentemente sujetas a riesgos e incertidumbres significativos más allá del control de Alta Fox.
- Aunque Alta Fox cree que la Presentación es sustancialmente precisa en todos los aspectos materiales, Alta Fox no hace ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, en cuanto a la precisión o integridad de la Presentación o cualquier otra comunicación escrita u oral que haga con respecto a Hasbro, y Alta Fox renuncia expresamente a cualquier responsabilidad relacionada con la Presentación o dichas comunicaciones (o cualquier inexactitud u omisión en las mismas). Por lo tanto, los accionistas y otros deben realizar su propia investigación y análisis independientes de la Presentación y de Hasbro y otras empresas mencionadas.
- La Presentación no es un consejo de inversión ni una recomendación o solicitud para comprar o vender valores. Excepto donde se indique lo contrario, la Presentación se refiere a la fecha del presente. Alta Fox no asume ninguna obligación de corregir, actualizar o revisar la Presentación ni de proporcionar ningún otro material adicional. Alta Fox tampoco se compromete a tomar o abstenerse de tomar ninguna acción con respecto a Hasbro o cualquier otra compañía.
- ©2022 Alta Fox Capital Management, LLC. Todos los derechos reservados. Este material no puede reproducirse, mostrarse, modificarse o distribuirse sin el permiso expreso previo por escrito del titular de los derechos de autor.

Alta Fox Capital Management, LLC | Antecedentes

Alta Fox Capital Management, LLC es una administradora de inversiones boutique con sede en Fort Worth, TX, fundada por Connor Haley en abril de 2018.

Connor Halley | Socio Director, Gestor de Cartera

Connor Haley fundó Alta Fox Capital Management, LLC en 2018 y es responsable de administrar todos los aspectos del proceso y las estrategias de inversión de la empresa. Le apasiona invertir en acciones incomprendidas y bajo el radar. Antes de fundar Alta Fox, Connor fue analista en Scopia Capital Management LP en Nueva York. Connor ha sido miembro durante mucho tiempo de ValueInvestorsClub.com y fue un inversionista activo en la universidad, ganando numerosas competencias de inversión universitaria. Poco después de fundar Alta Fox, Connor ganó la competencia de presentación de gerentes emergentes (*JYNT*) de la Conferencia de fondos de cobertura de Texas de 2018. En marzo de 2021, Connor aceptó una invitación para unirse a la junta directiva de Mamamancini's Holdings (MMMB). Connor recibió un AB en Gobierno de Harvard College (*magna cum laude*).

En varias ocasiones, Alta Fox ha asumido el rol de inversionista activista y defendió los intereses de todas las partes interesadas. Alta Fox siempre prefiere la interacción colaborativa con los equipos de administración y las juntas, pero, cuando sea necesario, haremos lo que sea necesario para garantizar la equidad para nuestros LP y todos los accionistas. Desde el inicio de la empresa, hemos producido resultados excepcionales a través de este enfoque.

- Collectors Universe (CLCT) tuvo su período más excepcional de retornos para los accionistas luego de que [Alta Fox informara una participación activista](#) y nominara una lista alternativa de directores. La acción rindió un 240% desde la primera participación de Alta Fox el 18 de junio de 2020 hasta la venta final de la empresa a \$92,00/acción (oferta en efectivo) el 5 de febrero de 2021.
- Enlabs (NLAB) vio que el precio de sus acciones se duplicó con creces en menos de un año después de que el informe de investigación inicial de Alta Fox destacara una ventaja superior al 100 % para los inversores. Cuando Entain (ENT) ofreció comprar el negocio el 7 de enero de 2021 por una prima del 1,1 % sobre el precio de negociación previo a la oferta, Alta Fox se opuso públicamente al acuerdo con el apoyo de varios otros accionistas importantes. En última instancia, Alta Fox pudo ayudar a asegurar una oferta final de Entain para todos los accionistas minoritarios que fue un 32 % más alta que su oferta original. [Las acciones rindieron un 132 % desde la primera participación de Alta Fox el 29 de julio de 2020 hasta la venta final de la empresa a 53 SEK por acción \(oferta en efectivo\) el 23 de abril de 2021.](#)

Visite www.AltaFoxCapital.com para obtener una investigación de muestra sustancial y detallada y todas las cartas de desempeño trimestrales históricas.

Resumen de Hasbro	5	
Resumen ejecutivo	6-8	
Resultados de la estrategia “Brand Blueprint”	9-10	
Puntos principales de la tesis	11	
Creemos que Wizards of the Coast es un negocio excepcionalmente de alta calidad con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.	12-26	
Descripción general de Wizards of the Coast		13-14
Perfil financiero de Wizards of the Coast		15-16
Magic: The Gathering - introducción a Arena		17
Magic: The Gathering en el contexto de las cartas deportivas		18
Efectos de red de Magic: The Gathering - poder de fijación de precios - franquicia de crecimiento secular		19-25
Resumen de la vista de variante de Alta Fox		26
Creemos que Wizards of the Coast está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y comunicación con los inversores.	27-49	
El mercado de Wizards of the Coast implicó múltiples		28
¿Por qué el mercado no le da a Wizards of the Coast el crédito que merece dentro de Hasbro?		29-30
Análisis de comparaciones de Wizards of the Coast		31-38
Metodología de valoración de Wizards of the Coast		39
¿Por qué existe esta oportunidad?		40-41
Análisis de escenario de precio objetivo		42-49
Creemos que las franquicias principales de Wizards of the Coast han funcionado como vacas lecheras con ganancias reinvertidas para financiar inversiones altamente especulativas.	50-81	
Numerosos ejemplos de la Junta de Hasbro que ejecuta Wizards of the Coast como una fuente de ingresos y reinvierte su flujo de caja para financiar inversiones altamente especulativas		51-64
Conciliación de Alta Fox del gasto imprudente de la Junta en supuestos de caso base y descripción general de las oportunidades de redistribución		65-67
El tablero de Hasbro no es adecuado para ejecutar Wizards of the Coast		68-80
Resumen del caso de un spin-off		81
Alta Fox identificó oportunidades de reinversión central de alto riesgo y bajo riesgo para Wizards of the Coast	82-85	
Creemos que RemainCo es de alta calidad y debería prosperar en un entorno que exige un enfoque más estricto en el ROIC.	86-95	
Nominados a Alta Fox	96-97	
Conclusión e información de contacto	98-100	

Hasbro, Inc. (HAS) | visión general del negocio

Creemos que Hasbro es esencialmente una sociedad de cartera que respalda tres líneas de negocios subyacentes distintas:



- **División de productos de consumo heredada de Hasbro**

- o Produjo su primer juguete en 1942
- o La propiedad intelectual de la franquicia *de propiedad clave* ("IP") incluye: My Little Pony, Transformers, Nerf, Power Rangers, Peppa Pig, PJ Masks
- o Juegos icónicos propios : Monopoly, Clue, Taboo, Battleship, Life, Candy Land, Connect Four, Twister, Sorry!, Hungry Hungry Hippos, Operation



- **Magos de la Costa ("WOTC")¹**

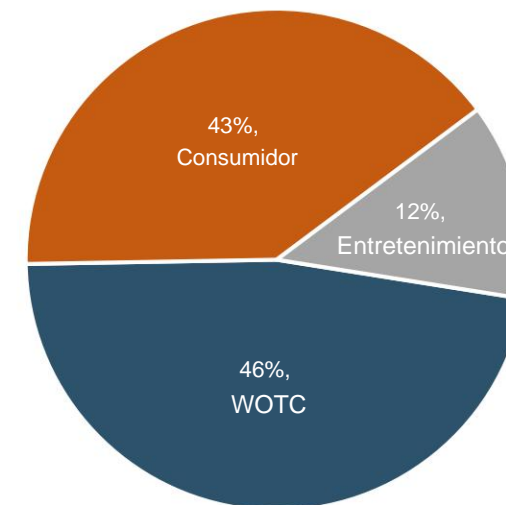
- o Adquirida por Hasbro en 1999 por ~\$400M2
- o Magic: The Gathering ("MTG"): juego de cartas coleccionables líder en la industria **fundado en 1993**
- o Dungeons & Dragons ("D&D"): juego de rol de fantasía líder en la industria **fundado en 1974**

- **Entretenimiento**

- o Entertainment One ("eOne") fue adquirida por Hasbro en 2019 por \$ 4.6B
- o Tenga en cuenta que los ingresos por licencias de productos de consumo previos a la adquisición de eOne se consolidaron en División de productos de consumo de Hasbro
- o Producción y distribución de cine y televisión



Mezcla de EBITDA FY21 de Hasbro2



Fuente: documentos públicos.

1. El uso del antiguo logotipo de WOTC es intencional 2.

La representación del EBITDA del año fiscal 2021 supera el 100 % debido a la exclusión de los gastos generales corporativos

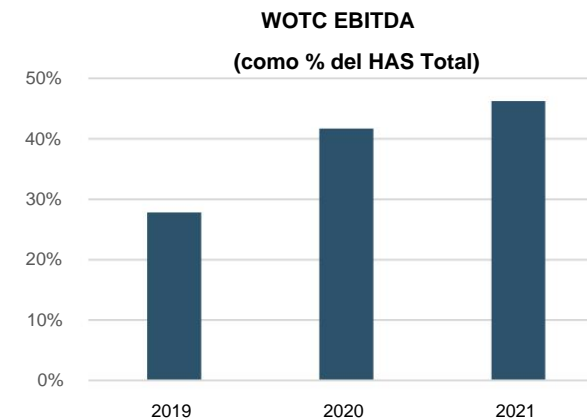
Resumen ejecutivo (1/3)

Creemos que HAS puede cotizar a >\$200/acción para 2024 (caso base), lo que representa una ventaja de >100 % con respecto al precio actual.

- 1) Desde nuestro punto de vista, las acciones de Hasbro cotizan como un negocio de juguetes de consumo de crecimiento lento, pero la mayor parte de su valor está en un segmento mal divulgado, WOTC, que en FY21 aumentó sus ingresos un 42 % con un margen EBITDA del 47 %.
 - Desde nuestro punto de vista, este es un activo increíble e incomprensible con una larga trayectoria de crecimiento que merece un múltiplo de valoración premium.
- 2) WOTC no ha recibido el respeto que merece por parte de los inversores principalmente debido a una falta sistemática de divulgación.
 - A pesar de crecer orgánicamente de ~20 % del EBITDA de Hasbro en 2016 a ~50 % en 2021, Hasbro solo comenzó a reportar ingresos y EBITDA para este segmento en febrero de 2021 y continúa negándose a publicar KPI importantes. Además, creemos que Hasbro ha encadenado a WOTC al operar el segmento como una fuente de ingresos, limitando sus oportunidades internas de reinversión y desviando su flujo de efectivo para invertir en líneas de negocios relacionadas con Hasbro que diluyen los márgenes.
- 3) La estrategia centrada en el "modelo de marca" de RemainCo (divisiones de consumo y entretenimiento) no ha logrado crear valor para los accionistas. Parece haber servido como poco más que una tapadera para la "construcción de un imperio" sin disciplina financiera, sin embargo, la Junta Directiva de Hasbro (la "Junta") continúa duplicando la estrategia a pesar de su pobre desempeño.
 - El directorio de Hasbro está compuesto casi exclusivamente por ejecutivos de juguetes y medios, aunque más de la mitad del valor de la empresa ahora se deriva de WOTC.
 - Los miembros de la junta han presidido durante un largo período de bajo rendimiento y decisiones cuestionables de asignación de capital.
- 4) **Alta Fox cree que Hasbro debería buscar de inmediato una escisión libre de impuestos de WOTC que maximizará el valor para los accionistas y conducirá a mejoras en la asignación de capital tanto en WOTC como en el resto de la compañía, y dan como resultado una ventaja de más del 100 % en los próximos tres años.**
 - Las extensas conversaciones con ex empleados, expertos en juegos y la comunidad WOTC más amplia han dejado en claro que no hay sinergias materiales entre WOTC y Hasbro que justifiquen encadenar este activo de gema dentro del conglomerado más grande.

Resumen ejecutivo (2/3)

- Con base en el precio actual de sus acciones¹ y la estimación conservadora del valor justo de Alta Fox de Consumer & Entertainment divisiones ("RemainCo"), **los inversionistas solo están pagando 11.8x FY23 EBITDA para poseer WOTC.**
- Alta Fox cree que si WOTC recibiera la divulgación adecuada y la atención de los inversionistas (que se puede lograr a través de una escisión libre de impuestos), el activo se cotizaría a 20x+ EBITDA de los próximos doce meses ("NTM") dados sus fuertes efectos de red, fijación de precios potencia y larga pista de crecimiento.
- **Esperamos que una escisión de WOTC genere una ventaja superior al 100 % para los accionistas de Hasbro en los próximos años años.**
- **El segmento más valioso de Hasbro, WOTC, aumentó de ~25 % del EBITDA a ~50 % del EBITDA en los últimos dos años, pero el precio de las acciones de Hasbro y el múltiplo a futuro promedio se mantienen planos o bajos durante ese período.**
- **Creemos que esto ha creado una excelente oportunidad de compra para los inversores.**



	RemainCo	magos de la costa
CAGR Rev 2019-2021	-0.4% ²	30,0%
Margen EBITDA 2021	14,2%	47,1%
AFC conservador est 2021-2024 Rev CAGR	3,4%	12,8%
AFC FY23 Caso base EBITDA Múltiple	10.0x	23,0x
Precio actual de las acciones de Hasbro ¹	\$97.04	
Mercado Implícito WOTC Múltiple		11,8x

Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

1. Precio de cierre de las acciones de Hasbro el 16 de febrero de 2022: \$97.04

2. La tasa de crecimiento anual compuesto de ingresos ("CAGR") de RemainCo de -0.4% se atribuye principalmente a la falta de desarrollo de contenido inducida por el covid para las marcas propias y asociadas de Hasbro, así como los proyectos de entretenimiento 3P, además de los desafíos de gestión de inventario a la luz de La crisis de la cadena de suministro mundial. A largo plazo, esperamos que este segmento crezca a una CAGR de ingresos de un dígito bajo a medio.



Hasbro: NTM VE/EBITDA

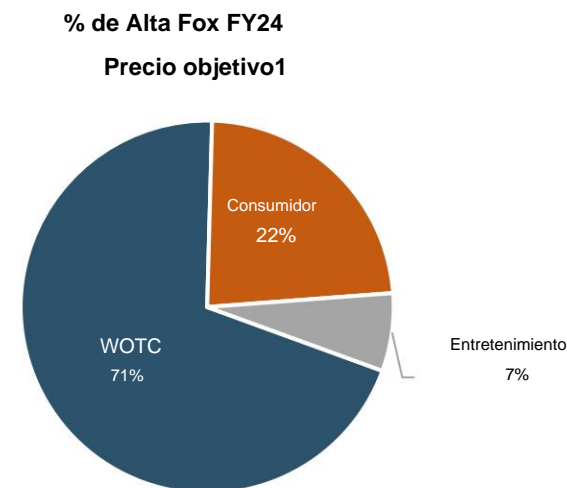


Resumen ejecutivo (3/3)

Parece que el mercado todavía percibe y valora a Hasbro como una empresa de juguetes de crecimiento lento, pero su negocio de consumo (juguetes) representa solo el 22 % del valor intrínseco estimado por Alta Fox.

Nuestra opinión es que Hasbro es ahora un negocio de "Wizards of the Coast" que también fabrica juguetes

Nos queda claro a partir de la caída de dos días del -7,4 % en las acciones de Hasbro tras el anuncio de la pérdida de los derechos de producción de juguetes Disney Princess/Frozen (*contratos que representaban mucho menos del <1 % del valor intrínseco de Hasbro*) que la **mayoría de los inversores están completamente inconsciente de que la gran mayoría del valor fundamental y el poder de ganancias de Hasbro se encuentran en su segmento WOTC de alta calidad.**



Fuente: Alta Fox, Bloomberg.

1. El precio objetivo de Alta Fox FY24 se ajusta proporcionalmente a la deuda neta.
2. <https://www.bizjournals.com/thedeisland/news/2022/01/26/hasbro-loses-disney-princesses-to-mattel.html>

Defectos en la narrativa de la empresa

- Hasbro promociona la narrativa de que está reinvertiendo en Magic: The Gathering ("MTG") / Dungeons & Dragons ("D&D", y colectivamente, "PI central de WOTC") mediante la producción de contenido de entretenimiento para la IP central de WOTC. Esto parece ser parte de la estrategia fallida de "Brand Blueprint" de Hasbro que ha ejecutado durante los últimos 5 años y ha tenido un desempeño significativamente inferior al del mercado.
- Creemos que la estrategia de "Brand Blueprint" de la compañía es poco más que un término generoso para "construir un imperio" sin necesidad de financiación. disciplina, y que **se necesita un cambio significativo en la dirección estratégica.**
 - o La costosa y especulativa adquisición de eOne por \$ 4600 millones en 2019¹ no fue necesaria para hacer un programa de televisión de MTG o una película de D&D y cargó a la empresa con una deuda de miles de millones, que años más tarde todavía está tratando de pagar: este es capital de reinversión que podría haber se ha dedicado a desarrollar aún más el núcleo IP de WOTC.
 - o **Desde nuestro punto de vista, este acuerdo es emblemático de cómo la Junta de Hasbro administra las franquicias principales de WOTC como fuentes de ingresos para financiar inversiones especulativas de bajo ROI bajo el pretexto de su estrategia de "Plan de marca".**
- Para citar a un antiguo empleado senior de WOTC de 16 años:

"Las sinergias han sido en una dirección. Wizards of the Coast le ha dado una tonelada a Hasbro en recursos financieros, mientras que Hasbro no le ha devuelto mucho. Impulsar perpetuamente las marcas de Wizards of the Coast detrás de las marcas de Hasbro ha frenado el desarrollo de WOTC por 10 años".

1. El precio de compra de eOne representó ~1/3 del valor empresarial ("EV") de Hasbro en el momento de la adquisición. El precio de las acciones de Hasbro cayó un 9% el día siguiente al anuncio de la adquisición de eOne (23/8/19) y hoy permanece por debajo del precio de las acciones justo antes del anuncio de la adquisición.

Resultados de la estrategia “Brand Blueprint”

Análisis de rentabilidad total para accionistas de Hasbro

	<u>TSR 5 años</u>	<u>TSR 4 años</u>	<u>TSR 3 años</u>	<u>TSR 2 años</u>	<u>TSR 1 año</u>
Rendimiento anualizado de Hasbro	2,7%	2,4%	7,0%	2,8%	11,6%
Rendimiento anualizado del índice S&P 500	15,8%	15,1%	19,2%	16,8%	15,4%
bajo rendimiento	-94,6%	-65,7%	-47,1%	-31,0%	-3,8%
Rendimiento anualizado de Hasbro	2,7%	2,4%	7,0%	2,8%	11,6%
Índice Russell 1000 Consumer Discretionary Rentabilidad anualizada	18,2%	16,8%	21,1%	19,9%	1,9%
bajo rendimiento	-116,8%	-88,2%	-69,4%	-49,3%	9,8%

Fuente: Bloomberg. Los rendimientos de HAS y S&P 500 asumen que los dividendos se reinvierten. Datos hasta el 16/02/22.

Tesis | Visión de conjunto

Alta Fox cree que Hasbro debería buscar de inmediato una escisión libre de impuestos de WOTC que maximizará el valor para los accionistas, conducirá a mejoras en la asignación de capital tanto en WOTC como en el resto de la compañía y dará como resultado una ventaja de más del 100 % en los próximos tres años.

Alta Fox cree:

1. WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.
2. WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los inversores. Esto ha dificultado que analistas tanto del lado de la compra como del lado de la venta para apreciar completamente la calidad comercial y el valor intrínseco de WOTC.
3. Las franquicias centrales de WOTC se han manejado como fuentes de ingresos a pesar de ser las principales verticales de crecimiento de Hasbro. Esto se refleja en una Junta que continúa tomando decisiones cuestionables de asignación de capital y no está bien preparada para administrar WOTC.
4. Como entidad independiente, el crecimiento de los ingresos a largo plazo y el perfil de margen de WOTC mejorarían notablemente, y el mercado podría valorar adecuadamente el activo desbloqueando un valor significativo para los accionistas de HAS.
5. Consumer & Entertainment RemainCo presenta una propiedad intelectual sólida con un gran talento creativo y debería prosperar en un entorno eso dicta un enfoque más estricto en el ROIC.

1

**Creemos que WOTC es un negocio de calidad
excepcionalmente alta con fuertes efectos de red,
poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.**

Magos de la costa | Resumen (1/2)

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

- **Magic: The Gathering ("MTG") y Dungeons & Dragons ("D&D")** constituyen la gran mayoría de las ventas de WOTC

(Alta Fox estima ~90%)

- **MTG y D&D son los mejores juegos de estrategia y juegos de rol de su clase, respectivamente, con seguidores de culto y bases de seguidores cada vez mayores.** Si bien los juegos se originaron en configuraciones de mesa, ambos han migrado a enfoques omnicanal con formas de jugar en línea y fuera de línea.
- *Dado que MTG representa la mayoría de los ingresos de WOTC, será el tema central de nuestra presentación. Si bien dedicamos menos tiempo al resto de el negocio, creemos que está creciendo de manera similar y también es de alta calidad.*

Magic: The Gathering: fundado en 1993 Juego de

cartas intercambiables global ("TCG"). Piense en el ajedrez, pero con cientos o miles de piezas, cada jugador puede personalizar sus propios tableros. WOTC crea constantemente nuevas tarjetas MTG y tiene varios modos de juego que solo incluyen ciertos tipos de tarjetas (es decir, limitada, estándar, moderna, heredada, clásica, comandante).

Dungeons & Dragons: fundado en 1974 Juego de

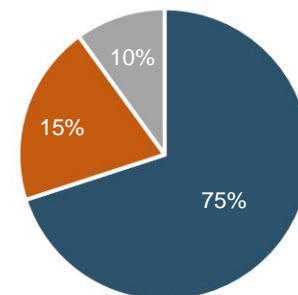
rol global ("RPG"). El predecesor de los exitosos videojuegos de rol como World of Warcraft o Skyrim, D&D es un juego colaborativo de narración de historias. Cada jugador adopta su propio personaje con atributos/habilidades únicos que ayudan a determinar los éxitos/fracasos del grupo a medida que se desarrolla la historia. WOTC crea constantemente nuevos mundos, desafíos y aventuras para los jugadores que se lanzan a través de nuevas ediciones de los "libros de reglas" de D&D.

Juegos digitales con licencia

Los desarrolladores de juegos de terceros a menudo se asocian con Hasbro para crear juegos basados en la propiedad intelectual de Hasbro. Hasbro a menudo gana regalías sobre las ventas de estos videojuegos en el mercado secundario (ingresos registrados en el segmento de juegos digitales con licencia WOTC).



% de ingresos de WOTC 2021 AFC Est



■ Juegos digitales con licencia MTG D&D

Hasbro no ha desglosado oficialmente la combinación de ingresos de WOTC. Este es otro ejemplo de divulgación deficiente de la Junta en relación con un segmento comercial clave. Tenga en cuenta que Duel Masters y otras IP pequeñas no se desglosan explícitamente, ya que estimamos que son partes insignificantes de los ingresos.



Magos de la costa | Resumen (2/2)

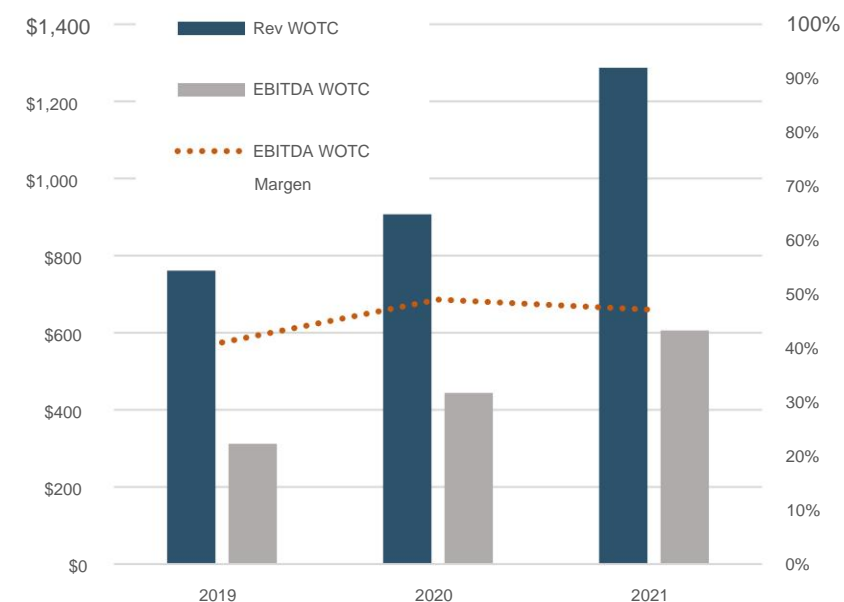
1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

- **MTG y D&D son máquinas de flujo de efectivo de alto margen permanente con casi 30 y 50 años de historia, respectivamente**, ya que el costo variable de los bienes vendidos ("COGS") para ambos productos físicos es esencialmente de impresión y distribución (mientras que los COGS variables son esencialmente cero para los productos en línea). Ventas). A medida que la calidad y la consistencia de los nuevos lanzamientos han mejorado tanto para MTG como para D&D, también lo han hecho los seguidores y los ingresos de los jugadores.

Monetización de MTG	Monetización de D&D
<p>Monetización de MTG impulsada por:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lanzamientos constantes de papel nuevo y en línea "paquetes/cajas de refuerzo" de tarjetas comerciales aleatorias y un puñado de otros productos. <p>El producto se distribuye a través de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Una red mundial de 8000 tiendas de pasatiempos.¹ • Ubicaciones minoristas globales de grandes superficies • Plataformas en línea propias y de terceros. <p>Los jugadores usan las cartas que abren de los paquetes para construir sus propios mazos únicos y personalizados para jugar unos contra otros.</p>	<p>D&D monetiza su base de clientes principalmente por:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lanzamiento de nuevos libros que presentan nuevos personajes, escenarios e historias que permiten a los jugadores experimentar constantemente nuevos escenarios y objetivos de juego de roles. <p>Los productos se venden a través de una red de distribución similar a la de MTG, incluidos los canales en línea propios y de terceros.</p> <p>D&D también obtiene una cantidad significativa de ingresos por licencias de marcas, videojuegos y sitios web asociados que ayudan a llevar el juego en línea.</p>

Hasbro informó ingresos WOTC y EBITDA



Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. Teleconferencia de entretenimiento interactivo global virtual de Jefferies – Hasbro – 11 de noviembre de 2021

Nota: D&D como aparece en Netflix Stranger Things: <https://www.youtube.com/watch?v=A4fwA4-yNkk>

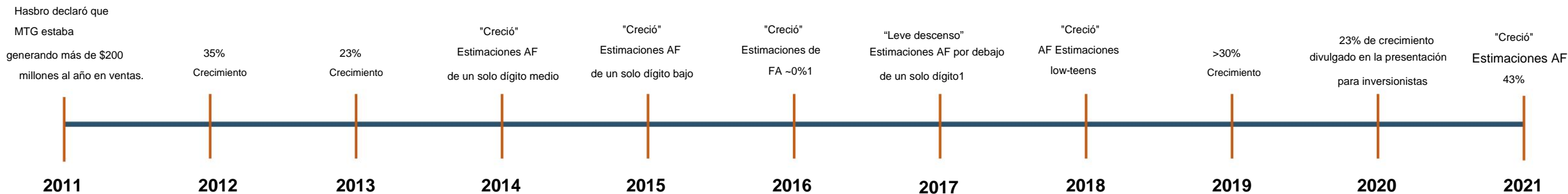
WOTC | MTG - Perfil financiero (1/2)

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

- Hasbro compró WOTC en 1999. Durante más de 20 años, HAS se negó a divulgar públicamente los ingresos o el EBITDA de WOTC. Esto finalmente cambió en 2021.
- La decisión de dos décadas de la Junta de no divulgar más detalles sobre WOTC, a pesar de su importante crecimiento y contribución a las ganancias, es, en nuestra opinión, un excelente ejemplo de la transparencia extremadamente pobre de Hasbro para los inversores.
- Cuando Hasbro finalmente reveló la rentabilidad del segmento de WOTC en su día del inversor de 2021, WOTC emergió como un asombroso 42 % del EBITDA de Hasbro 2020.
- Antes del lanzamiento de febrero de 2021, la Compañía solo brindaba comentarios ocasionales sobre la tasa de crecimiento de MTG.
- Alta Fox concilió los comentarios históricos de Hasbro para reconstruir lo que creemos que ha sido la historia de crecimiento de MTG durante la última década.
- El resultado neto implica que MTG está en camino de generar casi \$1 mil millones en ingresos en 2021.

Seleccione los comentarios de Hasbro MTG de las conferencias telefónicas:1



Tenga en cuenta que Hasbro no dio el mismo nivel de divulgación para D&D IP en llamadas de conferencia históricas

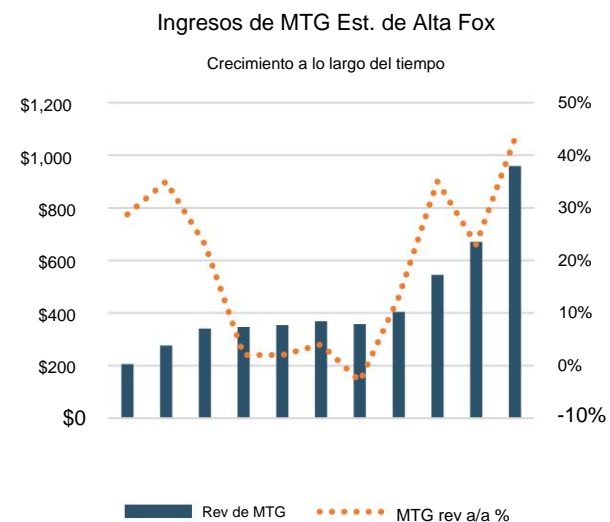
1. Conferencias telefónicas anuales y comentario de Chris Cocks en la Conferencia Jefferies 2021

WOTC | MTG - Perfil financiero (2/2)

- Chris Cocks, presidente de WOTC, reveló recientemente en noviembre de 2021 en una conferencia de Jefferies que WOTC ha visto crecer sus ingresos a una CAGR del 13 % en los últimos 10 años.
- Esto es coherente con el análisis de Alta Fox de las escasas divulgaciones de Hasbro, que arroja una CAGR MTG de ~15 % a 10 años.
- **AFC cree que WOTC debería *al menos* poder mantener su CAGR de ingresos de 13% en 10 años durante los próximos años** (suposición del caso base de AFC) **si no continúa manteniendo su CAGR de ingresos de 3 años de ~ 30%** (suposición del caso alcista de AFC)
- Es útil analizar los ingresos históricos de MTG en 3 fases distintas de crecimiento:
 - o Fase 1 (2011-2013): WOTC tenía ofertas digitales primitivas¹ sin competencia digital significativa.
 - o Fase 2 (2014-2017): Activision ("ATVI") lanzó Hearthstone en 2014, un juego de cartas más informal solo digital. WOTC no tenía una oferta competitiva, pero en respuesta comenzó a desarrollar Magic: Arena ("Arena"), una versión digital fiel a la de mesa de MTG.
 - o Fase 3 (2018-2021): Arena beta lanzada en septiembre de 2018, lanzada por completo en 2019 y móvil lanzada en 2021. Si bien tardó muchos años en construirse, el resultado es impresionante.

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.



Estimaciones de ingresos de Alta Fox Magic: The Gathering Basado en el comentario de la teleconferencia de Hasbro	Fase 1: Estrategia digital limitada			Fase 2: Fase de incubación de la estrategia digital				Fase 3: Lanzamiento y cosecha de canal digital			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de Magic: The Gathering revelados por HAS	>200M										
Estimación de ingresos de Alta Fox Magic: The Gathering	205	277	347	354	368	368	357	404	545	670	959
% anual	29%	35%	23%	2%	2%	4%	-3%	13%	35%	23%	43%
CAGR de 10 años										15%	17%
años CAGR de 10 años - WOTC Chris Cocks (Fuente: Jefferies Nov 2021 Conference)										13%	
Hasbro Magic: The Gathering y/y comentario	>25%	>30%	23%	Creció	Creció	Creció	Levemente abajó creció		>30%	Creció	Creció

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. Magic: Online y Duelos de los Planeswalkers

WOTC | MTG - Introducción a Arena

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

Arena sentó las bases para la próxima década de crecimiento de MTG, con un número récord de jugadores activos e ingresos aún por llegar.

Arena es una verdadera réplica digital del juego MTG en papel y ha sido bien recibido por los jugadores de MTG en todo el mundo. La plataforma comenzó a desarrollarse en 2014, se lanzó en versión beta para computadoras de escritorio en 2018, computadoras de escritorio completas en 2019 y dispositivos móviles en 2021. Arena es un juego gratuito, pero tiene altos niveles de monetización y participación de los jugadores.

Creemos que Arena es increíblemente importante de entender para valorar y pronosticar las finanzas de WOTC por las siguientes razones:

- **Incrementa dramáticamente el Total Addressable Market ("TAM") de MTG al reducir el anterior barreras significativas para aprender el juego y atender a una nueva audiencia digital**

- o Históricamente, la única opción para aprender MTG era de un amigo o familiar; ahora uno puede aprender de un tutorial digital de inmersión en la comodidad de su hogar.

- **Expande la cantidad de horas que un jugador puede jugar mejorando la monetización del jugador**

- o Históricamente, la única forma de jugar MTG era con amigos/familiares o en tiendas de juegos locales en horas específicas de la semana. Ahora los jugadores pueden tener una experiencia MTG de alta calidad en cualquier momento y en cualquier lugar, lo que mejora la monetización y el compromiso de los jugadores.

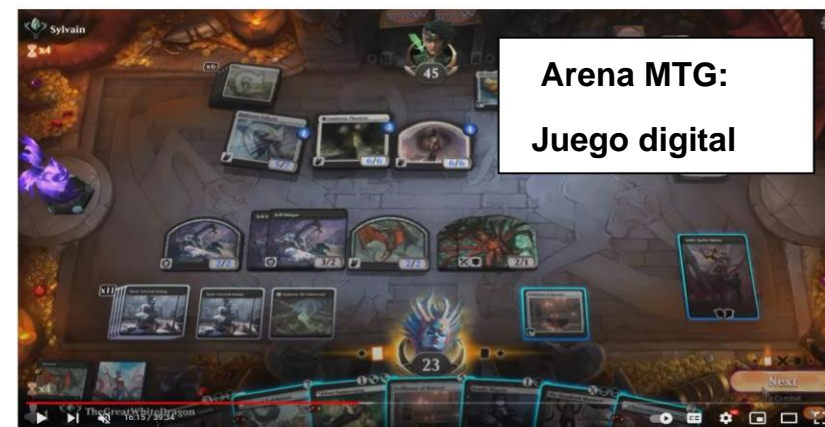
- **Aumenta la adherencia, mejorando así la retención de jugadores**

- o El sistema de recompensas y moneda del juego mantiene a los jugadores comprometidos y motivados.
- o Los jugadores juegan una media de 9 horas a la semana¹, lo que ha sido consistente desde el lanzamiento de Arena en 2019.

1. Mencionado en varias conferencias telefónicas y ganancias recientes de Hasbro



**MTG en persona:
Juego de papel**



**Arena MTG:
Juego digital**

<https://www.youtube.com/watch?v=gMQZGJZX9Mo>

WOTC | MTG - En el contexto de las cartas deportivas

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

Para aquellos menos familiarizados con MTG, una comparación útil es la siguiente: el modelo comercial principal de MTG es una versión de calidad mucho mayor de los modelos comerciales de los principales fabricantes de tarjetas deportivas como The Topps Company ("Topps") y Panini Group ("Panini").

WOTC contra fabricantes de tarjetas deportivas

Características compartidas

El valor se coloca en las tarjetas en el mercado secundario: ambos pueden imprimir tarjetas por fracciones de un centavo que luego podrían valer \$ 1000 en el mercado secundario.

Abrir paquetes es similar a "mini máquinas tragamonedas"- Ambos venden "paquetes" de cartas al azar, lo que agrega emoción a la apertura de los paquetes, ya que lo que hay dentro del paquete podría valer muchos múltiplos del paquete en sí.

Distribución : ambos venden a través de una red de tiendas de pasatiempos y grandes tiendas minoristas, así como en línea.

Características superiores de WOTC

WOTC posee la propiedad intelectual de MTG y no tiene que pagar una elevada y creciente tarifa de regalías a terceros. Esto le da a MTG una economía de unidad mucho más convincente que sus pares de Sports Card.

WOTC no tiene riesgo de "perder su licencia" para la producción de tarjetas : *este riesgo se manifestó tanto para Topps como para Panini en 2021, cuando se anunció que ambos perderían sus licencias exclusivas de tarjetas comerciales con las principales ligas deportivas*^{1,2}.

La demanda de MTG se centra en la demanda de jugar el juego, creando una corriente de demanda razonablemente inelástica que no se encuentra en las tarjetas deportivas: los jugadores *necesitan* tarjetas de alta calidad y, a menudo, *las tarjetas más nuevas* para jugar de manera competitiva. Esto crea una demanda de consumo mucho más fuerte y más consistente tanto en el mercado primario como en el secundario de MTG.

MTG Arena lleva el vector de crecimiento de WOTC más allá de las tarjetas deportivas: Arena ofrece a WOTC un punto de contacto D2C con los clientes y una experiencia de juego MTG mejorada.



Esta tarjeta se vendió por \$ 511,100 en eBay en enero de 2021, lo que la convierte en la tarjeta MTG más valiosa jamás impresa.

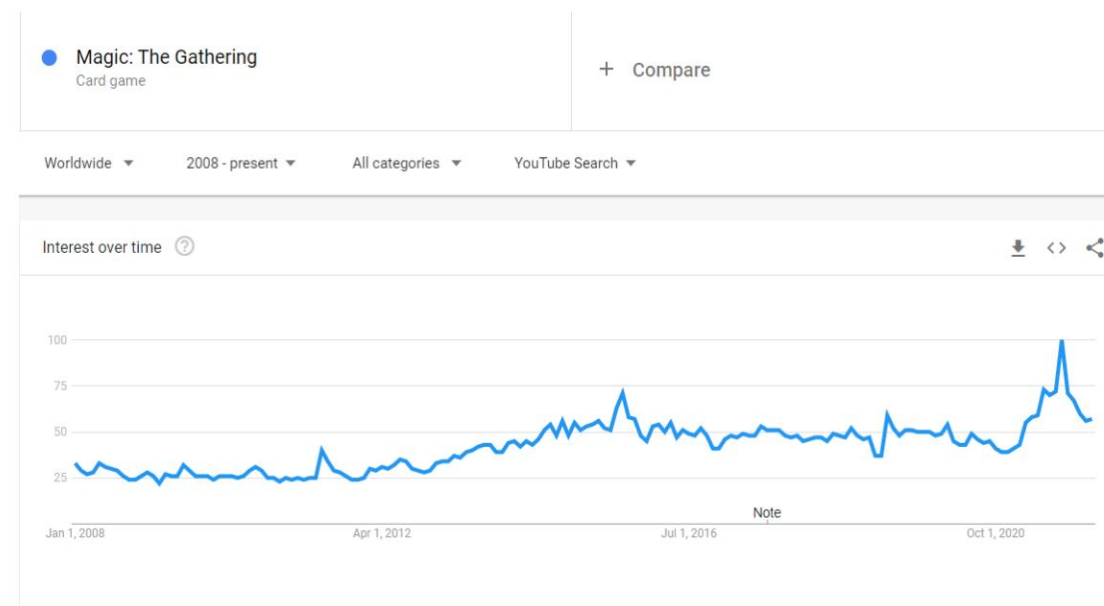
1. <https://www.nytimes.com/2021/08/20/business/topps-baseball-cards-ipo.html>
2. <https://clutchpoints.com/panini-ousted-fanatics-swoops-in-groundbreaking-nba-card-deal/>

WOTC | MTG – Efectos de red (1/2)

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

- Hoy en día, más de 50 millones de personas han jugado MTG a pesar de que el juego solo creció a través del boca a boca y el marketing limitado (ningún programa de televisión o franquicia de videojuegos exitosa anterior).¹
- Hasbro ha proporcionado esporádicamente datos de indicadores clave de rendimiento ("KPI") en torno a MTG en sus conferencias telefónicas en los últimos años que hablan de sus efectos de red y fuertes métricas de **participación** y **retención** de jugadores:
 - o En 2019, el CEO de Hasbro declaró que había 10 millones de **jugadores activos**.
 - o En 2019, Chris Cocks, presidente de WOTC y director ejecutivo entrante de Hasbro, afirmó que el jugador promedio de MTG se dedica al juego durante 8 años antes de que la vida lo aleje del pasatiempo por un período de tiempo (nuevo trabajo, hijos, etc.). Nueve de cada diez veces, simplemente se toman un descanso del juego y eventualmente regresan.
 - o Poco después del lanzamiento de Arena en 2018, **el jugador promedio estaba jugando Arena ocho horas a la semana**. Ese tiempo de juego aumentó a nueve horas a la semana en 2019 y se ha mantenido en ese nivel hasta el tercer trimestre **de 2021.2**



1. <https://www.enadglobal7.com/press/BD7BB0442252D02E/>

2. Fuente: 9.22.21 Transcripción de la charla informal de Hasbro Goldman Sachs

WOTC | MTG – Efectos de red (2/2)

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

- Desde nuestro punto de vista, los efectos de red de MTG nunca han sido tan fuertes (respaldados por el auge de Internet, la proliferación de la creación de contenido y el lanzamiento de Arena).

o Herramientas como Reddit y los grupos de Facebook han permitido una mayor participación de los jugadores. e interacción, lo que facilita la conexión de los jugadores.

o La creación de contenido para el consumidor centrada en MTG nunca ha sido más vibrante:

- Juego de Arena grabado en YouTube/Twitch
- Consejos y estrategias de construcción de mazos publicados en numerosos sitios web/foros¹
- Asesoramiento y herramientas de negociación/inversión para el mercado secundario de MTG alojado en varios sitios web exclusivos de MTG²

o **Arena ha mejorado drásticamente los efectos de red de MTG al desglosar las barreras de entrada del juego.**

- A medida que las ofertas en Arena continúen expandiéndose (es decir, lanzamiento de nuevos formatos de MTG como pionero y comandante), más jugadores de MTG se sentirán atraídos por la plataforma. Más jugadores deberían mejorar los tiempos de emparejamiento, lo que a su vez debería mejorar el compromiso y, en última instancia, aumentar aún más los efectos de red de Arena.

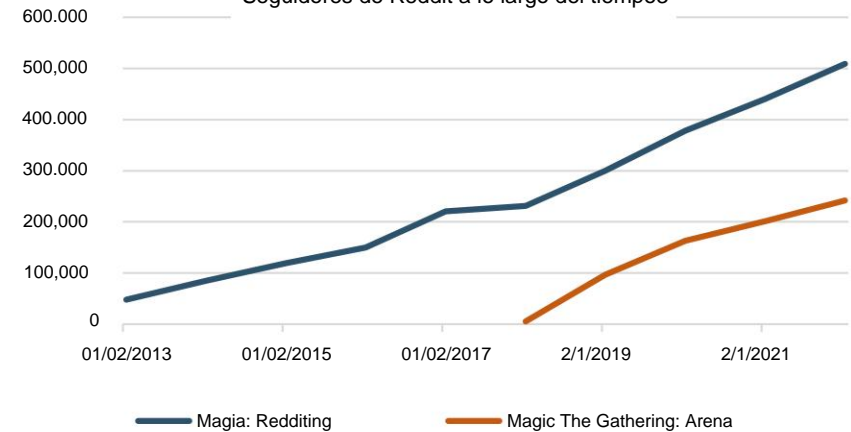
1. Fuente: <https://aetherhub.com/> | <https://tappedout.net/>

2. Fuente: <https://www.echomtg.com/> | <https://www.quietspeculation.com/>

3. Fuente: <https://www.reddit.com/r/magicTCG/> | <https://www.reddit.com/r/MagicArena/>

Magia: la reunión

Seguidores de Reddit a lo largo del tiempo³



WOTC | MTG – Poder de fijación de precios

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

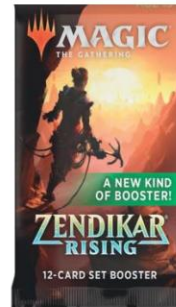
- Creemos que MTG es su propio mercado de pseudomonopolio y no tiene competencia directa.
- La fuerte demanda inelástica de los clientes está presente con cada nuevo juego que se lanza al mercado.
- Creemos que esto da como resultado un poder de fijación de precios fenomenal para WOTC. El ingreso promedio de WOTC por "paquete de refuerzo" ha aumentado un 50 % en los últimos 5 años (de \$3,99 a ~\$6,00).³ Sin embargo, en lugar de aumentar los precios de sus paquetes de refuerzo insignia, que se han mantenido ~sin cambios desde 2006,² WOTC ha ofrecido más productos auxiliares como "Collector Boosters", que cuentan con ARPU de \$ 20-30 y "Set Boosters", que cuentan con ARPU de \$4.99-\$5.99.^{3,4,5}
- Digitalmente, el usuario promedio de Arena juega durante 9 horas a la semana, pero en 2019 gastó solo \$ 101 / año según una encuesta de consumidores con > 2,700 respuestas.⁶ Esta es una propuesta de valor para el consumidor notablemente sólida en comparación con el entretenimiento más tradicional, como los cines, que proporcionan una experiencia menos atractiva y más mercantilizada.

Arena ARPU relativo al tiempo pasado en la plataforma	
Promedio Horas / Usuario / Semana	9
Semanas en el año	52
Promedio Horas / Usuario / Año	468
ARPU Reddit 2019	\$101
Arena Costo Efectivo / Hora	\$0.22
Sala de cine \$ / Hora gastada	
Duración media de la película (horas) ⁷	1.66
Coste medio del billete ⁸	\$9.2
Cine Costo Efectivo / Hora	\$5.52

\$3.99 precio punto³



\$4.99-5.99 punto de precio⁵



\$20-30 punto de precio⁴



1. 11.11.21 Jefferies Virtual Global Interactive de Hasbro

Llamada de conferencia de entretenimiento

2. Fuente: Fandom

3. Fuente: Fandom

4. Fuente: Fandom

5. Fuente: Fandom

6. Fuente: Reddit

7. Fuente: <https://towardsdatascience.com/>

8. Fuente: <https://247wallst.com>

WOTC | MTG – Franquicia de Crecimiento Secular (1/4)

1 Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

MTG tiene un embudo de adquisición de clientes "incorporado", ya que los juegos de cartas dirigidos a niños (Pokémon y Yu-Gi Oh) y usuarios ocasionales (Hearthstone) a menudo hacen que esos jugadores finalmente migren a MTG debido a su mecánica de juego de mayor calidad.

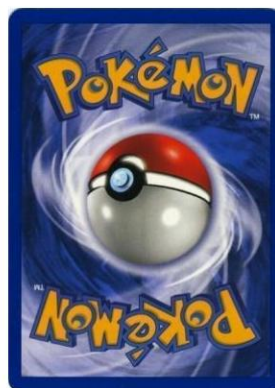
- Mientras que otros juegos van y vienen, MTG ha sido jugado desde 1993 y ha resistido la prueba del tiempo. Incluso hoy en día, creemos que la complejidad y riqueza de la jugabilidad de MTG supera con creces a otros populares juegos de cartas coleccionables en papel y digitales como Pokémon, Hearthstone y Yu-Gi-Oh.
- Esto ha creado un fenómeno de “graduación”, donde muchos jugadores de cualquiera de los juegos de cartas mencionados anteriormente eventualmente migran a MTG, creando un embudo perpetuo de nuevos jugadores para WOTC.

Demografía de edad objetivo:

Pokémon TCG1

Demografía declarada: mayores de 6 años

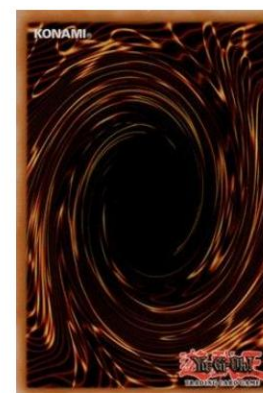
Segmento demográfico objetivo4 : Edades 6-12



Yu-Gi-Oh TCG2

Demografía declarada: mayores de 6 años

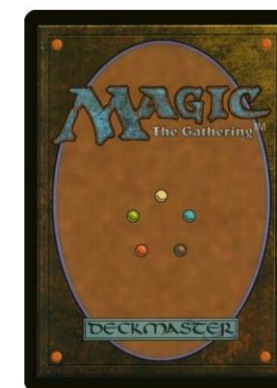
Segmento demográfico objetivo4 : Edades 8-17



Magia: la reunión TCG3

Demografía declarada: mayores de 13 años

Segmento demográfico objetivo4 : Mayores de 13 años



1. Fuente: [Bulbapedia](#)
2. Fuente: [Wikipedia](#)
3. Fuente: [Fandom](#)
4. Edad demográfica objetivo de Alta Fox

WOTC | MTG – Franquicia de crecimiento secular (2/4)

1 Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

Creemos que los inversores se han perdido lo pegajoso y poco penetrado Arena todavía lo es hoy y, además, hay una fruta al alcance de la mano significativa que aumentará significativamente la monetización de los jugadores en Arena que WOTC aún no ha capturado.

- **El presidente de WOTC, Chris Cocks, amplió significativamente las estrategias de comercialización de MTG, aumentando el TAM de MTG >10 veces.**
 - o Históricamente, los productos de MTG se dirigieron principalmente a jugadores competitivos. Durante los últimos años, los productos MTG han cambiado su enfoque para mejorar admite jugadores casuales, jugadores sociales, coleccionistas y *jugadores digitales*. Parece que estas nuevas verticales han recibido la mayor parte de la atención de WOTC en los últimos años y han dado como resultado que la CAGR de ingresos de WOTC aumente a ~30 % durante el último período de 3 años.
- Creemos que todavía hay frutos al alcance de la mano en MTG Arena que podrían capturarse fácilmente y mejorarían la monetización de los jugadores y compromiso:
 - o **Aumentar el número de torneos “Arena Open”.** Estas son las únicas oportunidades para que los jugadores ganen premios en efectivo mientras juegan en Arena y han visto una participación significativa. Si bien estos solo se llevan a cabo una vez cada ~ 6-8 semanas y cuentan con un marketing mínimo en la actualidad, **la investigación de clientes de Alta Fox ha indicado que existe suficiente demanda de clientes para que estos torneos se celebren al menos dos veces. semanalmente, si no con más frecuencia.**
 - o **Habilitación de ofertas de suscripción** , como entradas a torneos con descuento, compras de "paquetes de refuerzo" a precios reducidos y construcción de mazos herramientas auxiliares.
 - o **Agregar formatos multijugador con más énfasis en el juego casual con amigos.**

Fuente: Alta Fox.

WOTC | MTG – Franquicia de crecimiento secular (3/4)

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

La investigación de Alta Fox sugiere que los ARPU de Arena son significativamente más altos que los ARPU de papel.

Análisis ARPU de MTG en papel:

- El 7 de marzo de 2019, en una conferencia de consumidores organizada por UBS, el CEO de Hasbro mencionó que **aproximadamente 10 millones de personas estaban jugando MTG**. • Alta Fox estima que MTG obtuvo **\$404 millones en ingresos en 2018**. Tenga en cuenta que esto La cifra fue anterior al lanzamiento oficial de Arena en septiembre de 2019 y creemos que se puede asumir con seguridad que gran parte de estos ingresos se obtuvieron en papel (en lugar de digital). • **\$404M de ingresos en 10M de usuarios implican un ARPU de ~\$40 para MTG en papel**. • Hasbro ha declarado con frecuencia en sus conferencias telefónicas que el **crecimiento en Arena ha sido aditivo, en lugar de caníbal, para las ventas de papel MTG**. • **Alta Fox estima que los ARPU físicos de hoy están muy por encima de los \$40/nivel de jugador en 2018.**

Ingresos promedio estimados de Paper MTG por usuario en 2018	
Ingresos estimados de AFC Magic: The Gathering (M)	\$404.0
Jugadores MTG activos citados por Hasbro (M)	10.0
Ingresos promedio implícitos de papel MTG por usuario en 2018	\$40.4

Análisis ARPU digital de MTG Arena:

- Una encuesta de Reddit1 publicada en julio de 2019 preguntó a los usuarios cuánto habían gastado ya en Arena. La publicación recibió más de 2.700 respuestas. Los resultados indicaron que no solo la mayoría de los usuarios de Arena pagaban a los usuarios, sino que **el ingreso promedio por usuario TOTAL fue de ~ \$ 101, más del doble de los \$ 40 ARPU implícitos de MTG físico en 2018**.
- Los datos de una firma líder de análisis móvil implican que el gasto *móvil* actual en Arena tiene una tasa de ejecución de \$84/año. Creemos que este número es artificialmente bajo, ya que hay una superposición en los usuarios que juegan en dispositivos móviles y computadoras de escritorio, y su gasto en computadoras de escritorio no se refleja en esta cifra.
- La encuesta propia de Alta Fox de 2021 indicó que el gasto anual por Arena cliente tenía una tendencia cercana a los \$150.

Encuesta Reddit 2019 MTG Arena Resultados de gastos de clientes	Gasto anual / Cliente de MTG Arena						
	\$0	\$0-5	\$6-50	\$51-100	\$101-250	\$250-500	\$500+
Promedio	\$0	\$3	\$28	\$75	\$176	\$375	\$750
% de respuestas	18%	19%	21%	12%	23%	0%	6%
Arena 2019 ARPU	\$101						

Si bien este análisis es ilustrativo, sirve como ejemplo de KPI muy relevantes que la administración oculta.

1. Fuente: Reddit

WOTC | MTG – Franquicia de crecimiento secular (4/4)

1 Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento

Creemos que Arena todavía se encuentra en las primeras etapas de penetración dentro del "MTG TAM heredado", por no hablar del TAM de videojuegos más amplio.

- En la conferencia telefónica del 7 de marzo de 2019 organizada por UBS con el director ejecutivo de Hasbro, además de mencionar que aproximadamente 10 millones de personas estaban jugando MTG, **también estimó que entre 20 y 30 millones de jugadores adicionales habían dejado de jugar debido a eventos de la vida, pero tenían la potencial para ser readquirido.**
- Creemos que Arena es el vehículo clave para que WOTC adquiera nuevos jugadores de MTG y vuelva a adquirir jugadores inactivos en el futuro. Dada nuestra estimación del precio de Arena, **Arena parece estar en las primeras etapas para penetrar en el "Legacy MTG TAM" de ~ 40 millones de jugadores, por no hablar del resto de los 600-800 millones de usuarios generales de videojuegos TAM. 1**
- Con base en la divulgación oscura² de Hasbro sobre los ingresos de los juegos digitales en su conferencia telefónica del cuarto trimestre de 2021, estimamos que Arena obtuvo entre \$150 y \$225 millones en ventas para WOTC en 2021 y continuó ayudando a hacer crecer MTG de mesa. **Como se ilustra a continuación, creemos que Arena tiene el potencial de duplicar los ingresos muchas veces sobre.**

Análisis Arena TAM (millones de usuarios)	
Legacy MTG TAM1	40
<i>3.7.19 HAS CEO UBS Consumer Conf 3.7.19</i>	<i>10 millones de jugadores activos</i>
<i>HAS CEO UBS Consumer Conf 12.23.21 EG7/</i>	<i>20-30 millones de exjugadores</i>
<i>WOTC Comunicado de prensa³</i>	<i>50 millones de jugadores en todo el mundo</i>
Reproductor de videojuegos general TAM1	700

1. 11.11.21 Teleconferencia de entretenimiento interactivo global virtual Jefferies de Hasbro

2. Ingresos digitales totales cuantificados pero no cuantificados específicamente los ingresos totales de Arena

3. Fuente: <https://www.enadglobal7.com>

Análisis ilustrativo de ingresos potenciales de Arena

		Suposición de ingresos anuales promedio de Arena por usuario				
		\$80	\$100	\$120	\$140	\$160
	2	\$160	\$200	\$240	\$280	\$320
	4	\$320	\$400	\$480	\$560	\$640
	6	\$480	\$600	\$720	\$840	\$960
	8	\$640	\$800	\$960	\$1,120	\$1,280
	10	\$800	\$1,000	\$1,200	\$1,400	\$1,600
	12	\$960	\$1,200	\$1,440	\$1,680	\$1,920
	14	\$1,120	\$1,400	\$1,680	\$1,960	\$2,240

WOTC | Resumen de la opinión de Alta Fox

1

Creemos que WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta con fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y una larga trayectoria de crecimiento.

WOTC es el activo joya de la corona dentro de Hasbro, cuyo valor total será evidente cuando se escinda.

Creemos:

- WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta evidenciado por fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y largo pista de crecimiento.
- El modelo de negocio de MTG es muy superior al de los fabricantes de tarjetas deportivas.
- MTG tiene un embudo incorporado para la adquisición de clientes, ya que los juegos de cartas dirigidos a niños (Pokémon y Yu-Gi Oh) y usuarios ocasionales (Hearthstone) a menudo hacen que esos usuarios finalmente migren a MTG debido a su mecánica de juego de mayor calidad.
- Los juegos de cartas coleccionables de la competencia no han causado ninguna disminución significativa en los ingresos de MTG en ningún momento historia reciente.
- WOTC debería ser capaz de mantener una CAGR de ingresos de adolescentes bajos durante los próximos años (caso base), pero con inversiones enfocadas en IP central, WOTC podría crecer a una CAGR de ~20 % durante los próximos años (caso alcista).

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado por el mercado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los inversores. Esto ha dificultado que tanto los analistas del lado de la compra como los del lado de la venta aprecien completamente la calidad comercial y el valor intrínseco de WOTC.

WOTC | Significativamente infravalorado dentro de HAS ²

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

- Con base en el precio comercial actual de Hasbro, los inversionistas están pagando conservadoramente 11.8x EBITDA para poseer WOTC hoy al capitalizar RemainCo utilizando el múltiplo de Mattel Inc. ("Mattel").
- No creemos que haya una estimación de EBITDA WOTC de consenso verdadero (solo 4/14 analistas del lado vendedor pronostican EBITDA por segmento).
- En una variedad de escenarios múltiples de valoración y EBITDA de RemainCo, WOTC parece demasiado barato.

Análisis de sensibilidad de valoración implícita del mercado WOTC							
RemainCo (Consumo + Entretenimiento) EBITDA Múltiple							
		9.0x	9.5x	10.0x	10,5x	11.0x	11,5x
	\$693	14,1x	13,6x	13,2x	12,7x	12,2x	11,8x
	\$743	13,5x	13,0x	12,5x	12,0x	11,5x	11,0x
	\$793	12,9x	12,3x	11,8x	11,3x	10,7x	10,2x
	\$843	12,3x	11,7x	11,1x	10,6x	10,0x	9,4x
	\$893	11,7x	11,1x	10,5x	9,9x	9,3x	8,7x

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

*RemainCo = Consumidor + Entretenimiento

**Valoramos RemainCo en un múltiplo EBITDA de 10,0x NTM, en línea con el múltiplo actual de Mattel.

Valoración implícita del mercado WOTC	FYE23
HA Total EBITDA	1,535
(-) EBITDA WOTC	742
"Remainco"* EBITDA	793
Múltiple EBITDA "Remainco"***	10.0x
Vehículo eléctrico "Remainco"	7,927
HA actual EV	16,692
(-) VE "Remainco"	7,927
EV WOTC implícito	8,765
EV/EBITDA WOTC implícito	11,8x

WOTC | Sin crédito del mercado (1/2)

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

¿Por qué el mercado no le da a WOTC el crédito que le corresponde? Creemos que la poca transparencia financiera de la Junta con los inversionistas ha dado como resultado que se asignen múltiplos *consolidados* bajos a todo el negocio de Hasbro.

- Divulgación deficiente que limita la confianza de los inversores y vendedores en las perspectivas de crecimiento futuro de Hasbro
 - o Hasbro solo reveló los ingresos/EBITDA de WOTC en febrero de 2021 y solo proporcionó un historial financiero hasta 2019.
 - o Hasbro se ha negado a dar detalles clave sobre los KPI de MTG, como la combinación entre los ingresos en papel y digitales y los jugadores activos en Arena.
 - o Hasbro se ha negado a desglosar la contribución general a los ingresos de marcas clave como MTG, D&D, Transformers, Peppa Pig, My Little Pony, etc., que le daría al vendedor una mayor confianza en los impulsores de crecimiento subyacentes de Hasbro.
- Vacilación del lado de la venta para realizar una valoración independiente exhaustiva de WOTC en un análisis SOTP
 - o 13 de los 14 analistas del lado de la venta utilizan un múltiplo de juguete consolidado para valorar Hasbro, infravalorando implícitamente a WOTC con poca consideración a su extraordinaria calidad de negocio y perspectivas de crecimiento.
 - o Los analistas todavía usan múltiplos similares a juguetes (*múltiplos históricos de Hasbro*) para valorar Hasbro, a pesar de que WOTC ahora representa ~50% de ganancias y el 71% del valor intrínseco de Hasbro.
 - o Solo 4 de 14 analistas incluso pronosticaron por separado el EBITDA de WOTC, que tiene un perfil de crecimiento y margen completamente diferente. Creemos que el vendedor actualmente no tiene confianza para pronosticar las ganancias de WOTC debido a la mala comunicación con los inversores por parte de Hasbro.

WOTC | Sin crédito del mercado (2/2)

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

Creemos que la calidad comercial de WOTC es muy superior a la de los desarrolladores de videojuegos dado el crecimiento de ingresos más constante de WOTC, la rentabilidad estructuralmente más alta y la economía unitaria superior en una categoría menos competitiva

- La mayoría de los analistas del lado de la venta apuntarán a los inversores hacia las principales empresas de videojuegos como las mejores ventajas para WOTC (es decir, EA/ATVI).
- Si bien este es un paso en la dirección correcta desde el actual múltiplo implícito de juguetes, **consideramos que comparar WOTC con las empresas de videojuegos es una comparación defectuosa por cuatro razones clave:** 1. Ciclo de auge/caída de los videojuegos

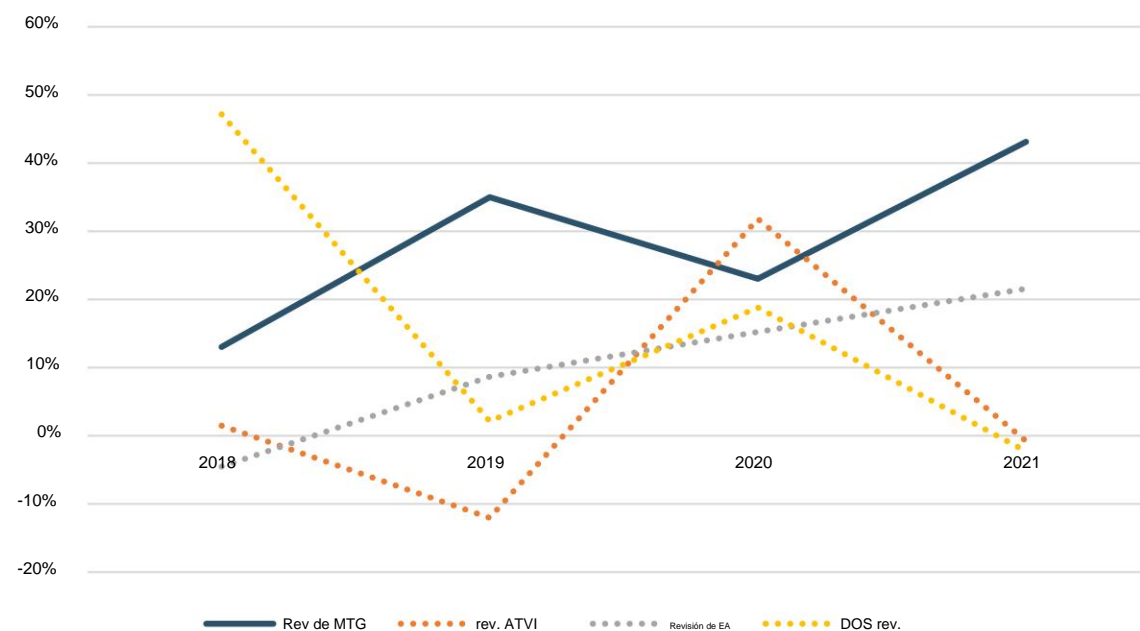
2. ROIC mucho más bajo de las empresas de videojuegos
3. Algunos de los mejores juegos de franquicia están ligados a la propiedad intelectual que las empresas de videojuegos no poseen (es decir, FIFA/Madden)
4. Las franquicias más convencionales (Call of Duty, Apex, Fortnite) suelen estar en categorías extremadamente competitivas

- **Ausencia de un catalizador para generar valor** o Creemos

que los analistas del lado vendedor están esperando una razón clara para comenzar a usar un análisis SOTP en Hasbro; hasta la fecha, Hasbro no ha expresado ninguna intención de querer escindir WOTC.

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Estimaciones de crecimiento por año calendario para WOTC frente a empresas clave de videojuegos



*EA/TTWO finaliza el año fiscal en marzo y se basa en estimaciones de consenso para el período comparable de 2021

WOTC | Comparado con Games Workshop (1/2)

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los inversores.

- Como entidad independiente, creemos que WOTC podría desbloquear un enorme valor en los mercados públicos.

Desde nuestro punto de vista, Games Workshop ("GAW") ofrece el mejor caso de estudio sobre el tipo de rentabilidad para los accionistas que podría generar un WOTC independiente.

- GAW ha superado significativamente al mercado desde la salida a bolsa, capitalizándose a ~22 % anual frente al ~11 % anual del S&P durante el mismo período en el que la empresa ha crecido en ingresos brutos, apalancado márgenes y experimentado una expansión múltiple.
- Al igual que WOTC, GAW también tiene una base global de fanáticos incondicionales para su mesa clave juegos de estrategia. Sin embargo, encontramos que WOTC es claramente el activo superior basado en un crecimiento de ingresos más rápido y un claro impulso digital.
- La clave para el crecimiento de GAW en las últimas 3 décadas ha sido aumentar la huella de distribución de sus productos a través de sus propias tiendas minoristas y tiendas de pasatiempos. Sus propias tiendas minoristas representan ~20 % de sus ingresos en la actualidad, y las ventas de DTC desde su sitio web representan otro ~25 % de las ventas.

GAW LN Equity		Settings					
Range	10/06/1994 - 02/16/2022	Period	Daily	No. of Period	9995 Day(s)	Table	
Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq		
1) GAW LN Equity	GBP	6586.44%	20580.97%	19016.15%	21.50%		
2) SPX Index	USD	889.26%	1564.82%	--	10.82%		
3) HAS US Equity	USD	659.44%	1243.12%	-321.69%	9.95%		

GAW LN Equity		% Actions		97) Export		98) Settings	
ADJ	Games Workshop Group PLC	IFRS 16	Periodicity	Annuals	Cur	USD	
1) Key Stats	2) I/S	3) B/S	4) C/F	5) Ratios	6) Segments	7) Addl	8) ESG
9) Custom							
11) BBG Adj Highlights	12) BBG GAAP Highlights	13) Company Model	14) Earnings	15) Enterprise Value	16) EV Ex Operating Leases	17)	
In Millions of USD	2018 Y	2019 Y	2020 Y~	2021 Y	Current/LTM	2022 Y Est	2023 Y Est
12 Months Ending	06/03/2018	06/02/2019	05/31/2020	05/31/2021	11/28/2021	05/31/2022	05/31/2023
Market Capitalization	1,284.6	1,831.4	3,196.4	5,552.2	3,518.8		
- Cash & Equivalents	38.1	37.1	65.2	121.0	118.1		
+ Preferred & Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
+ Total Debt	0.0	0.0	39.5	66.8	63.5		
Enterprise Value	1,246.5	1,794.3	3,170.8	5,497.9	3,466.5		
Revenue, Adj	297.3	333.2	340.2	471.4	492.9	519.4	563.8
Growth %, YoY	40.0	15.9	5.1	31.0	24.9	10.2	8.6
Gross Profit, Adj	211.0	225.0	227.8	342.9	340.3	358.9	390.4
Margin %	71.0	67.5	67.0	72.7	69.0	69.1	69.3
EBITDA, Adj	116.6	127.6	146.2	238.1	244.8	243.0	255.5
Margin %	39.2	38.3	43.0	50.5	49.7	46.8	45.3
Net Income, Adj	80.2	86.7	90.9	163.4	164.8	175.1	176.0
Margin %	27.0	26.0	26.7	34.7	33.4	33.7	31.2
EPS, Adj	2.45	2.64	2.78	4.96	5.02	5.24	5.36
Growth %, YoY	102.3	7.9	5.0	78.7	30.3	5.6	2.4

Similitudes (WOTC y GAW)

Ambos poseen su propia IP y exhiben un ROIC fenomenal.

Ambos están experimentando un crecimiento secular a medida que continúan adquiriendo nuevos clientes mientras retienen a los antiguos.

Ambas empresas son posibles objetivos de adquisición por parte de compradores estratégicos y financieros.

Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

Donde WOTC supera

WOTC ha crecido más rápido que GAW a pesar de tener el doble de tamaño.

WOTC tiene una solución digital convincente con Arena que reduce las barreras de entrada y mejora la retención. GAW no tiene una oferta digital.

Warhammer es un juego menos accesible que MTG con ARPU estimados de Alta Fox > 2-3 veces mayor, tiempos de juego mucho más largos y requiere ensamblaje del producto.

WOTC | Comparado con Games Workshop (2/2)

2

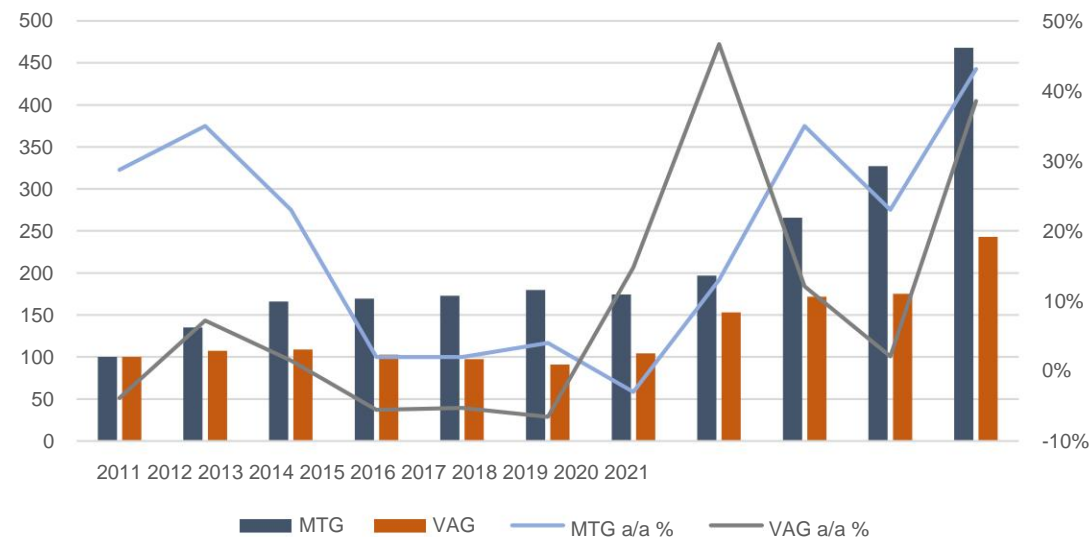
Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

Creemos que el múltiplo promedio de GAW de 20x NTM EBITDA es el piso para la valoración de WOTC, mientras que el techo podría ser tan alto como 30-40x EBITDA

- GAW ha aumentado sus ingresos a una CAGR del 9 % durante los últimos 10 años, mientras que WOTC ha crecido a una CAGR del 13 %.¹
- Durante los últimos 3 años, GAW ha aumentado sus ingresos a una tasa compuesta anual del 17 % frente a WOTC a una CAGR de ~30 %.
- Durante los últimos 2 años, GAW ha obtenido un múltiplo EBITDA promedio de NTM de ~20x.²
- **Creemos que WOTC debería cotizar con una prima significativa respecto al múltiplo promedio histórico de GAW dado su acceso a un TAM digital mucho más amplio, un modelo comercial más escalable y un crecimiento más rápido.**
- **Incluso los analistas del lado de la venta que cubren GAW también creen que WOTC debería recibir un múltiplo más alto para estos mismos razones.**

Crecimiento de ingresos de MTG vs GAW

(Últimos 10 años indexados a 100)



Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. 11.11.21 Teleconferencia de entretenimiento interactivo global virtual Jefferies de Hasbro

2. Tenga en cuenta que el múltiplo de GAW ahora cotiza en el extremo inferior de su rango de 2 años debido a varios eventos de relaciones públicas negativos, incluido un boicot de clientes y vientos en contra relacionados con la cadena de suministro. Además, un cambio de mezcla negativa de DTC. Las ventas del sitio web a las ventas del canal minorista han tenido un impacto adverso en los márgenes operativos. Creemos que la deflación múltiple actual resultará temporal una vez que se restablezcan las expectativas de un margen de venta elevado.

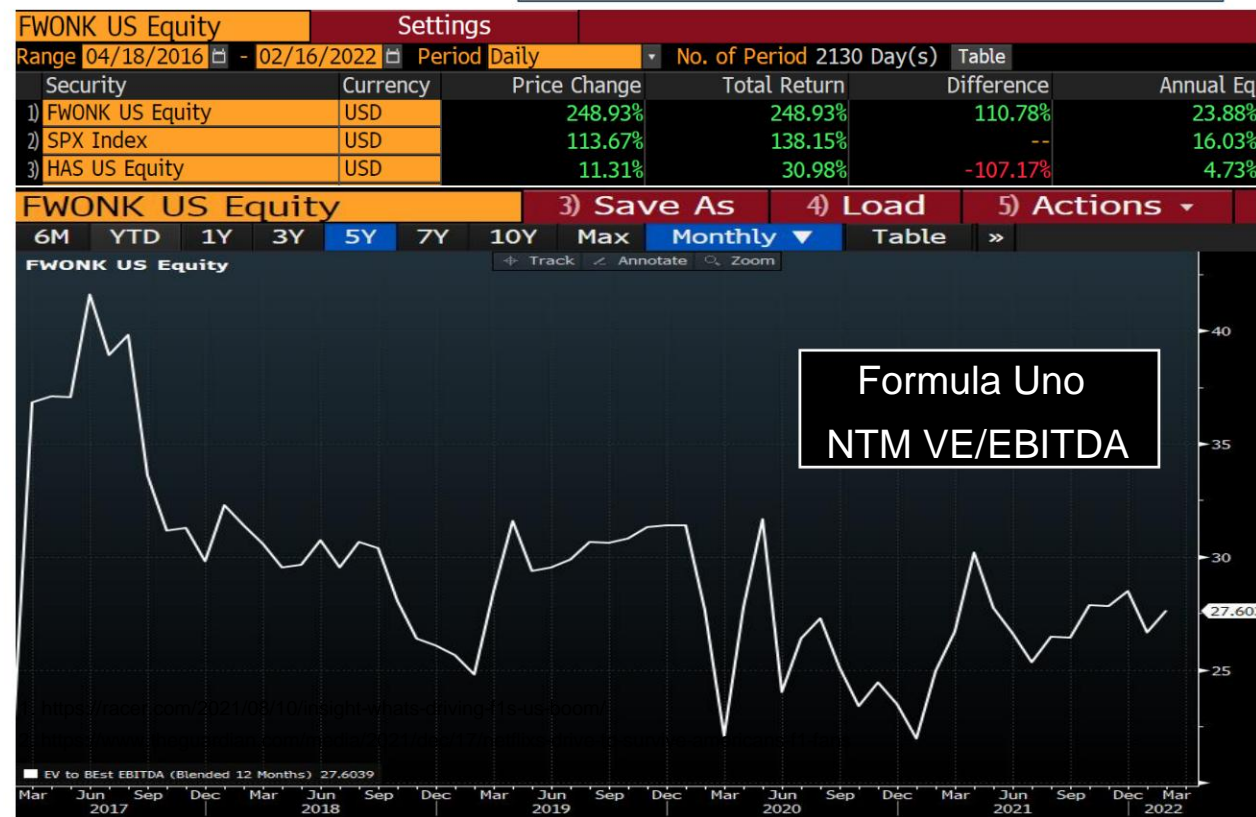
WOTC | En comparación con la Fórmula Uno

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

- A través de MTG, WOTC esencialmente ha sido dueño de su propia liga deportiva que existe desde la década de 1990. En lugar de ganar dinero indirectamente a través de jugadores que monetizan la distribución de contenido como una liga deportiva típica, WOTC monetiza directamente a sus jugadores vendiéndoles las herramientas que necesitan para competir.
- La única liga deportiva de juego puro que cotiza en bolsa y que exhibe un crecimiento orgánico significativo y viendo un aumento significativo en popularidad (similar a MTG) es la Fórmula Uno (FWONK US).¹
La Fórmula Uno ha obtenido una rentabilidad del 24 % anual desde su cotización en 2016, muy por encima de la rentabilidad del mercado.
- La serie de Netflix "Formula 1: Drive to Survive" se estrenó en 2019 y despertó un gran interés en el deporte por parte de una audiencia completamente nueva. ² Esta ha sido una fuerza impulsora detrás del renacimiento continuo que está experimentando el deporte. Este renacimiento no es diferente del crecimiento significativo que está experimentando MTG tras el lanzamiento de Arena a finales de 2018.

o Netflix lanzará una serie de MTG en la segunda mitad de 2022, lo que podría generar un aumento similar en el interés por el juego.



Si el mercado ha pagado 27x en promedio durante los últimos 2 años para poseer la Fórmula Uno, que muestra un crecimiento más bajo y márgenes más bajos que WOTC, creemos que es probable que WOTC pueda tener una valoración al menos similar.

Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

WOTC | Más cerca de una empresa SaaS de alta calidad

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

Ex diseñador sénior de juegos de WOTC:

"Hasbro es en gran medida una empresa de fabricación de la costa este, lo cual fue desafortunado porque **WOTC está mucho más cerca de un desarrollador de software en términos de cómo funciona su producto**. Para nosotros, el COGS fue mínimo. Se trataba de cómo conseguimos el volumen. Es fácil para nosotros duplicar, triplicar o cuadruplicar la cantidad de producto que vendemos porque el COGS no es tan alto".

"Chris Cocks hizo un gran cambio cultural en WOTC, una cultura más relajada con un enfoque en el equilibrio entre el trabajo y la vida personal, a una cultura de Microsoft donde la 'crisis se volvió más real'".

Analista actual del lado vendedor de Hasbro:

"En general, la gente tenía una idea de cuán rentable era WOTC, ya que la compañía había dicho que era significativamente más rentable que el promedio del grupo, **pero nadie tenía idea de que WOTC en realidad estaba operando con márgenes EBIT de más del 40 %**".

Características SaaS	Características MTG
Alta retención de clientes	Alta retención de clientes
Poder de fijación de precios significativo	Poder de fijación de precios significativo
crecimiento secular	crecimiento secular
Altos márgenes brutos	Altos márgenes brutos
Altas barreras de entrada.	Altas barreras de entrada.
Alta valoración	Valoración implícita de mercado muy baja

WOTC | ¿Cuáles son las mejores composiciones?

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

Empresas de consumo y tecnología con perfiles de crecimiento y rentabilidad similares a WOTC cotizan a ~26x NTM múltiplos de EBITDA

- Alta Fox realizó una evaluación de las empresas que exhibieron características financieras similares a las de WOTC en los últimos cuatro años para identificar al mejor público comparables.
- La producción fue de solo nueve empresas en los EE. UU. de tamaño significativo con características de crecimiento y perfil financiero similares a las de WOTC, la mayoría de los cuales eran empresas de Software/SaaS.

Wizards of the Coast Quality Screen v1 (Shared Sc...		As Of	02/14/2022
Screening Criteria		Expand Categories	
31) Exchanges	32) Sectors	33) Country/Territory of Domicile	
34) Indices	35) Portfolios/Worksheets	36) Equity Screens	
Add Criteria		3) Fields	
Selected Screening Criteria		Matches	
Security Universe		1579733	
51) # Trading Status: Active		538677	⊗
52) # Security Attributes: Show Primary Security of company only		98650	⊗
53) # Sectors (BICS): Consumer Discretionary; Technology		15445	⊗
54) # Country/Territory of Domicile: United States		2099	⊗
55) # Current Market Cap [USD] > 300 Million		878	ⓘ ⊗
56) # Latest FY EBITDA Margin > 30		97	ⓘ ⊗
57) # Latest FY Revenue Growth Year over Year > 10		57	ⓘ ⊗
58) # FY Revenue Growth Year over Year 1 year ago > 10		22	ⓘ ⊗
59) # FY Revenue Growth Year over Year 2 years ago > 10		11	ⓘ ⊗
60) # FY Revenue Growth Year over Year 3 years ago > 10		9	ⓘ ⊗
Display Only Fields		9	
61) BF12M EV to BEst EBITDA		9	ⓘ ⊗
62) Add screening criteria			

Fuente: Bloomberg.

Producción								
Overview	Returns	Valuation	Estimates	Actuals	Credit	Technicals	Custom	Results
Page 1								
Name	Market Cap.	EBITDA to Net Sales:Y	Rev - 1 Yr Gr:Y	BEst Curr EV/BEst EBITDA	Rev - 1 Yr Gr:Y-1	Rev - 1 Yr Gr:Y-2	Rev - 1 Yr Gr:Y-3	
	<Filter>							
Investable Universe (9)	301.21B	37.11%	21.55%	25.72	16.25%	17.33%	19.19%	
31) MICROSOFT CORP	2.21T	49.81%	17.53%	19.97	13.65%	14.03%	14.28%	
32) ADOBE INC	223.57B	42.50%	22.67%	24.24	15.19%	23.71%	23.67%	
33) INTUIT INC	151.72B	30.33%	25.45%	29.74	13.19%	12.60%	15.95%	
34) KLA CORP	55.65B	41.35%	19.16%	12.88	27.09%	13.18%	16.00%	
35) ANSYS INC	27.84B	36.07%	10.91%	29.75	17.18%	18.11%	10.80%	
36) PAYCOM SOFTWARE INC	20.28B	30.39%	25.44%	36.95	14.07%	30.25%	30.78%	
37) UBIQUITI INC	14.69B	40.28%	47.77%		10.57%	14.25%	17.52%	
38) QUALYS INC	4.48B	30.06%	13.28%	21.22	12.86%	15.32%	20.82%	
39) SIMULATIONS PLUS INC	803.99M	33.22%	11.73%	30.97	22.43%	14.51%	22.90%	

WOTC | Comps - SaaS Rule of 40 Valoración

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

- WOTC se está desempeñando a una regla de 40 del 50-60 % (tasa de crecimiento de ingresos + margen EBITDA):

- o Bajo crecimiento de línea superior de dos dígitos
- o 45-50% márgenes EBITDA

- Esto implica que WOTC debería recibir un ~15x

Múltiplo de revoluciones de NTM por el mercado, lo que implicaría un **múltiplo de EBITDA de ~30x NTM**

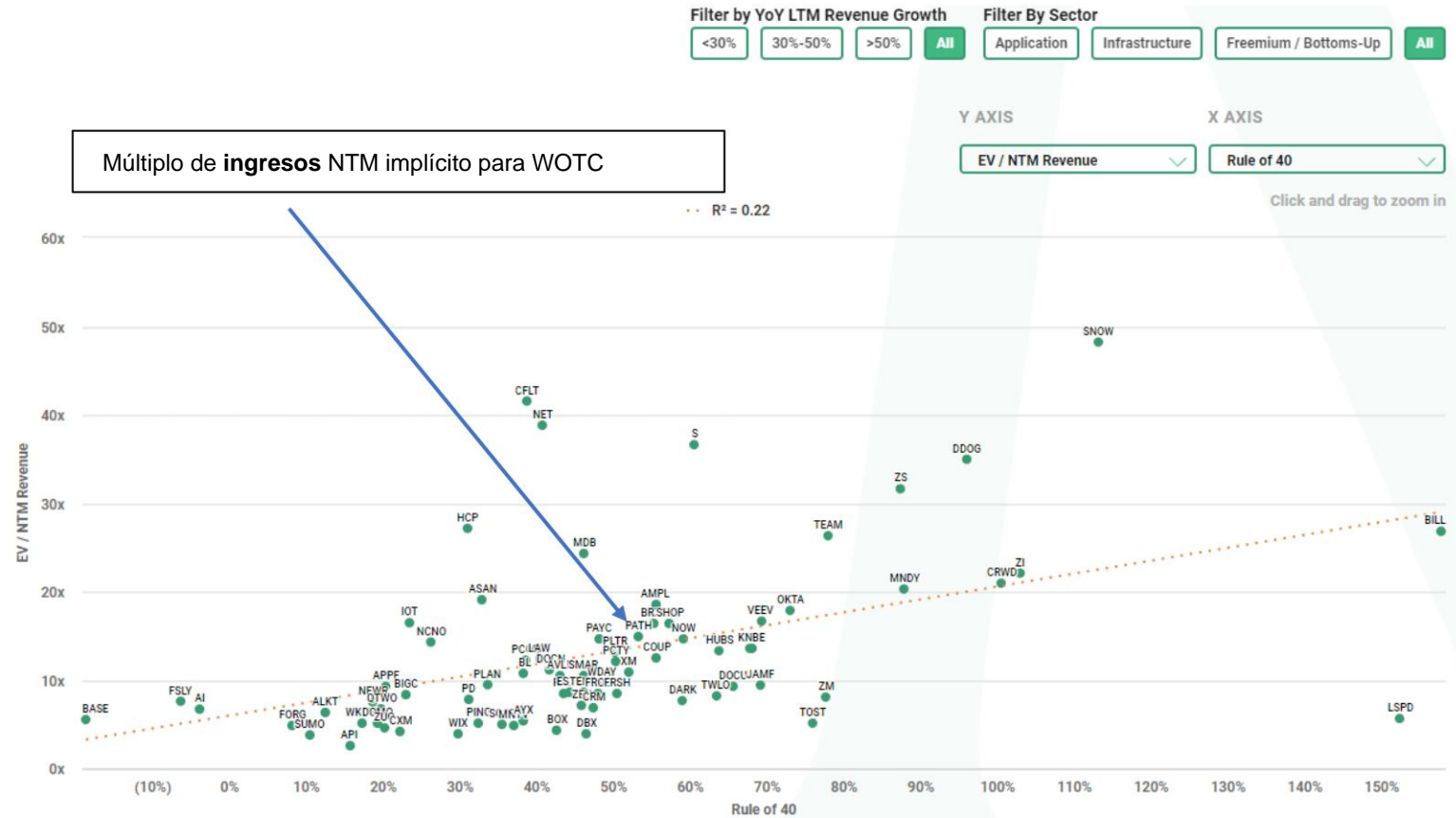
- Si bien WOTC no es una verdadera empresa SaaS en la actualidad, exhibe muchas características que son comparables con las empresas SaaS.

- Creemos que el crecimiento continuo de Arena podría convertir a WOTC en un modelo similar a SAAS, lo que dejaría un espacio significativo para una expansión múltiple a partir de nuestra suposición de caso base de 23x NTM EBITDA.

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. Meritech Capital

SaaS Comps EV/NTM Rev frente a la regla de 401



WOTC | Espectro de comps (1/2)

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

Creemos que WOTC es un activo único que no tiene un comparable perfecto.

A continuación, presentamos un espectro de lo que creemos que es el universo de composiciones para WOTC y coloreamos cada vertical según su relevancia (verde = más relevante para WOTC, rojo = menos relevante para WOTC).

	Comparables inferiores		Rango de valoración razonable			Comparables aspiracionales	
	Negocios heredados de juguetes	Gigantes de videojuegos de mesa de crecimiento más lento	Dominante de franquicia	dueños de la liga	Empresas con perfiles financieros similares ¹	Regla de 40 SaaS Comps ¹	Jugadores del "ecosistema" de videojuegos de crecimiento más rápido
Empresas públicas	MAT EE.UU. JUGUETE CN	ATVI EE. UU. EA EE. UU. DOS NOSOTROS	GAW LN	CONTÁCTENOS	MSFT EE. UU. ADBE NOSOTROS INTU NOSOTROS	Ver diapositiva 36	RBLX EE. UU.
NTM promedio de 2 años VE/EBITDA	10x	16x	20x	27x	26x	30x	59x

Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

1. Múltiplo VE/EBITDA de NTM actual en lugar del promedio de 2 años.

WOTC | Espectro de comps (2/2)

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

WOTC supera al grupo de pares en la mayoría de las métricas de crecimiento y rentabilidad; sin embargo, dentro de Hasbro, cotiza con un descuento implícito de ~50 % tanto en las métricas NTM EV/EBITDA actuales como en las métricas NTM EV/EBITDA promedio de 2 años.

Corazón	CAGR de ingresos históricos de 2 años	CAGR de ingresos futuros de 2 años	FY22E Margen EBITDA 18%	NTM actual VE/EBITDA	Promedio de 2 años NTM VE/EBITDA
ESTERA	10%	6%		10x	11x
JUGUETE CN	14%	4%	19%	9x	9x
ATVI	17%	10%	44%	15x	16x
EE.UU.	18%	7%	36%	13x	15x
DOS	8%	22%	23%	18x	21x
GAW LN	17%	9%	47%	14x	20x
FWONK	1%	14%	25%	28x	27x
MSFT	dieciséis%	dieciséis%	50%	20x	21x
ADBE	19%	14%	50%	24x	30x
INTU	19%	21%	38%	29x	30x
RBLX	98%	17%	22%	40x	59x
Promedio	21%	13%	34%	20x	20x
Mediana	dieciséis%	14%	36%	19x	21x
WOTC	30%	11%	45%	11,8x	<small>Nuevo Mjco</small>

Fuente: Alta Fox, Bloomberg.

WOTC | ¿Cuánto vale este activo de la joya de la corona?

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

- Vemos 20x NTM EBITDA, el múltiplo promedio de 2 años de GAW, como el *piso* para la valoración justa de WOTC.
- A medida que WOTC ejecuta sus iniciativas digitales, creemos que su múltiplo podría acercarse más al verdadero SaaS, o incluso al de sus pares del "ecosistema de videojuegos", lo que implica un múltiplo de EBITDA de 30-50x NTM.

- **Valoramos WOTC en 23x EBITDA, una prima para GAW, pero un descuento significativo para los verdaderos videojuegos.** jugadores del ecosistema. Sin embargo, esto podría resultar conservador ya que la empresa continúa ejecutando iniciativas digitales.

	Taller de juegos (GAW)	Roblox (RBLX)
EV/NTM EBITDA del análisis	~20x promedio de 2 años	58x promedio desde 2021 IPO

	WOTC NTM EBITDA
Múltiplo utilizado para la valoración del caso base	23x

¿Por qué existe esta oportunidad?

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

- Desde nuestro punto de vista, esta oportunidad existe debido a:
 - o La divulgación deficiente en torno a WOTC ha provocado que los inversores pasar por alto a Hasbro y ha resultado en múltiplos consolidados utilizados por el vendedor.
 - o Las adquisiciones de valor destructivo y la asignación de capital han reducido la confianza de los inversionistas en la estrategia de la compañía y la Junta de Directores.
 - o Estructura de gobierno corporativo deficiente con el presidente y director ejecutivo como la misma persona entre 2015 y 2021, lo que limita la influencia de los accionistas.
 - o Ausencia de un verdadero catalizador para desbloquear el valor razonable, hasta ahora.

14 analistas del lado de la venta



9 pronóstico WOTC rev



4 pronóstico WOTC EBITDA



1 utiliza un análisis SOTP1



0 Valor total de WOTC hoy2

Fuente: investigación de acciones del lado de la venta.

1. Si bien Keybank ofrece una "verificación de cordura" de la suma de las partes, no es el método principal de valoración de Keybank.

2. Con la divulgación mejorada de Hasbro, creemos que esto se puede corregir en poco tiempo.

La SEC también ha tenido problemas con la divulgación deficiente de WOTC

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

- En septiembre de 2020, la SEC envió una carta a Hasbro solicitando más información sobre MTG Arena.
- Más tarde se reveló que para el año fiscal 2019 con Arena solo en modo de "lanzamiento completo" desde septiembre de 2019, la plataforma ya estaba ganando ~7 veces los ingresos de MTG Online, el antiguo predecesor de Arena lanzado en 2002.

Notes to Consolidated Financial Statements
Revenue Recognition, page 72

2. You disclose the launch of *MAGIC: THE GATHERING ARENA*, a free-to-play online adaptation of the *MAGIC: THE GATHERING* card game, late in the third quarter of 2019. In your revenue recognition policy, you disclose that "end users make in-application purchases of virtual currencies, via the Company's platform providers, with such purchased virtual currencies to be used in the games. The Company records revenues from in-application purchases based on either the usage patterns of the players or the player's estimated life." In addition, you disclose that digital game revenues are recognized within six months of purchase. To help us better understand your disclosure please address the following:

- Si bien no sugerimos esto como un hecho, no descartamos la posibilidad de que **la razón principal por la que la Junta de Hasbro divulgó los ingresos y el EBITDA de WOTC se debió a un mayor escrutinio por parte de la SEC sobre lo que ahora se ha convertido en un segmento comercial extremadamente importante para Hasbro.**
- Creemos que la divulgación de WOTC seguirá mejorando, siguiendo la presión tanto de la SEC como de los inversores.

- Describe your policy for refunds related to in-game purchases.
- Can virtual currency expire if unused?
- Can virtual currency be transferred or otherwise sold by the customer?
- Describe what a 'usage pattern' is and how that pattern is used to determine the timing of revenue recognition.
- For player accounts that have un-recognized deferred revenue, what is your policy for recognizing the related revenue in cases where the account appears to be inactive?
- Clarify how you determine whether you are the principal or the agent in the arrangements with the third-party platform providers, given it appears that you recognize some revenue on a gross basis and some on a net basis. In your response, tell us the amounts of revenue recognized on a gross basis and on a net basis for the periods presented.
- You have disclosed that revenues are recognized within six months. Tell us how this timing aligns with the player's estimated life. If the estimated player's life is longer than six months, tell us what impact that has, if any, on the timing of revenue recognition.

Fuente: presentaciones de la SEC

TIENE | Descripción general del análisis de escenario de valor razonable

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

	Alta Fox Price Target		
	Bear Case	Base Case	Bull Case
	Jun-24	Jun-24	Jun-24
	FY2024e	FY2024e	FY2024e
WOTC EBITDA	\$737	\$924	\$1,213
WOTC EBITDA Multiple	15.0x	23.0x	27.0x
WOTC EV	\$11,060	\$21,242	\$32,740
WOTC value per HAS Share	\$77.78	\$149.38	\$230.23
	+	+	+
Consumer EBITDA	\$620	\$665	\$767
Consumer EBITDA Multiple	9.0x	10.0x	12.0x
Consumer EV	\$5,584	\$6,650	\$9,204
Consumer value per HAS Share	\$39.27	\$46.76	\$64.72
	+	+	+
Entertainment EBITDA	\$156	\$219	\$252
Entertainment EBITDA Multiple	9.0x	10.0x	12.0x
Entertainment EV	\$1,407	\$2,192	\$3,021
Entertainment value per HAS Share	\$9.90	\$15.41	\$21.24
	+	+	+
Net Cash (Debt) per HAS Share	(\$11.84)	(\$9.83)	(\$6.52)
	=	=	=
HAS Price Target	\$115.10	\$201.72	\$309.67
<i>Upside from current</i>	19%	108%	219%
<i>IRR - excluding dividends</i>	7%	36%	63%
Consolidated Implied EBITDA Multiple	12.1x	16.8x	20.3x

- Vemos la configuración de riesgo/recompensa en Hasbro como extremadamente convincente.
- Las acciones de Hasbro han promediado ~12,5x NTM EBITDA durante los últimos 5 años, con un pico de ~15x y un mínimo sin covid de 10x durante ese período.
- Incluso suponiendo que no se vuelva a calificar las acciones de Hasbro de su múltiplo actual (~12x NTM EBITDA) y utilizando supuestos extremadamente conservadores en todas las líneas de negocios, los inversores aún pueden generar una TIR de un solo dígito alto en nuestro caso bajista al precio actual (doble dígito incluyendo dividendos).
- Creemos que es muy probable que WOTC supere nuestras expectativas conservadoras de crecimiento presentadas en nuestro caso base, lo que lleva a muchos múltiplos de alza en el precio de las acciones de Hasbro desde los niveles actuales.

TIENE | Valoración de casos de osos

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

HAS SOTP	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
WOTC						
Rev	761	907	1,287	1,345	1,453	1,569
y/y %		19%	42%	5%	8%	8%
EBITDA	313	444	606	581	654	737
y/y %		42%	36%	-4%	12%	13%
margin %	41.1%	49.0%	47.1%	43.2%	45.0%	47.0%
EBITDA Multiple				15.0x	15.0x	15.0x
WOTC EV				8,722	9,805	11,060
WOTC EV/share				\$61.64	\$69.12	\$77.78
Consumer Products						
Rev	4,006	3,650	3,982	4,021	3,941	4,020
y/y %		-9%	9%	1%	-2%	2%
EBITDA	587	480	565	601	598	620
y/y %		-18%	18%	6%	0%	4%
margin %	14.7%	13.2%	14.2%	14.9%	15.2%	15.4%
EBITDA Multiple				9.0x	9.0x	9.0x
Consumer EV				5,405	5,386	5,584
Consumer EV/share				\$38.20	\$37.97	\$39.27
Entertainment						
Entertainment Rev	1,169	909	1,152	1,117	1,117	1,117
y/y %		-22%	27%	-3%	0%	0%
Entertainment EBITDA	148	92	162	134	145	156
y/y %		-38%	76%	-17%	8%	8%
margin %	12.7%	10.2%	14.1%	12.0%	13.0%	14.0%
EBITDA Multiple				9.0x	9.0x	9.0x
Entertainment EV				1,206	1,307	1,407
Entertainment EV/share				\$8.52	\$9.21	\$9.90
Total EV				15,333	16,498	18,051
(+) cash				1,367	1,831	2,365
(-) debt				4,025	4,025	4,025
(-) NCI				24	24	24
Market Cap				12,651	14,280	16,367
FDSO				141.49	141.85	142.20
Target Price				\$89.41	\$100.67	\$115.10
Current Price				\$97.04	\$97.04	\$97.04
Upside				-8%	4%	19%
IRR				-20%	3%	7%

Supuestos clave

- La CAGR de ingresos de WOTC se reduce al 7 % en los próximos años
- Los márgenes de WOTC solo alcanzan sus niveles de 2021 para 2024, ya que la empresa no logra el éxito en sus iniciativas especulativas de videojuegos.
- Supone que el múltiplo de Hasbro no se vuelve a evaluar desde los niveles actuales (por debajo de 5-múltiplos de EBITDA NTM promedio anual) lo que implica un múltiplo de EBITDA consolidado de 12.0x para HAS
 - o 15.0x EBITDA para WOTC, ligeramente por debajo de comparables de videojuegos inferiores
 - o 9.0x EBITDA para RemainCo, un descuento para Mattel
- RemainCo va ex-crecimiento

En pocas palabras: incluso en un escenario muy conservador con bajo crecimiento y sin expansión múltiple a pesar de nuestra participación e impulso para una posible escisión, creemos que los inversores en Hasbro aún pueden obtener una atractiva tasa interna de rendimiento alta de un solo dígito ("TIR ") durante los próximos años excluyendo dividendos.

TIENE | Valoración del caso base

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

HAS SOTP	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
WOTC						
Rev	761	907	1,287	1,373	1,579	1,847
y/y %		19%	42%	7%	15%	17%
EBITDA	313	444	606	621	742	924
y/y %		42%	36%	2%	19%	24%
margin %	41.1%	49.0%	47.1%	45.2%	47.0%	50.0%
EBITDA Multiple				23.0x	23.0x	23.0x
WOTC EV				14,283	17,066	21,242
WOTC EV/share				\$100.94	\$120.31	\$149.38
Consumer Products						
Rev	4,006	3,650	3,982	4,061	4,183	4,309
y/y %		-9%	9%	2%	3%	3%
EBITDA	587	480	565	607	635	665
y/y %		-18%	18%	7%	5%	5%
margin %	14.7%	13.2%	14.2%	14.9%	15.2%	15.4%
EBITDA Multiple				10.0x	10.0x	10.0x
Consumer EV				6,065	6,352	6,650
Consumer EV/share				\$42.86	\$44.78	\$46.76
Entertainment						
Entertainment Rev	1,169	909	1,152	1,174	1,268	1,370
y/y %		-22%	27%	2%	8%	8%
Entertainment EBITDA	148	92	162	141	178	219
y/y %		-38%	76%	-13%	26%	23%
margin %	12.7%	10.2%	14.1%	12.0%	14.0%	16.0%
EBITDA Multiple				10.0x	10.0x	10.0x
Entertainment EV				1,409	1,776	2,192
Entertainment EV/share				\$9.96	\$12.52	\$15.41
Total EV				21,757	25,194	30,084
(+) cash				1,395	1,936	2,651
(-) debt				4,025	4,025	4,025
(-) NCI				24	24	24
Market Cap				19,104	23,080	28,686
FDSO				141.49	141.85	142.20
Target Price				\$135.01	\$162.71	\$201.72
Current Price				\$97.04	\$97.04	\$97.04
Upside				39%	68%	108%
IRR				146%	46%	36%

Supuestos clave

- WOTC mantiene su CAGR de ingresos del 13 %, mientras que los márgenes se mantienen ~sin cambios los próximos años
- Valora WOTC en 23.0x EBITDA
- Las sinergias declaradas de la adquisición de eOne solo se realizan parcialmente
- Consumo crece al 3%, en el extremo inferior de la guía de gestión
- Valora Consumidor y Entretenimiento en 10.0x EBITDA, en línea con Mattel

Conclusión: Creemos que nuestro escenario base, que arroja una TIR del 36 % y más del 100 % de potencial alcista, es muy conservador. Suscribimos una desaceleración significativa y sostenida en el crecimiento de las franquicias centrales de WOTC a pesar de los numerosos impulsores de crecimiento, y no garantizamos el éxito de ninguno de los muchos tiros a puerta de WOTC (es decir, el programa de televisión MTG y la película D&D impulsan un mayor interés y videojuegos principales y no principales). lanzamientos

TIENE | Valoración de casos de toros

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

HAS SOTP	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
WOTC						
Rev	761	907	1,287	1,437	1,796	2,246
y/y %		19%	42%	12%	25%	25%
EBITDA	313	444	606	715	934	1,213
y/y %		42%	36%	18%	31%	30%
margin %	41.1%	49.0%	47.1%	49.7%	52.0%	54.0%
EBITDA Multiple				27.0x	27.0x	27.0x
WOTC EV				19,298	25,222	32,740
WOTC EV/share				\$136.38	\$177.81	\$230.23
Consumer Products						
Rev	4,006	3,650	3,982	4,260	4,601	4,969
y/y %		-9%	9%	7%	8%	8%
EBITDA	587	480	565	636	699	767
y/y %		-18%	18%	13%	10%	10%
margin %	14.7%	13.2%	14.2%	14.9%	15.2%	15.4%
EBITDA Multiple				12.0x	12.0x	12.0x
Consumer EV				7,635	8,384	9,204
Consumer EV/share				\$53.96	\$59.10	\$64.72
Entertainment						
Entertainment Rev	1,169	909	1,152	1,232	1,392	1,573
y/y %		-22%	27%	7%	13%	13%
Entertainment EBITDA	148	92	162	148	195	252
y/y %		-38%	76%	-9%	32%	29%
margin %	12.7%	10.2%	14.1%	12.0%	14.0%	16.0%
EBITDA Multiple				12.0x	12.0x	12.0x
Entertainment EV				1,774	2,339	3,021
Entertainment EV/share				\$12.54	\$16.49	\$21.24
Total EV				28,707	35,945	44,964
(+) cash				1,462	2,156	3,121
(-) debt				4,025	4,025	4,025
(-) NCI				24	24	24
Market Cap				26,120	34,052	44,037
FDSO				141.49	141.85	142.20
Target Price				\$184.60	\$240.06	\$309.67
Current Price				\$97.04	\$97.04	\$97.04
Upside				90%	147%	219%
IRR				476%	94%	63%

Supuestos clave

- La CAGR de ingresos de WOTC durante los próximos años se suaviza del 30 % al 20 %, mientras que los márgenes aumentan ~200 pb por año. **Creemos que este escenario sería más un reflejo de un caso base si WOTC se escindiera**, ya que se priorizaría la reinversión en la propiedad intelectual central de WOTC .
- Valora WOTC en 27x EBITDA en línea con la Fórmula Uno (FWONK US)
- La adquisición de eOne supera las expectativas ya que Hasbro aprovecha las ventajas de eOne desarrollo de contenido para utilizar mejor su propiedad intelectual. El EBITDA proforma de RemainCo es ~\$160 millones mayor en 2023 frente a 2019, lo que se compara con la guía de Hasbro de \$130 millones en sinergias explícitas
- RemainCo cotiza a 12x NTM EBITDA, aún por debajo del promedio de 5 años de Hasbro múltiplo NTM consolidado de 12,5x, ya que la integración de Entretenimiento y Consumidor ha mejorado significativamente la trayectoria de crecimiento de RemainCo
- Todavía no suscribe el "super toro" al alza: el escenario en el que WOTC el crecimiento se *acelera* tras el lanzamiento del programa de televisión MTG en 2022 y la película D&D en 2023, además de la ejecución de una serie de nuevas iniciativas y mejoras en el ecosistema de Alta Fox

Estimaciones de Alta Fox vs. Consenso

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los i

Estimaciones consolidadas de Alta Fox vs. Consenso			
	2022E	2023E	2024E
Caso base AFC			
Ingresos del caso base de AFC	6.609	7.030	7.526
Ingresos por consenso	6.632	6.960	7.452
Al alza (a la baja) frente al consenso	0%	1%	1%
<i>Margen de EBITDA del caso base de AFC</i>	1,348	1,535	1,788
<i>Margen EBITDA de consenso</i>	20%	22%	24%
Caso base AFC EBITDA	1,341	1,449	1,552
Consenso EBITDA	20%	21%	21%
Al alza (a la baja) frente al consenso	1%	6%	15%
Caso de toros de la AFC			
Ingresos por caso de toros de la AFC	6.930	7.790	8.788
Ingresos por consenso	6.632	6.960	7.452
Al alza (a la baja) frente al consenso	4%	12%	18%
<i>Margen EBITDA de AFC Bull Case</i>	1,479	1,808	2,211
AFC Bull Case EBITDA	21%	23%	25%
Consenso EBITDA	1,341	1,449	1,552
Al alza (a la baja) frente al consenso	10%	25%	42%
Caso del oso AFC			
Ingresos del caso del oso de la AFC	6.483	6.510	6.706
Ingresos por consenso	6.632	6.960	7.452
Al alza (a la baja) frente al consenso	-2%	-6%	-10%
<i>Margen EBITDA del caso bajista de AFC</i>	1,296	1,377	1,494
EBITDA del caso del oso de AFC	20%	21%	22%
Consenso EBITDA	1,341	1,449	1,552
Al alza (a la baja) frente al consenso	-3%	-5%	-4%

Fuente: investigación de acciones del lado de la venta.

- **Las estimaciones consolidadas del vendedor asumen implícitamente el escenario bajista para Hasbro y WOTC:** el crecimiento de WOTC se desacelera significativamente en comparación con los últimos 10 años, \$ 130 millones de sinergias de eOne no se realizan por completo y Hasbro no puede mostrar un apalancamiento de margen significativo en incrementos crecimiento.
- Creemos que esta oportunidad existe porque la mayoría de los vendedores ni siquiera pronostican el EBITDA de WOTC (que tiene márgenes mucho más altos). En nuestra opinión, esta supervisión se agrava cada año, ya que el crecimiento más rápido y el perfil de margen superior de WOTC no se reflejan en las cifras de consenso, que suponen implícitamente un crecimiento bajo de los ingresos de WOTC y una expansión mínima del margen.
- El hecho de que Alta Fox aún sea capaz de generar importantes **El EBITDA consolidado al alza frente al consenso en nuestro caso base conservador es, en nuestra opinión, un reflejo de la oportunidad extremadamente atractiva de riesgo/recompensa presente en las acciones de Hasbro en la actualidad.**

Creemos que la orientación del WOTC FY22-24 es conservadora

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

Hasbro anunció la guía de tasa de crecimiento de ingresos anuales compuesta de WOTC de crecimiento de un dígito alto a bajo de dos dígitos del FY22-24. Creemos que esta perspectiva es extremadamente conservadora y posiciona bien a WOTC para **superar significativamente** este objetivo de "piso".

- Alta Fox cree que la orientación de WOTC no le otorga al segmento **ningún crédito** por ningún éxito en sus inversiones en videojuegos no esenciales en curso. que están deprimiendo significativamente los niveles de rentabilidad actuales y de mediano plazo.
 - o Si bien esto posiciona aún más a WOTC para superar su nuevo objetivo multianual, **nos preocupa que no responsabilice a la administración por obtener rendimientos atractivos en sus importantes inversiones en videojuegos no esenciales que los inversionistas están subsidiando. Está seguro; si son elegidos, los nominados de Alta Fox se asegurarán de que se mantenga la rendición de cuentas**
- Chris Cocks, presidente de WOTC (y director ejecutivo entrante de Hasbro), autodenominado comentario "alcista" en la charla junto a la chimenea de Jefferies en Noviembre de 2021 indicó que **las franquicias principales de WOTC tenían camino para crecer significativamente más rápido que de uno o dos dígitos**. A continuación, compartimos los aspectos más destacados de su comentario prospectivo para las marcas principales de MTG y D&D de WOTC:
 - o "En el lado de la mesa de las cosas, vemos muchas ventajas... Vemos un increíble potencial al alza en Europa, en el sudeste asiático y China, donde nuestras marcas aún son fuertes y resonantes, pero nuestra el negocio está subindexado".
 - o "Vemos muchas más ventajas en los coleccionables y **en la generación de ingresos promedio por usuario**. Si observa otros negocios de mesa, particularmente negocios de mesa coleccionables, **como Por impresionante que sea el ingreso promedio por usuario para Magic: The Gathering, hay otros coleccionables con millones y millones de fanáticos, que tienen, creemos, 2x o 3x nuestro ingreso promedio general por usuario. Así que vemos mucho potencial allí**".
 - o "Creo **que apenas comenzamos con lo que estamos haciendo con Magic digital** y lo que hemos estado haciendo con **D&D digital en términos de migrar el juego de mesa a un juego digital. simulación de juego de mesa**".
 - o "Y cuando miras el lado digital del negocio, hemos podido contratar a algunos de los mejores talentos de la industria... Si miras la oportunidad del océano azul, **es literalmente de 8 a 10 veces el potencial de audiencia que tenemos. en la mesa con marcas que se ubican en la parte superior de sus cohortes en esos espacios**".

El énfasis es la interpretación de Alta Fox

TIENE | Análisis de sensibilidad del caso base para WOTC ²

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

Incluso bajo una variedad de escenarios de valoración para WOTC que van desde más conservadores a más agresivos (suponiendo que RemainCo cotiza a 10.0x EBITDA), la conclusión es rotundamente unánime: WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro.

- Con los mismos supuestos del caso base subyacente y flexionando solo nuestra estimación de EBITDA WOTC y EBITDA múltiplo, el rango de precios de las acciones FY24 para Hasbro es el siguiente:

Análisis de sensibilidad del precio objetivo de Hasbro						
WOTC EBITDA Múltiple						
		17.0x	20,0x	23,0x	25,0x	28,0x
	\$824	\$150.8	\$168.2	\$185.5	\$197.1	\$214.5
	\$874	\$156.8	\$175.2	\$193.6	\$205.9	\$224.4
	\$924	\$162.8	\$182.2	\$201.7	\$214.7	\$234.2
	\$974	\$168.7	\$189.3	\$209.8	\$223.5	\$244.0
	\$1,024	\$174.7	\$196.3	\$217.9	\$232.3	\$253.9

Fuente: Alta Fox.

Resumen: WOTC está significativamente infravalorado

2

Creemos que WOTC está significativamente infravalorado dentro de Hasbro debido a la mala divulgación y los mensajes de los

Con la participación y el impulso activo de Alta Fox para generar valor en Hasbro, creemos que invertir a los precios actuales brinda a los inversores una oportunidad de riesgo/recompensa muy atractiva.

- Creemos que WOTC es un negocio excepcionalmente de alta calidad evidenciado por fuertes efectos de red, poder de fijación de precios y largo camino de crecimiento.
- Los inversores solo pagan 11,8x del EBITDA implícito del año fiscal 23 de WOTC cuando RemainCo está en 10,0x. Creemos en WOTC se valoraría en 23x NTM EBITDA como negocio independiente.
- Con suposiciones conservadoras para WOTC y RemainCo, creemos que los inversionistas pueden obtener una TIR del 36 % y una ventaja de más del 100 % con respecto a los niveles actuales durante los próximos años si invierten hoy en acciones de Hasbro.
- Con suposiciones más razonables que implican que la trayectoria de crecimiento actual de WOTC continúa y los márgenes se expanden aún más, creemos que los inversionistas pueden ganar *muchos múltiplos* de su inversión inicial en Hasbro.
- El lado vendedor y el mercado han estado esperando un catalizador para "desbloquear valor" en Hasbro. Alta Fox sera eso Catalizador.

3

Creemos que las franquicias centrales de WOTC se han manejado como vacas lecheras a pesar de ser las principales verticales de crecimiento de Hasbro. Esto se refleja en una Junta que, en nuestra opinión, continúa tomando decisiones cuestionables de asignación de capital y no está bien preparada para administrar WOTC.

WOTC: Ejecutar como vaca de efectivo por la Junta Directiva

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

A pesar de la contribución de ~50% de WOTC a las ganancias de Hasbro, el perfil de crecimiento significativo y la economía de la unidad de percentil superior, la Junta continúa redistribuyendo las ganancias de las franquicias principales de WOTC en propiedad intelectual que no es de WOTC.

- A pesar de que la gran mayoría de los ingresos generales y el crecimiento del EBITDA de Hasbro provienen de WOTC durante la última década, **la Junta continúa dirigiendo WOTC como una fuente de ingresos**, negándose a reinvertir significativamente en propiedades principales fuera de las emergencias (es decir, MTG Arena surgió como un movimiento *defensivo* a Hearthstone, lanzado 4,5 años antes) y, en cambio, desviando el flujo de efectivo de WOTC para financiar costosas adquisiciones de propiedad intelectual y proyectos especulativos de videojuegos secundarios.
- **La estrategia “Brand Blueprint” supervisada por la Junta durante la última década ha tratado a WOTC como secundario, lo que se evidencia por la falta de inversión y atención de los medios que tanto MTG como D&D han visto hasta la fecha.**
- Numerosos ex empleados han confirmado los puntos anteriores. Citas clave para compartir para iluminar sus perspectivas:
 - o Exejecutivo sénior durante 16 años en WOTC:

“Las sinergias han sido en una dirección. WOTC le ha dado una tonelada a Hasbro en recursos financieros, mientras que Hasbro no le ha devuelto mucho. Impulsar perpetuamente las marcas de WOTC detrás de las marcas de Hasbro ha retrasado el desarrollo de WOTC por 10 años”.
 - o Ex productor ejecutivo de 3 años en WOTC:

“No siempre estuve de acuerdo con Chris Cocks sobre dónde eligió gastar los dólares de inversión de WOTC, pero él y yo coincidimos en el hecho de que deberíamos estar invirtiendo mucho más de lo que estamos. Y Hasbro fue un limitador allí, seguro. Nos dijeron que mantuviéramos un margen de rentabilidad básico, e incluso cuando aplastamos el margen de rentabilidad, dado que Hasbro es nuestra empresa matriz, querían quedarse con algunos de esos ingresos adicionales para cubrir otras pérdidas de Hasbro”.
 - o Ex diseñador senior de juegos en WOTC:

“Hasbro ejerció demasiada presión sobre WOTC para lograr mayores objetivos de ingresos y reducir costos. Muchas de nuestras decisiones estuvieron a merced del cumplimiento de objetivos financieros corporativos más grandes. La filosofía no era 'hagamos lo mejor para MTG'; siempre fue 'hagamos lo mejor para Hasbro'”.

Estudio de caso: Adquisición de Entertainment One (1/3)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- En lo que Alta Fox cree que fue tanto el momento decisivo como el mayor fracaso de la estrategia "Brand Blueprint", Hasbro adquirió Entertainment One en diciembre de 2019 por **la asombrosa suma de \$4600 millones, casi 1/3 del valor empresarial total de Hasbro en ese momento.** .

o Hasbro pagó una prima del 31 % sobre el precio de las acciones antes de la negociación de eOne.

o El valor empresarial del acuerdo dio como resultado que Hasbro **pagara casi 18 veces el EBITDA TTM.**

- Para financiar la adquisición, Hasbro emitió más de 10 millones de acciones ordinarias, diluyendo a los accionistas en más del 8 %, y agregó más de \$3 mil millones de deuda al balance general.
- eOne standalone era un estudio especializado en la producción y distribución de películas y televisión animadas y de acción en vivo, y era el único propietario de las franquicias Peppa Pig y PJ Masks.

Balance de Hasbro antes y después de la adquisición de eOne

	Acuerdo previo 30/09/2019	Post-acuerdo 31/12/2020	Cambiar
Acciones en circulación	126.3	137.4	11.1
Dinero en efectivo	1.060,4	1.449,7	
Deuda	1.696,2	5.099,2	
Deuda neta	635,8	3.649,5	3.013,8
UAFIR LTM	651.7	826.7	175.0
Deuda neta/EBIT	1.0x	4.4x	3.4x
EBITDA UDM	875.3	1.065.1	189.8
Deuda neta/EBITDA	0.7x	3.4x	2.7x

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

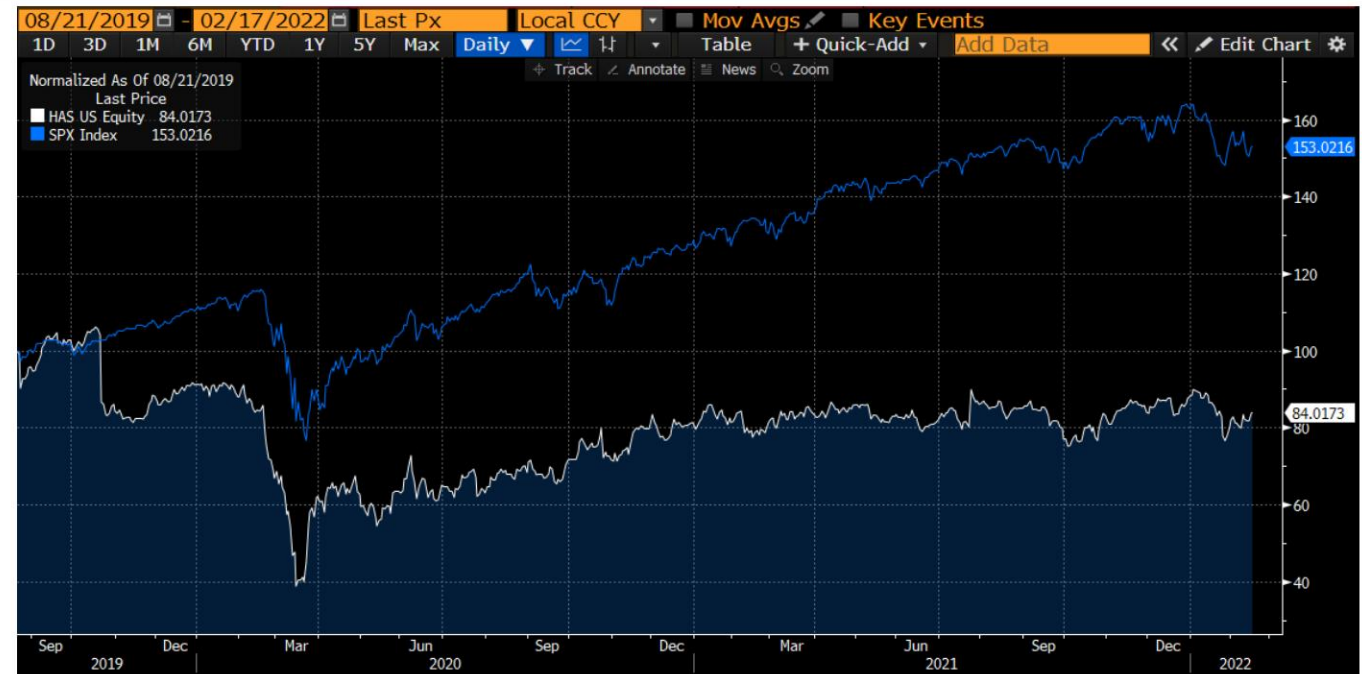
Estudio de caso: Adquisición de Entertainment One (2/3)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Hasbro gastó el equivalente a casi diez años del flujo de efectivo de Wizards en eOne, desviando capital de oportunidades de reinversión más sólidas en WOTC y, creemos, complicando aún más la historia de Hasbro al agregar apalancamiento y exposición a un negocio de cine y televisión intensivo en capital y de mayor riesgo.

- Aproximadamente la mitad del negocio de eOne, producción y distribución de cine y televisión, no tiene casi nada que ver con el núcleo demográfico de Hasbro: los niños.
- El negocio de eOne Film & TV requiere un capital significativo inversión en contenido y producción y está a merced de victorias impulsadas por el éxito de mayor riesgo.
 - o En los dos años previos a la adquisición, el negocio de cine y televisión de eOne quemó efectivo de manera acumulativa al gastar casi \$500 millones en adquisición y producción de contenido. En su llamada de ganancias del cuarto trimestre de 2021, Hasbro advirtió a los inversores que esperaran \$ 725-825 millones en efectivo gastados en desarrollo de contenido y entregas en 2022.
- eOne proporciona a Hasbro un estudio interno para crear contenido, sin embargo, **nuestra investigación sugiere que Games Workshop está pagando menos de \$10 millones para crear una serie de televisión de Warhammer.**
 - o ¿Pagar a un estudio de terceros para producir contenido de Hasbro sería un mejor uso del capital de los accionistas que gastar los \$ 4.6 mil millones para adquirir eOne?



En los más de 2 años desde que Hasbro anunció la adquisición de eOne, las acciones de HAS han perdido más del 15 %, mientras que el S&P 500 ha recuperado más del 50 %, lo que ha resultado en una destrucción significativa del valor para los accionistas.

Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

Estudio de caso: Adquisición de Entertainment One (3/3)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- **Guía de la gerencia para 2023, la primera año en el que las sinergias de eOne se incorporarán por completo a RemainCo Profit & Loss, implica que la Junta de Hasbro ha supervisado miles de millones en destrucción de valor para los accionistas en RemainCo de 2019 a 2023 en la búsqueda de su estrategia fallida de "Brand Blueprint".**
- Se suponía que RemainCo era el más grande beneficiario de la estrategia "Brand Blueprint". Irónicamente, parece que ha sido el más afectado debido a la falta de disciplina financiera y responsabilidad de la Junta.

Marco con el que evaluar el valor empresarial ("EV") de RemainCo antes y después de la adquisición de eOne:

Análisis de destrucción de valor de RemainCo posterior a eOne		año fiscal 2019
FY19 Total HAS EBITDA antes de la adquisición de eOne		911
(-) WOTC FY19 EBITDA		-313
FY19 EBITDA de consumo implícito		599
EBITDA Múltiple		10.0x
EBITDA implícito		5,986
(+) EV de adquisición de eOne		4,600
Implícito 2019 RemainCo EV		10,586
		año fiscal 23
FY23 Consumer EBITDA (AFC est basado en la guía de gestión)		635
EBITDA Múltiple		10.0x
FY23 Consumidor EV		6,352
FY23 Entretenimiento EBITDA (AFC est basado en la guía de administración)		178
EBITDA Múltiple		10.0x
FY23 Entretenimiento EV		1,776
FY23 RemainCo EV (Consumidor + Entretenimiento FY23 EV)		8,127
(-) Implícito FY19 RemainCo EV		10,586
Destrucción de valor implícita de RemainCo desde eOne		-2,458

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Estudio de caso: Adquisición de Power Rangers (1/2)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Hasbro adquirió la propiedad intelectual de Power Rangers en junio de 2018 de Saban Brands, el creador de Power Rangers.
- La transacción fue valorada en \$534 millones, lo que incluyó la emisión de \$270 millones de acciones ordinarias de HAS (~3,1 millones de acciones, o ~2,5% de las acciones en circulación).
- A pesar del tamaño de la transacción, Hasbro no reveló ninguna métrica financiera relacionada con la adquisición o, específicamente, con los Power Rangers.
- En el primer año completo de propiedad (2019), el segmento de informes de Hasbro que incluía a los Power Rangers (marcas emergentes) reportó un aumento de ingresos anual de menos de \$20 millones .
 - o Este es otro ejemplo de divulgación extremadamente deficiente de los inversores y, en nuestra opinión, refleja una Junta que se preocupa poco por sus accionistas.
- **Esto nos lleva a creer que Hasbro pagó un precio significativo por los Power Rangers, que generaron una cantidad insignificante de ingresos y ganancias después de las sinergias.**



Hasbro Closes Acquisition of Saban Properties' Power Rangers and other Entertainment Assets

June 12, 2018

PAWTUCKET, R.I.--(BUSINESS WIRE)--Jun. 12, 2018-- [Hasbro, Inc.](#) (NASDAQ: HAS) today announced it has closed the previously announced acquisition of Saban Properties' Power Rangers and other Entertainment Assets. The transaction was funded through a combination of cash and stock valued at \$522 million.

"Power Rangers will benefit from execution across Hasbro's Brand Blueprint and distribution through our omni-channel retail relationships globally," said Brian Goldner, Hasbro's chairman and chief executive officer. "Informed by engaging, multi-screen entertainment, a robust and innovative product line and consumer products opportunities all built on the brand's strong heritage of teamwork and inclusivity, we see a tremendous future for Power Rangers as part of Hasbro's brand portfolio."

Hasbro previously paid Saban Brands \$22.25 million pursuant to the Power Rangers master toy license agreement, announced by the parties in February of 2018, that was scheduled to begin in 2019. Those amounts were credited against the purchase price. Upon closing, Hasbro paid \$131.23 million in cash (including a \$1.48 million working capital purchase price adjustment) and \$25 million was placed into an escrow account. An additional \$75 million will be paid on January 3, 2019. These payments are being funded by cash on the Company's balance sheet. In addition, the Company issued 3,074,190 shares of Hasbro common stock to Saban Properties, valued at \$270 million.

The transaction, including intangible amortization expense, is not expected to have a material impact on Hasbro's 2018 results of operations.

Estudio de caso: Adquisición de Power Rangers (2/2)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Alta Fox cree que la adquisición de Power Rangers por \$534 millones fue significativamente destructiva del valor y un excelente ejemplo de la estrategia de asignación de capital deficiente de la Junta.

- A pesar de la inversión continua en la franquicia, incluida la nueva serie Power Rangers Dino Fury, Power Rangers parece estar luchando bajo los más de 3 años de propiedad de Hasbro.
 - o Los ingresos generados por los Power Rangers disminuyeron durante todo el año 2020, así como durante los primeros nueve meses de 2021.
 - o Los suscriptores mensuales y las visitas al canal oficial de Power Rangers en YouTube continúan estancados.
- Hasta el día de hoy, Hasbro continúa dejando a los inversionistas en la oscuridad con respecto a los ingresos subyacentes y la contribución al EBIT de los Power Rangers al grupo.



Power Rangers Official ✓

8.86M subscribers

Monthly Gained Video Views for 'Power Rangers Official'



Monthly Gained Subscribers for 'Power Rangers Official'



Fuente: Socialblade.com.

Estudio de caso: Adquisición de Backflip Studios ("Backflip")

3

que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

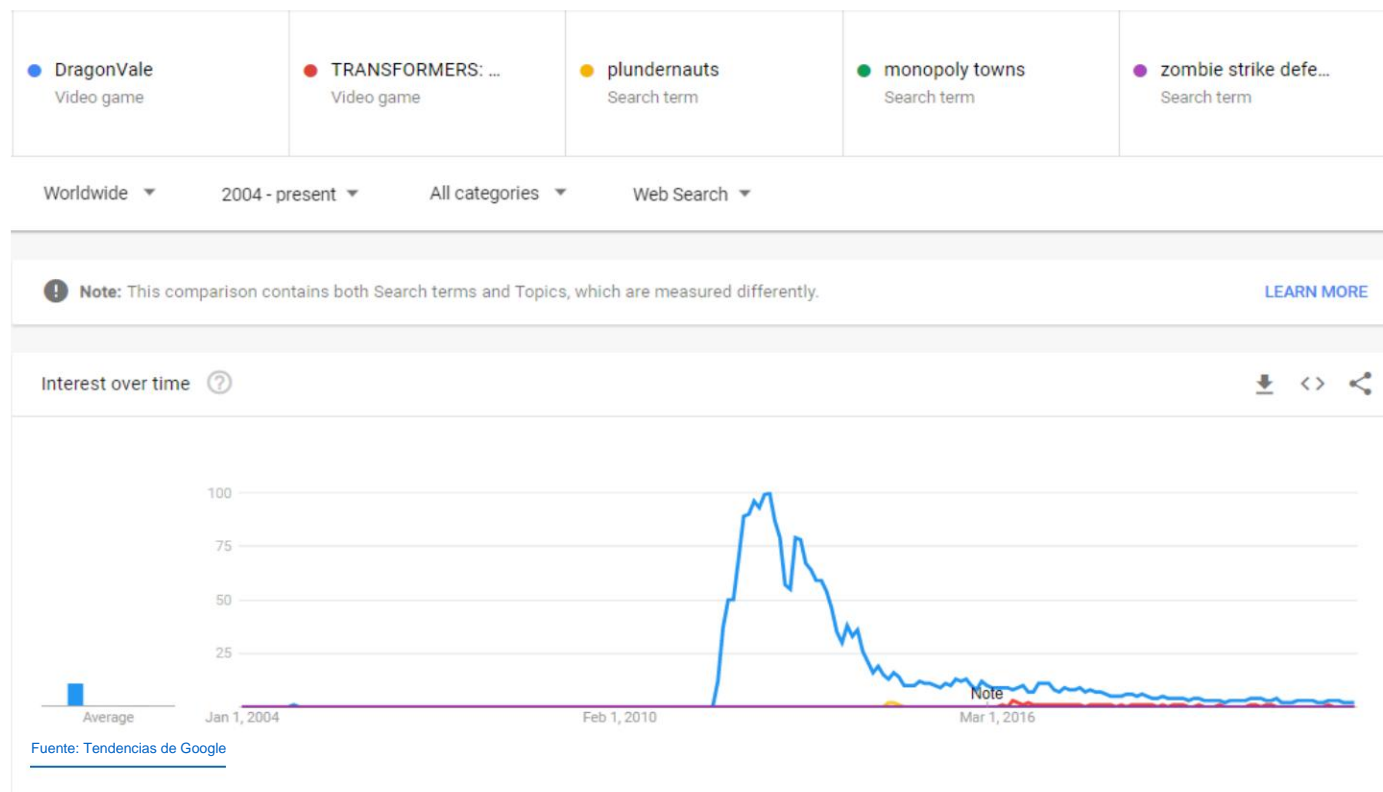
Hasbro compró el 70 % de Backflip por \$112 millones en 2013, que, en ese momento, estaba generando casi \$100 millones en ventas¹, pero registró pérdidas en 2014.² En 2019, después de años de reinversión adicional y después de adquirir el 30 % restante de Backflip, Hasbro redujo el activo a \$0 y cerró el estudio.

- La premisa detrás de la adquisición de Backflip Studios era simple: usar el talento y los recursos de Backflip para desarrollar juegos móviles *internos* para Hasbro IP (*pero no WOTC IP*) para aumentar el interés y la demanda de esa IP. Backflip había generado un tremendo interés de los consumidores e ingresos de su juego DragonVale, y debería poder replicar ese mismo éxito con la propiedad intelectual de Hasbro.
- Si bien es probable que Hasbro inicialmente invirtiera capital en el desarrollo de nuevos juegos, después del lanzamiento de Transformers: Earth Wars en 2016, la reinversión en la tubería de desarrollo de Backflip parece haber caído precipitadamente, lo que se refleja en la divulgación mínima de la tubería de Hasbro a partir de 2017.
- ¿Cuánto flujo de efectivo neto perdió Hasbro en esta inversión? Es difícil decirlo, pero, según nuestra investigación, **la pérdida real podría superar con creces el precio de compra pagado (\$112 millones).**
- **Desde nuestro punto de vista, Backflip fue otra víctima en la década de historia de mala asignación de capital de Hasbro.**

1. <https://www.gamesindustry.biz/articles/2019-10-24-backflip-studios-shutting-down>

2. Presentación ante la SEC

Análisis de tendencias de Google para juegos producidos por Backflip Studios



Apuestas no básicas fallidas del WOTC supervisadas por la junta (1/3)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

A pesar del aparente fracaso de Hasbro para mostrar el éxito con Backflip, la Junta ha presionado a WOTC para que también desarrolle internamente videojuegos no centrales. Hasta la fecha, cada uno de esos proyectos también ha tenido fracasos notables.

- En contraste con el éxito de WOTC en la expansión de sus juegos de mesa en línea y fuera de línea, ha habido una notable falta de éxito en los juegos no relacionados con WOTC. desarrollo central de videojuegos en los últimos años. **Vemos este problema como impulsado por dos fuerzas clave:**
 - o **Presupuestos con fondos insuficientes junto con demasiados proyectos en curso**
 - o **Falta de supervisión y dirección adecuadas que proporcionaría una nueva Junta centrada en WOTC**
- En lugar de adoptar lo que parece haber sido un enfoque de "rociar y rezar" para producir nuevos videojuegos con presupuestos insuficientes para cada uno, con la visión y los datos correctos respaldados con métricas de ROI y encuestas de consumidores adecuadas, creemos que **WOTC puede crear videojuegos fenomenales. basado en su IP existente que traerá nuevos jugadores a sus juegos principales de franquicia. Sostenemos que los nuevos inversionistas centrados en WOTC después del giro apoyarán estos esfuerzos, si se comunican adecuadamente.**
- Lista corta de fracasos de videojuegos de WOTC en los últimos 3 años (no hay éxitos significativos a destacar):
 - o Alianza Oscura D&D: 2021
 - o Magia: Leyendas: 20212
 - o Lanzadores de hechizos mágicos: 2019-20213

Ex productor ejecutivo de videojuegos de WOTC: "Hasbro promocionó una narrativa de 'queremos ser grandes y agresivos con las inversiones en videojuegos' pero, en realidad, nos dijeron que construyéramos juegos de estilo AAA con un presupuesto mínimo y vimos que los juegos se apuraron salieron por la puerta antes de que estuvieran listos para cumplir con los objetivos de ganancias, y terminaron en una serie de fracasos".

1. <https://kotaku.com/dungeons-dragons-dark-alliance-is-a-tragic-mess-1847158391>

2. <https://massivelyop.com/2021/03/29/not-tan-massively-magic-legends-is-messy-deep-and-more-of-an-mmo-than-you-think/>

3. https://www.reddit.com/r/spellslingers/comments/njzqnp/community_seems_quietdead/

Apuestas no básicas fallidas del WOTC supervisadas por la junta (2/3)

Los inversores solo necesitan mirar a Glassdoor para ver más testimonios de ex empleados que confirman la opinión de Alta Fox: Hasbro ha limitado el desarrollo y el éxito de **WOTC**, ya que la Junta de Hasbro ha administrado las franquicias principales de WOTC como efectivo.

vacas

Creemos que la cita del ex empleado a la derecha resume las razones clave por las que muchos de los proyectos recientes de desarrollo de videojuegos de WOTC han fracasado, así como por qué siguen existiendo numerosas oportunidades atractivas de reinversión en WOTC hoy en día a pesar de que la empresa tiene casi tres décadas. **Este testimonio es consistente con los comentarios que hemos recibido de numerosas llamadas de ex empleados.**

Fuente: https://www.glassdoor.com/Reviews/Wizards-of-the-Coast-Reviews-E4718_P5.htm?sort.sortType=RD&sort.ascending=false&filter.iso3Language=eng

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Current Employee, less than 1 year

OK Company Hamstrung By Parent

Apr 13, 2019 - Principal Software Engineer in Renton, WA

✓ Recommend ✓ CEO Approval ✓ Business Outlook

Pros

- Get to work with great audience & products
- Some truly amazing people trying to put things right
- Some parts of the company are pretty cutting edge

Cons

Hasbro has their tendrils in everything from IT to how vendors are selected & purchased, our signing certificates, etc. Hasbro is pretty incompetent at every level, and you have to deal with them regularly. You can't even buy a new alerting system to be used by a single team without several archaic operations groups having their say, legal making a bunch of bizarre contract requests of the vendor, etc. Something that would be an afternoon at other companies can take months.

Because wizards is the only consistently profitable business unit at hasbro, there's a high level of desperation to squeeze every bit of profit out of a business model that's already a bit aggressive. We are driving away key partners.

We had a big investment plan that would mean a huge cash injection into the company and allow us to accelerate the improvements, but hasbro turned it down and because management hyped it up so much, they're still trying to pretend hasbro approved it, which is sad.

Apuestas no básicas fallidas del WOTC supervisadas por la junta (3/3)

3

temos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Magic: Legends se comercializó como un juego de rol masivo multijugador en línea (MMORPG) que WOTC había desarrollado en asociación con Cryptic Studios desde 2017. En lugar de un MMORPG, la jugabilidad era más cercana a la de un arcade hack & slasher y carecía de la profundidad de el contenido y la jugabilidad que los usuarios esperaban.¹ Después de aproximadamente 4 años de desarrollo, se lanzó una versión beta del juego en marzo de 2021. Tres meses después, se anunció que el juego se cerraría después de una respuesta inicial deficiente de los clientes.
- Alta Fox no está sola: los jugadores de MTG han tomado nota de La mala asignación de recursos de WOTC también. En respuesta al anuncio de WOTC de que cerraría Magic: Legends y reembolsaría a todos los jugadores, el campeón mundial de MTG 2015 Seth Manfield habló en nombre de la comunidad con la siguiente respuesta:



1. <https://www.youtube.com/watch?v=Akom8ssAQvM>
 2. <https://twitter.com/SethManfield/status/1409962614046736392>

La inversión en videojuegos de GI Joe AAA nos deja desconcertados

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Para echar leña al fuego, en septiembre de 2021 WOTC anunció que haría un AAA GI Joe Action Adventure Game1 en otro de los intentos de Hasbro de revivir la IP inactiva luego del lanzamiento, en nuestra opinión, extremadamente decepcionante de la película Snake Eyes GI Joe lanzada en 2021 ("Snake Eyes").
- Para añadir una perspectiva de lo mal que fracasó Snake Eyes, la película recaudó <\$40 millones en taquilla retorno frente a un presupuesto establecido de \$ 88 millones y un punto de equilibrio estimado de \$ 160-175 millones por expertos de la industria.2,3
- A la luz de las innumerables oportunidades de reinversión que WOTC tiene en los ecosistemas de MTG y D&D, **nos parece alarmante que la Junta de Hasbro esté "permitiendo" (¿incentivando? ¿impulsando? ¿obligando?) a WOTC a invertir una parte tan significativa de su presupuesto de I+D en una propiedad intelectual. que los consumidores claramente tienen poco apetito.**
- *Los empleados con los que hemos hablado creen que se trata de una asignación deficiente de los recursos de WOTC y se muestran escépticos de que el juego tenga éxito.*

Wizards of the Coast is making a big-budget G.I. Joe game

By Jody Macgregor September 26, 2021

1. <https://www.pcgamer.com/wizards-of-the-coast-is-making-a-big-budget-gi-joe-game/>
2. [https://www.the-numbers.com/movie/Snake-Eyes-GI-Joe-Origins-\(2021\)#tab=summary](https://www.the-numbers.com/movie/Snake-Eyes-GI-Joe-Origins-(2021)#tab=summary)
3. <https://variety.com/2021/film/news/snake-eyes-box-office-flop-gi-joe-toy-movies-1235026986/>



Distracciones WOTC: GI Joe es solo uno de muchos

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Alta Fox considera que los recursos de WOTC gastados en el desarrollo de videojuegos o juegos de cartas coleccionables ("TCG") para IP de Hasbro que no son de WOTC son un fracaso colosal en la asignación de capital y una pérdida de talento y tiempo de WOTC, considerando las increíbles oportunidades de reinversión que WOTC tiene dentro de sus marcas principales. .

- No es sólo GI Joe.
- **Hasbro hizo que WOTC desarrollara un juego de cartas Transformers en 2017 (que podría haber estado en proceso incluso más)¹ que no cumplió con las expectativas de la Compañía y se cerró en 2020.²**
- En su día del inversor en febrero de 2021, Chris Cocks habló sobre WOTC "aprovechando algunos de los favoritos perennes de Hasbro con miras a desarrollarlos digitalmente", mencionando a GI Joe, Transformers, Micronauts y Ouija, como en Ouija Board.

o ¿A Alta Fox realmente le gustaría saber quién en Hasbro/ WOTC piensa que este es un buen uso del presupuesto de investigación y desarrollo de WOTC?

1. <https://www.seibertron.com/transformers/news/wizards-of-the-coast-to-produce-transformers-card-game/40393/>

2. <https://www.dicebreaker.com/games/transformers-trading-card-game/news/transformers-tcg-ended>

Distracciones de WOTC: la falta de concentración ha perjudicado a los jugadores de MTG

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Creemos que la obsesión de la Junta con el negocio de consumo de menor calidad de Hasbro ha afectado la capacidad de WOTC para invertir en la salud a largo plazo de sus marcas

- Por todos los avances positivos que WOTC ha logrado para atraer a los coleccionistas, jugadores de MTG sociales y digitales, Aparentemente, WOTC ha hecho caso omiso de su base de jugadores competitivos.
 - o En 2019, WOTC alienó a la gran mayoría de los posibles jugadores competitivos de MTG al hacer Las barreras de entrada a los principales eventos de premios acumulados de MTG fueron excepcionalmente altas tras la creación de las empresas altamente especulativas Magic Pro League (MPL) y Rivals League.^{1,2}
 - o **El 17.6.21, WOTC recortó silenciosamente el premio acumulado para el Campeonato Mundial MTG de \$ 1 millón a \$ 250,000, lo que sospechamos se debió a la presión de Hasbro para apretar los hilos de la cartera de WOTC.**⁴ Tras la indignación de los jugadores que siguió y una carta abierta enviada por varios Los principales competidores de MTG que se muestran a la derecha, WOTC llevó el pozo de premios a ~ \$ 1 millón (aunque \$ 750 mil se pagaron solo en tarifas de "aparición").
- Nuestras conversaciones con muchos de los mejores jugadores de MTG han indicado que un regreso al pro original de 2018 tour system³ con eventos competitivos en línea y fuera de línea de alto perfil de barrera baja es una respuesta para reactivar la demanda de juego competitivo de jugadores casuales.
- Apoyamos la reciente decisión de WOTC de contratar al ex campeón mundial de MTG William "Huey" Jensen para ayudar a respaldar el futuro del juego organizado. Sin embargo, creemos que se necesitan más cambios más allá de un empleado de nivel medio en lo profundo de WOTC.⁵ Apoyar completamente a la comunidad de MTG requiere el apoyo de la parte superior de la organización con una Junta de expertos centrada en WOTC y una separación formal de Hasbro.

1. https://mtg.fandom.com/wiki/Magic_Pro_League
2. https://mtg.fandom.com/wiki/Rivals_League
3. https://en.wikipedia.org/wiki/Magic:_The_Gathering_Pro_Tour
4. <https://dotesports.com/mtg/news/magic-world-championship-prize-pool-cut-by-750000>
5. https://www.reddit.com/r/magicTCG/comments/rqo697/william_jensen_on_twitter_hey_everyone_i_have/

28.6.21 Carta abierta a Hasbro de MTG Professionals

Dear Mr. Goldner,

We have decided to come forward through this open letter in response to the last minute changes to the upcoming Magic, the Gathering (owned by Wizards of the Coast, subsidiary of Hasbro) World Championship, taking place on 10-12 October, and provide a perspective that might not have been previously considered.

As you might know, World Championship has been the peak of Magic's competitive season and the most watched tournament of past years. It is an event where the very best players fight for the prestigious World Champion title and with a pool of only 16 players, it takes an immense, season-long effort to qualify. Prize money earned at this event makes up a substantial chunk of yearly income for professional players.

Having these things in mind, not only does the recent announcement cause a serious financial blow to those involved. It has also come very late in the season, as multiple participants will have been locked in by the end of next week, undermining the decision process that has led them there and the time they have all invested to qualify. We wouldn't like to use the word „promise“ lightly, but in the least we were lead to believe the prizepool was going to be \$1 million, most notably in the article „The Future of Magic Esports“ (published August 14th 2019), compared to \$250k into which it has been quietly changed last week.

The prize cut has been made without any discussion with players, away from the sight of Magic community, which, not only for reasons mentioned above, is very unsettling. We would like to know if you are aware of and support this decision made by Wizards of the Coast, and took into account what this could do to Hasbro's public image. Furthermore, we are kindly asking you to consider the impact this might have on the World Championship, which would have normally been the most anticipated and exclusive Magic event of the year.

Respectfully,
MPL and Rivals League members

Stanislav Cifka
Ondrej Strasky
Ivan Floch
Eli Kassis

Fuente: <https://twitter.com/StanCifka/status/1409568215634743307?s=20>

Resumen de la falta de priorización de WOTC por parte de la Junta

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Creemos que la Junta ha asignado mal el capital a inversiones especulativas con resultados desastrosos. Desde nuestro punto de vista, han enfatizado demasiado el negocio de Consumo de Hasbro y han subestimado

Inversión	Fecha Anunciado	Precio pagado / El monto gastado	% de Hasbro EV en ese momento (est. AFC)	Pago múltiple	¿Razón fundamental?	PI de WOTC ¿Enfocado?
eUno	agosto 2019	\$ 4,600 millones	~30%	~18x Últimos doce meses ("TTM") EBITDA	Haz juguetes para las máscaras de peppa pig/pj. Tome el desarrollo de contenido en casa para IP	No
Guardabosques	mayo 2018	\$ 534 millones	~4%	Términos no revelados, pero HA mencionado que el impacto en las ganancias en 2018 sería irrelevante	Haz juguetes basados en el poder guardabosques	No
Videojuego GI Joe	septiembre 2021	¿Más de \$200 millones una vez terminado con la marca AAA?1	Términos no divulgados	Términos no divulgados	Utilice los recursos de WOTC para desarrollar un videojuego GIJoe AAA	No
voltereta hacia atrás	julio 2013	\$ 112 millones	~2%	Términos no revelados, pero la ganancia operativa de Backflip fue negativa en 2014	Tome el desarrollo de videojuegos móviles internamente para propiedad IP	No
Juego de cartas de transformadores	2017	Términos no divulgados	Términos no divulgados	Términos no divulgados	Utilice los recursos de WOTC para desarrollar un Juego de cartas coleccionables de transformadores	No
transformadores, Micronautas, Ouija Videojuegos de mesa	febrero de 2021	Términos no divulgados	Términos no divulgados	Términos no divulgados	Use los recursos de WOTC para desarrollar juegos para HAS IP internamente	No

Fuente: documentos públicos.

1. Estimación de Alta Fox basada en controles de la industria para presupuestos de videojuegos AAA

Los pronósticos de margen de caso base de AFC son conservadores ³

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Los pronósticos de margen de EBITDA de WOTC del caso base de AFC son conservadores para reflejar el gasto imprudente de la Junta y la mala asignación de capital.

- Teniendo en cuenta el historial deficiente de asignación de capital de la Junta y nuestro escepticismo en torno a los esfuerzos continuos de videojuegos de WOTC basados en IP de Hasbro que no pertenecen a WOTC, creemos que nuestras suposiciones de margen de WOTC son muy conservadoras.
- **Si WOTC fuera un negocio independiente centrado únicamente en su propia propiedad intelectual con su propia junta directiva inteligente, creemos que el perfil de margen de WOTC aumentaría significativamente desde los niveles actuales y estaría muy por delante de las previsiones de Alta Fox.**
- Los márgenes incrementales para Arena deberían ser increíblemente altos. Como entidad independiente, creemos que WOTC podría acercarse a márgenes EBITDA superiores al 60 % en unos pocos años, aunque ni siquiera nuestro caso alcista refleja ese escenario.
- Creemos que nuestras suposiciones son conservadoras incluso después de tener en cuenta la mala asignación de capital en la dilución del margen. ocupaciones.

Pronósticos del caso base WOTC de Alta Fox	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Ingresos	761	907	1,287	1,373	1,579	1,847
% anual		19%	42%	7%	15%	17%
EBITDA	313	444	606	621	742	924
% anual		42%	36%	2%	19%	24%
margen %	41,1%	49,0%	47,1%	45,2%	47,0%	50,0%

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Estrategia actual de asignación de capital de Hasbro

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

En nuestra opinión, la actual estrategia de asignación de capital de Hasbro es adecuada *solo* para el RemainCo, no a WOTC. Creemos que esto indica aún más la necesidad de una escisión.

Estrategia de asignación de capital actual de la entidad combinada	¿Tiene sentido para RemainCo?	¿Tiene sentido para Wizards of the Coast?
~\$375M en pagos de dividendos / año	Sí: negocio maduro con atractivo para los inversores de ingresos	No: negocio de crecimiento que atraería a inversores orientados al crecimiento
~\$175M en pago de intereses/año al 4%	<i>Obligatorio</i>	<i>Obligatorio</i>
Reinversión capitalizada orientada al crecimiento mínimo	Sí, negocio maduro	No: negocio de crecimiento que está hambriento de reinversión capitalizada de alto ROI
Desplegar el resto del flujo de caja libre en el pago de la deuda	Sí: aumenta la flexibilidad para redistribuir el exceso de flujo de efectivo futuro en recompras y dividendos	No, WOTC tiene una gran cantidad de oportunidades de reinversión de alto ROI. <u>Pagar la deuda barata del 4% es uno de los peores usos posibles del exceso de flujo de efectivo de WOTC</u>
Inversiones de crecimiento especulativo en IP de marca nueva y existente	Sí, pero solo si se ejecuta con una disciplina financiera significativa construida sobre obstáculos de retorno financiero y responsabilidad	No: WOTC tiene una gran cantidad de oportunidades de reinversión de alto ROI dentro de IP central y no necesita realizar inversiones especulativas en IP no central

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

¿Dónde debería WOTC desplegar su flujo de efectivo?

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Tomamos la opinión de los clientes actuales de WOTC¹ de que WOTC debería invertir la mayor parte de su flujo de efectivo en mejorar la experiencia de juego para sus propiedades principales para hacer crecer su base de jugadores y expandir el ingreso promedio por usuario ("ARPU").
- Todavía creemos que existe una oportunidad para que WOTC desarrolle videojuegos 1P y trabaje en estrecha colaboración con estudios de videojuegos 3P, pero **debe equilibrarse espíritu creativo y apetito por asumir riesgos con disciplina financiera para realizar inversiones de alta calidad.**
- Si bien Hasbro ha aflojado *un poco* los hilos de la bolsa que restringen la flexibilidad de WOTC para reinvertir, WOTC parece estar desplegando su capital de inversión limitado en empresas riesgosas sin la supervisión adecuada y ha demostrado tanto la falta de éxito hasta la fecha como orientación WOTC decepcionante de varios años.

Alta Fox ha identificado una larga lista de oportunidades de reinversión para WOTC en sus propiedades principales para mejorar la experiencia del cliente y expandir los ARPU. A continuación, enumeramos una muestra de, en nuestra opinión, oportunidades de reinversión de alto ROI:

1. Oferta multijugador en Arena
2. Funcionalidad social mejorada y mayor integración de papel y MTG digital
3. Ofertas de suscripción para Arena para brindar un mejor valor a los clientes y hacer la transición del producto a una plataforma más similar a SaaS
4. Renacimiento de MTG competitivo a través de una estructura de torneos en persona y en línea cuidadosamente diseñada, *pero simple*, para mejorar la participación y la retención de los jugadores
5. Una suscripción digital de ventanilla única y una oferta de pago por uso para una experiencia D&D fiel a la física (similar a cómo Arena es un MTG fiel a la física).
experiencia)

1. Fuente: Twitter (@BeAMagicLegend)

Creemos que la placa no es adecuada para ejecutar WOTC (1/3)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Parece que el tablero actual de Hasbro está lleno exclusivamente de consumidores y experiencia de entretenimiento y carece de la experiencia de juego más relevante para WOTC, el segmento más valioso de Hasbro.
- Las palabras: "jugador", "coleccionista" o "cliente" se mencionan en las biografías de los miembros de la Junta CERO, mientras que "juego/juego" solo se menciona mencionado en la biografía de un miembro de la Junta.¹

Alta Fox Caracterización de la actual Junta Directiva de Hasbro



Tracy A. Leinbach
Consumidor



Kenneth A. Bronfin
Entretenimiento



Michael Burns
Entretenimiento



Hope Cochran
Consumidor digital



Lisa Gersh
Consumidor



Edward M. Philip
Consumidor



Laurel J. Richie
Entretenimiento



Richard S. Stoddart
Consumidor



Mary Beth West
Consumidor



Linda K. Zecher
Consumidor digital

1. https://investor.hasbro.com/corporate-governance/Board-of-directors_

Creemos que la placa no es adecuada para ejecutar WOTC (2/3)

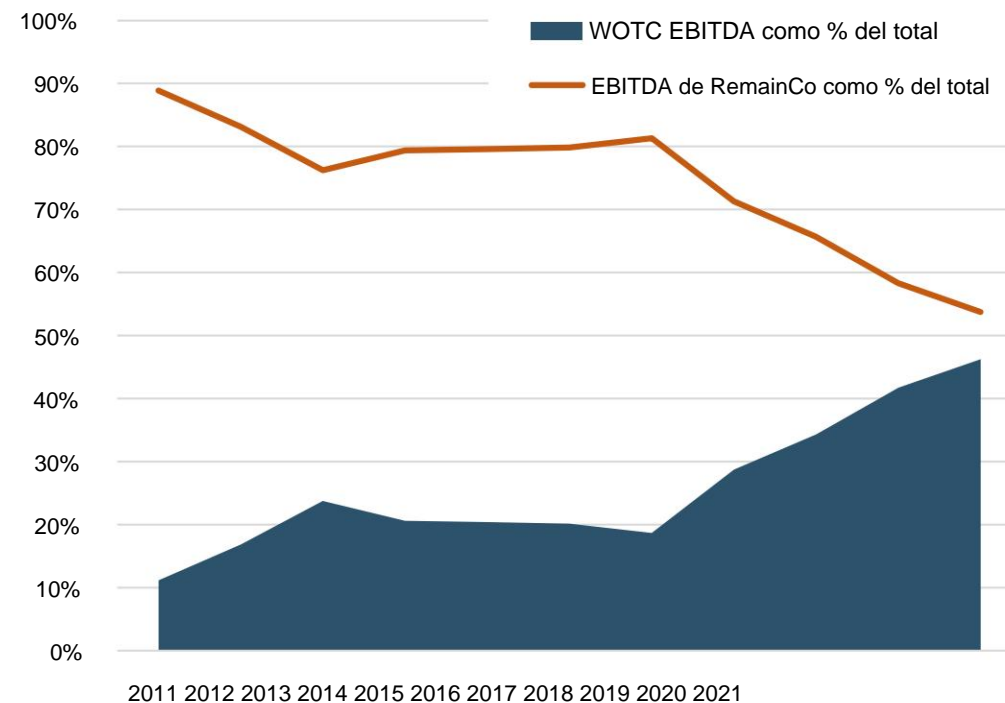
Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

La composición actual de la Junta centrada en Consumidores y Entretenimiento , en nuestra opinión:

- Probablemente tenía sentido hace 10 años.
- *Podría* haber sido comprensible hace 5 años.
- **Es imperdonable hoy dada la de Hasbro mezcla de negocios transformada y la creciente importancia de WOTC.**

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

WOTC como % del EBITDA total de Hasbro (Alta Fox Est)



Hasbro solo ha revelado el EBITDA WOTC hasta 2019. En la medida en que las estimaciones de Alta Fox sean inexactas, la culpa es de la Junta por la falta de divulgación de un segmento crítico.

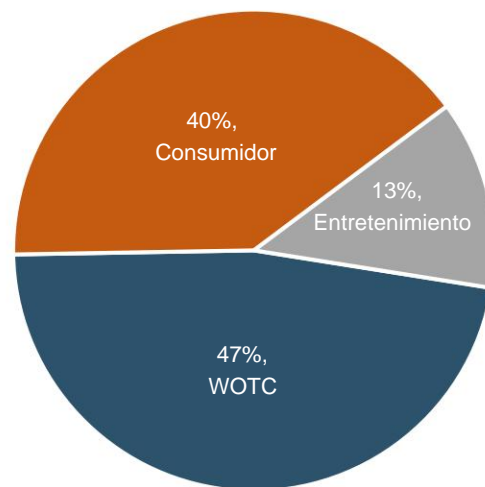
Creemos que la placa no es adecuada para ejecutar WOTC (3/3)

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Parece que WOTC, el segmento comercial más valioso, no está adecuadamente representado en lo que ya es una Junta inflada.
- En nuestra opinión, WOTC necesita su propia Junta Directiva experta que comprenda el activo y apoye, en lugar de restringir, el negocio durante su próxima fase de crecimiento.
- **Más allá de WOTC, la junta directiva de Hasbro, severamente poco calificada, ha tenido un impacto negativo en todo el negocio. Para citar a un ex ejecutivo de alto rango de una empresa de consumo multimillonaria:**

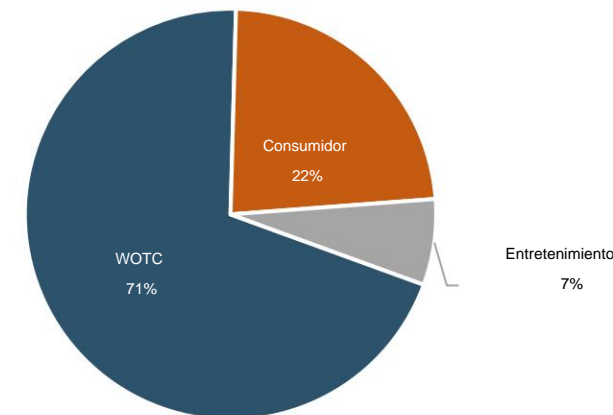
“El tablero de Hasbro está tan atascado en las viejas formas. Simplemente pierda tras perder las nuevas tendencias de consumo (es decir, coleccionables, juegos móviles)... El [Junta de Hasbro] es tan reacio al riesgo, y todos están tratando de minimizar el riesgo de cualquier cosa nueva. La forma en que piensan sobre el riesgo es comparándolo con lo que ya saben. Hay suficiente trabajo simplemente haciendo mejoras marginales en los nuevos lanzamientos aquí y allá para mantenerlos ocupados”.

Mezcla de EBITDA FY21 de Hasbro1



1. [Presentaciones ante la SEC](#). La representación del EBITDA del año fiscal 2021 supera el 100 % porque excluye los gastos generales corporativos

% de Alta Fox FY24
Precio objetivo2



2. El precio objetivo de Alta Fox FY24 se ajusta proporcionalmente a la deuda neta

Nota: El énfasis es la interpretación de Alta Fox

Incentivos desalineados (1/5): compensación ejecutiva más baja Los objetivos aún mejoran el pago esperado

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- **Bajo el mandato de la Junta actual, creemos que el pago y la estructura de la compensación ejecutiva en Hasbro ha sido perverso.** No entendemos por qué el CEO de Hasbro merecía mayores pagos esperados a través de opciones y objetivos fáciles de alcanzar a expensas de los accionistas y de una mayor reinversión en WOTC, a pesar de tener un rendimiento significativamente inferior tanto al índice de referencia de Hasbro como al mercado en general.

CEO de Hasbro	Salario	Prima	Adjudicaciones de acciones	Adjudicaciones de opciones	Plan de incentivos sin capital	Cambio en Valor de Pensión y No Calificado	Todos los demás	Total	
compensación						Compensación Diferida	Compensación		
año fiscal 20	\$1,600,000	\$0	\$3,735,288	\$6,294,872	\$6,417,739	\$4,195,801	\$354,447	\$487,602	\$16,668,010
año fiscal 2019	\$1,600,000	\$0	\$5,908,832	\$3,026,520	\$3,400,816	\$3,817,801	\$0	\$50,136	\$17,960,878
año fiscal 2018	\$1,550,000	\$0						\$89,357	\$8,499,623

- Además, **no vemos una razón convincente para justificar por qué los objetivos de compensación ejecutiva se redujeron significativamente en 2019 frente a 2018**, y por qué los objetivos acumulativos no se elevaron en proporción a los ingresos y ganancias incrementales de eOne.

	Objetivos anuales de compensación ejecutiva					Compensación ejecutiva anual ACTUALES					Rendimiento superior (bajo rendimiento)				
	Ingresos	a/a %	Margen EBIT	FCF	a/a %	Ingresos	a/a %	Margen EBIT	FCF	año %	Ingresos	Margen EBIT (bps)	FCF		
2020	\$6,283,077	4%*	14,70%	\$467,606	-13%	\$5,465,443	16%	15,10%	\$896,980	73%	-13%	40	92%		
2019	\$4,791,132	-10%	14,00%	\$534,762	-13%	\$4,720,227	3%	14,20%	\$519,709	-11%	-1%	20	-3%		
2018	\$5,329,612	1%	15,90%	\$615,737	17%	\$4,579,646	-10%	10,60%	\$585,419	0%	-14%	-530	-5%		
2017	\$5,271,534		15,90%	\$524,659		\$5,090,533		15,35%	\$586,000		-3%	-55	12%		
	*ajustado por la contribución de ingresos de eOne														
	Objetivos de compensación ejecutiva a largo plazo (móviles)					LT Exec Comp ACTUALS (rolling 3-year) y/y %					Rendimiento superior (bajo rendimiento)				
	Ingresos	de 3 años) y/y % 1%	UPA acumulada	ROIC Margen Ingresos y/y %	EPS acumuladas	\$14,126	17.0%	-1%	\$14,272	\$14,674	\$15,084	a/a %	ROIC Margen Ingresos	EPS	Margen ROIC
2018-2020	\$16,494		\$16.27	13%					\$12.52	2%			-23%	-182	
2017-2019	\$16,348	12%	\$14.34	24%	14,5%				\$12.30	4%	13,8%		-13%	-14%	-66
2016-2018	\$14,654	9%	\$11.60	20%	13,2%				\$11.88	-12%	13,6%		0%	2%	43
2015-2017	\$13,442		\$9.65		11,9%				\$13.54		13,5%		12%	40%	164

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Incentivos desalineados (2/5): ejecutivo mal diseñado

Estructura de Compensación

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Creemos que la actual estructura de compensación ejecutiva de Hasbro no está alineada con los intereses de los accionistas. Desde nuestro punto de vista, la compensación de los ejecutivos debe reestructurarse para tener una mayoría significativa de la compensación ligada al desempeño financiero con un fuerte énfasis en los retornos totales para

1. Además del crecimiento de EPS, las métricas de compensación ejecutiva de Hasbro ([ingresos](#), [margen EBIT](#), [FCF](#), [ROIC](#)) tienen poco que ver con la creación de valor para los accionistas y son fáciles de manipular.
2. La mayor parte de la compensación ejecutiva no se basa en el desempeño.
3. Los objetivos de rendimiento parecen [ridículamente bajos](#) , pero ofrecen grandes pagos a la gerencia por lograrlos.
 - El Directorio de Hasbro tiene un historial de recortar los objetivos de desempeño de la administración tanto a corto como a largo plazo. además de cortar objetivos de rendimiento en 2019 y 2020 y al no ajustar adecuadamente los objetivos de compensación a largo plazo para dar cuenta de la adquisición de eOne en 2020, la Junta también recortó significativamente los objetivos de rendimiento ejecutivo anuales y a largo plazo **cada año** entre 2012 y 2015.
4. El “rendimiento para los accionistas” se menciona solo una vez en el poder de Hasbro, lo que probablemente sea un reflejo de lo poco que la Junta prioriza los criterios más importantes por los que se debe juzgar a un equipo de gestión.

Incentivos desalineados (3/5): Juntas de pares superan con creces Directores de Hasbro enfocados en el rendimiento de los accionistas

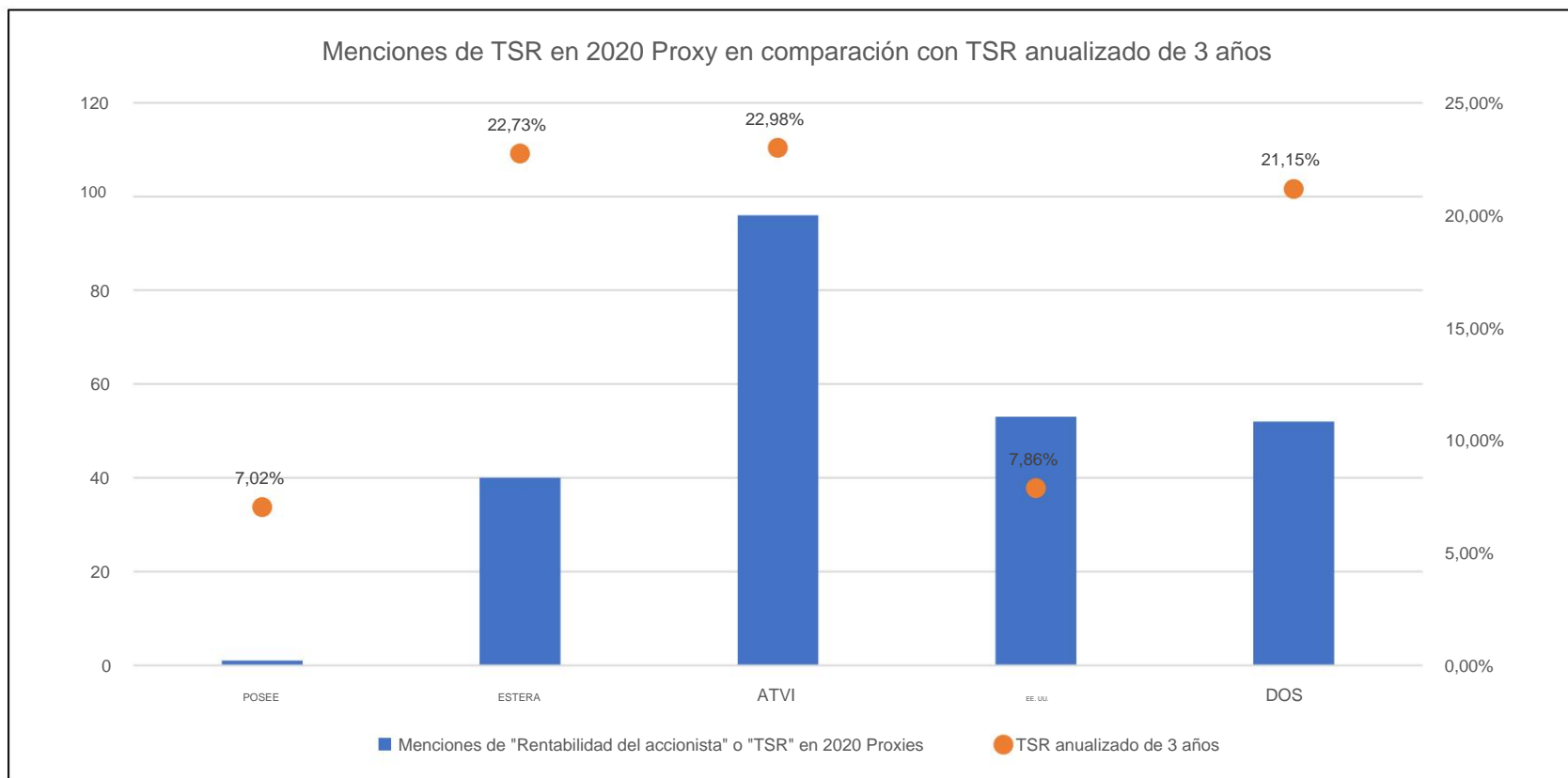
3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Los pares de Hasbro demuestran un enfoque significativamente mayor en el rendimiento de los accionistas, tanto en su comunicación con los inversores y las estructuras de compensación subyacentes. Creemos que el enfoque superior de los pares en la creación de valor para los accionistas ha contribuido en parte a su desempeño superior agregado de varios años frente a Hasbro.

La declaración de poder de Hasbro de 2020 mencionó **solo** el "rendimiento de los accionistas" **una vez**.

Este recuento cayó muy por debajo de sus pares que otorgan mucha más importancia relativa a TSR ("Total Shareholder Return"), que se muestra en el gráfico de la derecha.



Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Incentivos desalineados (4/5): los miembros de la junta solo tienen

Venta de acciones de Hasbro

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- Ninguno de los miembros actuales de la Junta parece tener una experiencia significativa en inversiones en el mercado público o representar a accionistas significativos de Hasbro.
- Ninguno de la Junta actual miembros han comprado alguna vez acciones de Hasbro en los últimos 10 años.



Fuente: Bloomberg, documentos públicos.

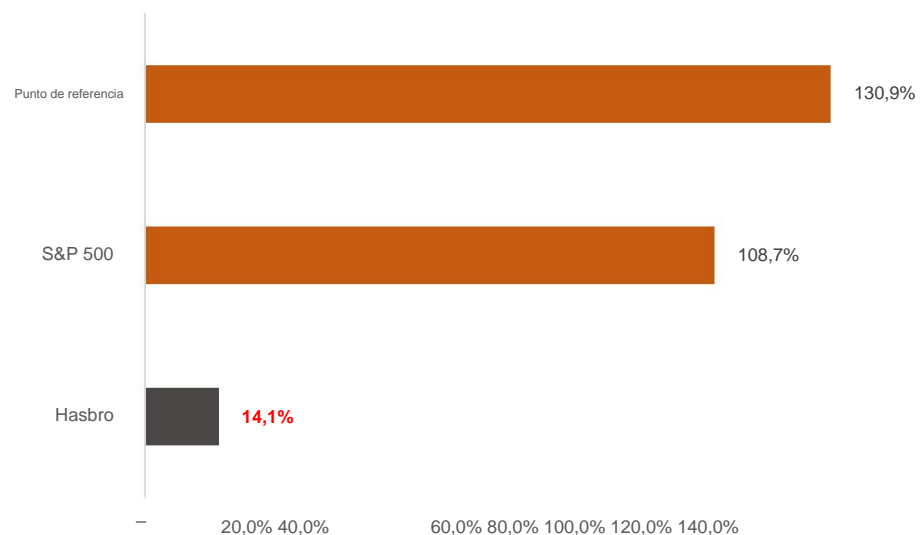
Incentivos desalineados (5/5): significativo Bajo desempeño bajo la tenencia de la junta

3

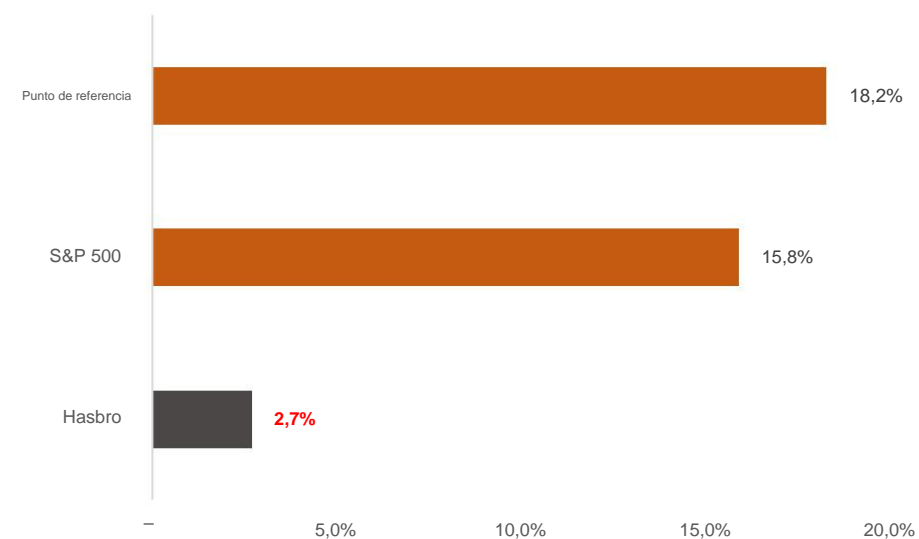
Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

A pesar del fenomenal crecimiento de WOTC en los últimos cinco años, el precio de las acciones de Hasbro ha tenido un rendimiento significativamente inferior al del mercado en general y su propio punto de referencia en cualquier período de tiempo relevante (5 años, 4 años, 3 años, 2 años, 1 año) en los últimos cinco años.

Rendimiento total del accionista a cinco años: rendimiento total



Rentabilidad total del accionista a cinco años: anualizada



Hasbro ha tenido un rendimiento inferior al S&P 500 en un 95 % en los últimos cinco años.

Estamos desconcertados por la forma en que Hasbro continúa promocionando fuertes rendimientos para los accionistas dado el bajo rendimiento significativo destacado anteriormente

El punto de referencia es el Russell 1000 Consumer Discretionary Index, como se indica en el proxy 2020 de Hasbro.

Fuente: Bloomberg. Supone que los dividendos se reinvierten.

La junta directiva de Hasbro continúa duplicando sus esfuerzos Estrategia de bajo rendimiento "Modelo de marca" (1/4)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- El 5 de enero de 2022, Hasbro anunció el nombramiento de Chris Cocks, presidente de WOTC, como director ejecutivo de Hasbro.
- Tracy Leinbach, actual presidenta de la junta, dijo en ese mismo comunicado de prensa: "En Chris, hemos elegido a un líder en una posición única para ejecutar y hacer evolucionar la estrategia "Brand Blueprint" de Hasbro mientras continuamos generando crecimiento y brindando sólidos retornos para los accionistas."

Creemos que esta declaración es extremadamente engañosa y es una bofetada para los accionistas de Hasbro.

La estrategia "Brand Blueprint" ha arrojado un rendimiento inferior al 100 % en comparación con el S&P durante los últimos 5 años debido a una asignación de capital excepcionalmente deficiente .

- En lugar de designar a Cocks para que concentre la mayoría de los recursos de Hasbro en la PI central de WOTC, la Junta parece estar nombrando a Cocks con la intención de que continúe con la estrategia de bajo rendimiento de Hasbro "Brand Blueprint", que creemos que es otro término para "empire- edificio" sin disciplina financiera.

Esperamos que Cocks haga lo correcto para los accionistas al buscar la separación de RemainCo. y WOTC dadas, lo que creemos que son, las estrategias de asignación de capital y las bases de inversores fundamentalmente diferentes que son óptimas para cada activo.

La junta directiva de Hasbro continúa duplicando sus esfuerzos Estrategia de bajo rendimiento "Modelo de marca" (2/4)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

◆ WSJ NEWS EXCLUSIVE | BUSINESS

Mattel Wins Disney Princess Toy Deal, Joining Elsa of 'Frozen' With Barbie

Toy company wrests back rights to film characters from rival Hasbro; losing the contract was 'a wake-up' call for Mattel

- Aunque aparentemente distraído por su estrategia indisciplinada y de bajo rendimiento de "Brand Blueprint", la Junta ha permitido que una de sus licencias clave de terceros, la licencia de Disney Princess/Frozen, se escape de sus manos y vuelva a caer en manos de Mattel (fue ganó originalmente de Mattel en 2014).^{1,2}
- Dado que la gran mayoría del valor fundamental de Hasbro es atribuible a WOTC, la pérdida de la licencia es irrelevante para el valor intrínseco de Hasbro. Dicho esto, creemos que **la pérdida de este contrato es otra evidencia material de que la estrategia de "Brand Blueprint" de Hasbro no solo está fallando, sino que está teniendo efectos adversos significativos en otras partes del negocio, como las marcas de socios de terceros .**

1. <https://www.wsj.com/articles/mattel-wins-disney-toy-deal-joining-elsa-of-frozen-with-barbie-11643198404>

2. <https://www.theglobeandmail.com/globe-investor/investment-ideas/highs-and-lows-of-toy-industry-make-hasbro-mattel-risky-buys/article21977477/>

La junta directiva de Hasbro continúa duplicando sus esfuerzos

Estrategia de bajo rendimiento "Modelo de marca" (3/4)

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

- A pesar de invertir más de \$5 mil millones en los últimos cuatro años en su negocio de Consumo, Hasbro

El negocio de consumo ha tenido un rendimiento significativamente inferior al de Mattel desde 2019. Desde nuestro punto de vista, esta es una clara evidencia de que la estrategia indisciplinada de "Brand Blueprint" de la Junta ha desperdiciado el capital de los accionistas y, en última instancia, ha fallado a los inversores.

- El nuevo CEO de Mattel, que se unió a la empresa en 2018, se ha centrado en la racionalización de costos y la optimización de la marca, una estrategia exitosa que se ha perdido en la complaciente Junta de Hasbro. Si la Junta Directiva adoptara un enfoque más disciplinado para administrar su división de Consumo, similar a Mattel, creemos que los accionistas serían testigos de una mejora similar en los resultados.

Mattel ha superado significativamente a la división de consumo de Hasbro en ingresos, EBIT y margen EBIT

	1T-2019	2T-2019	3T-2019	4T-2019	1T-2020	2T-2020	3T-2020	4T-2020	1T-2021	2T-2021	3T-2021	4T-2021
HAS Ingresos del Consumidor (Pro Forma para eOne)												
N/A	318	373	821	634	322	283	830	681	363	391	805	757
EMEA	161	177	309	377	157	142	317	374	189	177	304	399
Asia	75	87	95	133	58	61	78	99	—	68	76	101
LATAM	66	93	155	134	36	34	93	86	38	53	98	99
Ingresos totales del consumidor HAS	619	729	1,379	1,278	573	520	1,318	1,240	654	689	1,283	1,356
Ingresos totales de MAT												
N/A	341	423	822	690	288	433	925	779	480	561	1,037	891
EMEA	174	191	338	353	173	152	407	397	238	247	421	470
Asia	—	91	88	107	45	61	89	121	55	86	72	112
LATAM	—	121	182	198	51	58	159	187	56	93	181	190
Ingresos totales de MAT	645	827	1,430	1,347	557	704	1,580	1,484	829	986	1,710	1,663
Total HAS Consumidor (-) Ingresos MAT	-25	-98	-50	-68	<i>dieciséis</i>	-184	-262	-244	-175	-297	-428	-307
Margen EBIT del consumidor HAS	-2%	1%	17%	11%	-4%	-10%	19%	11%	5%	3%	<i>dieciséis</i> %	10%
Margen EBIT Total MAT	-14%	-4%	12%	7%	-22%	-3%	25%	13%	3%	6%	23%	15%
Total HAS Consumo (-) MAT Margen	12%	4%	5%	4%	19%	-7%	-6%	-2%	2%	-4%	-6%	-4%

Tenga en cuenta que estos números reflejan los ingresos orgánicos de ambos negocios desde 2019.

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

La junta directiva de Hasbro continúa duplicando sus esfuerzos

Estrategia de bajo rendimiento "Modelo de marca" (4/4)

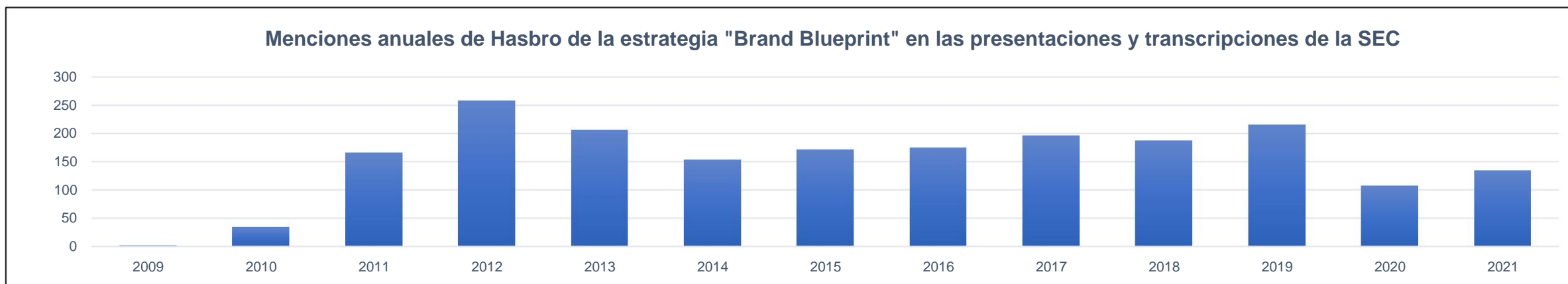
3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

• ¿Por qué, en nuestra opinión, ha fallado la **ejecución** de la estrategia "Brand Blueprint"?

- o Falta de disciplina financiera con respecto a adquisiciones importantes (es decir, eOne, Power Rangers).
- o Incapacidad para mostrar éxito con videojuegos derivados desarrollados internamente (es decir, Dark Alliance, Transformers: Earth Wars, Ciudades Monopolio).
- o Estructura de costos subóptima en negocio de Consumo evidenciada en resultados vs Mattel.
- o Insuficiente inversión en la joya de la corona IP de Hasbro: Magic: The Gathering y Dungeons & Dragons.

Desde que se embarcó en su estrategia "Brand Blueprint" en 2010, el precio de las acciones de Hasbro ha tenido un rendimiento inferior al del S&P en >170 %.



Fuente: Bloomberg (supone que los dividendos se reinvierten), Alpha Sense. Supone una fecha de inicio del 9/11/2010 tras el lanzamiento de Hasbro de su estrategia "Brand Blueprint" en su día del inversor.

Vale la pena ser un director de Hasbro

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

A los directores de Hasbro se les paga un promedio de \$ 350,000 por año, significativamente más que sus pares en Mattel, a pesar de los bajos rendimientos absolutos y relativos para los accionistas.

Hasbro Director Compensation								
	2019				2020			
	Cash Fees	Stock Awards	Other Comp	Total	Cash Fees	Stock Awards	Other Comp	Total
Tracy A. Leinbach	\$138,664	\$160,000	\$32,685	\$331,349	\$142,524	\$160,000	\$33,204	\$335,728
Kenneth A. Bronfin	\$154,115	\$160,000	\$90,490	\$404,605	\$142,120	\$160,000	\$92,462	\$394,582
Michael Burns	\$112,096	\$160,000	\$0	\$272,096	\$115,024	\$160,000	\$0	\$275,024
Hope Cochran	\$142,503	\$160,000	\$2,500	\$305,003	\$142,524	\$160,000	\$0	\$302,524
Lisa Gersh	\$0	\$316,809	\$119,567	\$436,376	\$0	\$325,027	\$134,701	\$459,727
Edward M. Philip	\$162,046	\$160,000	\$238,893	\$560,939	\$157,524	\$160,000	\$253,790	\$571,314
Laurel J. Richie					\$19,996	\$86,400	\$707	\$107,103
Rich Stoddart	\$0	\$302,949	\$58,426	\$361,375	\$122,524	\$160,000	\$68,686	\$351,210
Mary Beth West	\$134,596	\$160,000	\$3,337	\$297,933	\$137,524	\$160,000	\$9,670	\$307,194
Linda Zecher	\$135,935	\$160,000	\$44,159	\$340,094	\$135,024	\$160,000	\$50,850	\$345,874
Allen G. Hassenfeld	\$110,003	\$160,000	\$73,629	\$343,632	\$110,024	\$160,000	\$81,277	\$351,301
Crispin H. Davis	\$0	\$296,732	\$31,284	\$328,016	\$0	\$303,027	\$42,737	\$345,764
Average Annual Compensation				\$361,947				\$345,612
Total Director Compensation				\$3,981,418				\$4,147,345

Board Benchmarking			
	Hasbro	Mattel	Apple
Avg. Director Compensation	\$345,612	\$266,220	\$411,925
2020 Stock Performance	(8.4%)	28.7%	82.0%
Number of Directors in 2020	11	9	6
2020 Total Director Compensation	\$4,147,345	\$2,395,981	\$2,471,547

Nos cuesta entender por qué Hasbro gasta más en la compensación total de los directores que Apple, la compañía más grande del mundo con más de 50 veces los ingresos de Hasbro (sin mencionar un historial increíble de creación de valor para los accionistas).

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Creemos que WOTC debe ser un negocio independiente

3

Creemos que la Junta de Hasbro maneja WOTC como un vaca lechera y reinvierte su flujo de caja en financiar inversiones altamente especulativas

Alta Fox cree que:

- Como entidad independiente, el mercado se vería obligado a valorar adecuadamente WOTC, lo que conduciría a +100% ventaja para los actuales accionistas de Hasbro en los próximos años.
- WOTC tiene amplias oportunidades de reinversión *en su propiedad intelectual central* para acelerar el crecimiento y mejorar el dominio de sus franquicias, pero Hasbro lo maneja como una fuente de ingresos, incapaz de reinvertir la mayor parte de su flujo de efectivo en propiedad intelectual central.
- WOTC debe separarse de Hasbro para terminar con las distracciones y presiones sobre WOTC para hacer apuestas a la luna en las IP de Hasbro y reenfocarse en sus propios activos dominantes.
- WOTC necesita su propia Junta independiente y especializada para optimizar su asignación de capital y reinversión estrategia.

4

Como entidad independiente, creemos que el crecimiento de los ingresos a largo plazo y el perfil de margen de WOTC mejorarían notablemente, y el mercado podría valorar adecuadamente el activo desbloqueando un valor significativo para los accionistas de HAS.

WOTC independiente rastrea el caso del toro de Alta Fox

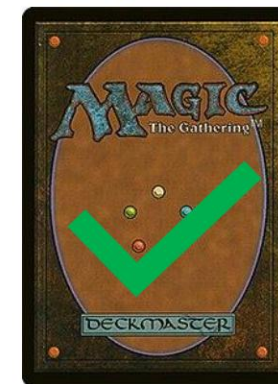
4

Creemos que el crecimiento a largo plazo y el perfil de margen de WOTC mejorarían notablemente como negocio independiente.

Creemos que WOTC podría mejorar significativamente su asignación de capital como un negocio independiente con su propia Junta Directiva informada e incentivada.

- Como entidad independiente, creemos que WOTC mostraría un largo apalancamiento operativo a largo plazo por las siguientes razones clave:

1. Deje de invertir de inmediato en proyectos especulativos costosos y IP mediocres (es decir, AAA GI Joe Video Game)
2. Reinvertir significativamente en una serie de atractivas oportunidades de reinversión centradas en su IP principal para atraer nuevos clientes a sus juegos principales de MTG y D&D, mejorar la participación del cliente y mejorar los ecosistemas de ambos juegos.



Oportunidades de reinversión de WOTC

Alta Fox ha identificado una larga lista de oportunidades de reinversión para las propiedades principales de WOTC para impulsar el crecimiento en base a conversaciones con los mejores jugadores profesionales de MTG, ex empleados de WOTC y otros participantes de la industria. Creemos que la ejecución sólida de cualquiera o todas estas iniciativas mejoraría la experiencia del cliente e impulsaría un crecimiento rentable.

Alentamos a los inversionistas a ver nuestro sitio web www.FreeTheWizards.com, donde compartimos un pequeño subconjunto de nuestras ideas de reinversión para Wizards of the Coast.

<https://freethewizards.com/nuestras-ideas/>

<https://freethewizards.com/jugadores/>

Planeamos dar más detalles sobre nuestras ideas para la reinversión en el negocio más cerca de la fecha prevista de la reunión anual en mayo de 2022.

4

Creemos que el crecimiento a largo plazo y el perfil de margen de WOTC mejorarían notablemente como negocio independiente.



Las IP principales de WOTC todavía están en las primeras etapas de crecimiento

4

Creemos que el crecimiento a largo plazo y el perfil de margen de WOTC mejorarían notablemente como negocio independiente.

Creemos que nuestros supuestos de margen e ingresos de caso base son extremadamente conservadores considerando las numerosas y atractivas oportunidades de reinversión

- El mercado de videojuegos relevante para WOTC es inmenso con 600-800 millones de jugadores, muy por encima del tráfico peatonal de Hobby Shop de ~ 60 millones antes de covid.1
- Desde nuestro punto de vista, Arena es complementario al MTG de papel y solo ha añadido la superficie en términos de penetración y monetización de jugadores.
- Las suposiciones del caso base de Alta Fox no aseguran el éxito de cualquier nueva oportunidad de reinversión en IP central o IP no central tiene éxito, con un crecimiento mínimo de MTG Arena, mientras que los costos de nuevas iniciativas reducen los márgenes incrementales.
- Como entidad independiente, creemos que WOTC sería más se centró en desarrollar su IP central y tiene un camino mucho más claro hacia la expansión del margen. Si se ejecuta correctamente, creemos que Arena podría más que duplicar los ingresos de WOTC hoy mientras continúa impulsando el crecimiento en papel.

Análisis ilustrativo de ingresos potenciales de Arena

Suposición de ingresos anuales promedio de Arena por usuario							
		\$80	\$100	\$120	\$140	\$160	
2		\$160	\$200	\$240	\$280	\$320	
4		\$320		\$400	\$480	\$560	\$640
6		\$480		\$600	\$720	\$840	\$960
8		\$640		\$800	\$960	\$1,120	\$1,280
10		\$800		\$1,000	\$1,200	\$1,400	\$1,600
12		\$960		\$1,200	\$1,440	\$1,680	\$1,920
14		\$1,120		\$1,400	\$1,680	\$1,960	\$2,240

Pronósticos WOTC del caso base de Alta Fox	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Ingresos	761	907	1.287	1.373	1.579	1.847
% anual		19%	42%	7%	15%	17%
EBITDA	313	444	606	621	742	924
% anual		42%	36%	2%	19%	24%
margen %	41,1%	49,0%	47,1%	45,2%	47,0%	50,0%

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. 11.11.21 Teleconferencia de entretenimiento interactivo global virtual Jefferies de Hasbro

5

Consumer & Entertainment RemainCo presenta una IP sólida con un gran talento creativo y, en nuestra opinión, debería prosperar en un entorno que dicta un enfoque más estricto en el ROIC.

Descripción general de RemainCo (Consumidor + Entretenimiento)

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

- **Consumidor** : ventas de productos derivadas de IP no WOTC, incluidos Peppa Pig y PJ Masks, que se agregaron en la adquisición de eOne en 2019.
- **Entretenimiento** : ventas de distribución y producción de contenido 1P y 3P (este segmento es nuevo después de eOne adquisición en 2019).
- ¿Cuál fue la justificación de Hasbro para adquirir eOne y crear el nuevo "RemainCo"?
 - o Traiga a Peppa Pig y PJ Masks internamente para comenzar a fabricar juguetes para esas líneas de productos una vez que entren en vigencia los acuerdos de licencia originales (finales de 2021). Eso debería generar ~ \$ 85-90 millones de EBIT incremental (~ 2/3 de las sinergias totales).
 - o Combinar las divisiones de entretenimiento de subescala de eOne y Hasbro y extraer sinergias. Eso debería rendir ~\$40-45M de ahorro de costos (~1/3 de las sinergias totales).
 - o Usar el talento creativo y las capacidades de producción de eOne para producir más contenido de TV/películas para Hasbro IP. Esto no está incluido en el objetivo de sinergias.
 - o **Sinergias EBIT totales declaradas de \$ 130 millones que se realizarán para 2023 que *no* incluyen ninguna ventaja de nuevo contenido de Hasbro para marcas 1P que utilizan las capacidades de producción de eOne.**¹

1. <https://investor.hasbro.com/static-files/53f70a39-400b-4a87-b389-3df135b67334>

Vista AFC de la adquisición de eOne

- Creemos que la justificación de la adquisición de eOne ya se basó en un base insegura, ya que había mejores usos del capital de reinversión que tenían un riesgo mucho mayor y menor. Parece que la **Junta pagó en exceso** por el activo, ya que incluso después de las sinergias que se realizarán para el *año fiscal 23 (que aún no se han materializado en los resultados o la orientación de Hasbro)*, el múltiplo implícito pagado todavía era ~12x EBITDA, una prima significativa para nuestra valoración esperada de RemainCo.
- A Hasbro le gusta promocionar una narrativa de que esta adquisición promueve su estrategia "Brand Blueprint", que incluye WOTC. Alta Fox no está de acuerdo con WOTC. *Hasbro no tuvo que pagar \$ 4.600 millones para hacer un programa de televisión de MTG y una película de D&D.*
- Hasbro posee una colección de marcas de alta calidad que eOne refuerza. En esto En este caso, consideramos que el conjunto de RemainCo es mayor que la suma de las partes. Dicho esto, en nuestra opinión, **el valor incremental que obtendrá Hasbro al lograr un valor justo para WOTC es exponencialmente mayor que discutir sobre el múltiplo justo para RemainCo. Como entidad independiente, creemos que RemainCo cotizaría a 10,0x NTM EBITDA, en línea con Mattel.**

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

Múltiplo EV/EBITDA de eOne Post Synergies (USD M)	
Precio de adquisición de eOne	\$4,600
EBITDA ajustado de eOne	\$265
Sinergias EBIT 2023	\$130
Post Sinergias EBITDA	\$395
Post Sinergias EV/EBITDA	11,7x

Análisis de sensibilidad del precio objetivo de RemainCo						
RemainCo EBITDA Múltiple						
		9.0x	9.5x	10.0x	10,5x	11.0x
	\$784	\$49.6	\$52.4	\$55.1	\$57.9	\$60.7
	\$834	\$52.8	\$55.7	\$58.7	\$61.6	\$64.5
	\$884	\$56.0	\$59.1	\$62.2	\$65.3	\$68.4
	\$934	\$59.1	\$62.4	\$65.7	\$69.0	\$72.3
	\$984	\$62.3	\$65.7	\$69.2	\$72.7	\$76.1

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Hasbro posee una cartera de marcas icónicas

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

RemainCo es una colección diversa de marcas increíblemente duraderas y de alta calidad, muchas de las cuales han existido durante décadas. Dado que estas marcas están establecidas y son bien conocidas por los consumidores con una sólida distribución minorista, creemos que estos activos *deberían* generar rendimientos atractivos sobre el capital invertido.



El portafolio incluye otras marcas icónicas como PJ Masks, The Game of Life, Play-Doh, Littlest Pet Shop, Clue, Scrabble, Battleship, Stratego, Candy Land, Twister, etc.

Segmento de consumo de Hasbro frente a Mattel

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta

un enfoque más estricto en el ROIC

Valoramos el segmento de consumo de Hasbro en 10,0x EBITDA, en línea con la valoración actual de Mattel. Mientras que bajo el liderazgo de su CEO disciplinado y altamente eficiente, Mattel ha crecido recientemente más rápido que Hasbro, creemos que la cartera más amplia de marcas de Hasbro ofrece aún más potencial de crecimiento si el valor de IP se maximiza con una disciplina de costos similar.

	Consumidor Hasbro	Mattel
CAGR de ingresos '11-171	+3,0%	-4,0%
portafolio	Nerf, My Little Pony, Transformers, Play-Doh, Monopoly, GIJoe, Power Rangers, Peppa Pig, PJ Masks y más	Barbie, American Girl, Fisher-Price, Power Wheels, Hot Wheels, Masters del Universo, Uno y más
Concentración de marca	Sin concentración significativa	Barbie y Hot Wheels combinados representan ~45% de los ingresos de Mattel
Fabricación	Subcontratado a terceros fabricantes (capital ligero, capex mínimo)	Gran combinación de instalaciones de fabricación propiedad de la empresa (mayor intensidad de capital)
CAGR de acciones de 3 años	7,0%	22,7%
Adelante EBITDA Múltiple	Alta Fox estima 10.0x	10.0x

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

1. Usamos una tasa compuesta anual de ingresos de 2011 a 2017, antes del cierre de la mayoría de las ubicaciones de Toys "R" Us en 2018 a 2019, lo que provocó un obstáculo único de varios años para la industria del juguete. Hasbro Consumer CAGR es la estimación de Alta Fox.

¿Cuánto vale la propiedad intelectual de Hasbro para un comprador de contenido?

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

Alta Fox cree que la cartera de IP de Hasbro, con un potencial de contenido increíble, generaría un valor sustancial en una transacción con un adquirente estratégico dado el frenesí actual entre los compradores de contenido.

Objetivo	Adquiridor	Valor de la transacción	notas
21st Century Fox	Disney	\$ 71 mil millones	• 12x EBITDA
MGM	Amazonas	\$ 8.5 mil millones	• 37x EBITDA
Roald Dahl Story Co.	netflix	no revelado	• Propietario de IP, incluidos Charlie y el Fábrica de Chocolate y Matilda
Hola Luz de sol	Piedra negra	\$ 900 millones	• Compañía de producción que crea contenido de cine y televisión.
bicho lunar	Piedra negra	\$ 3 mil millones	• Propietario de IP, incluido CoCoMelon • Alta Fox cree que CocoMelon probablemente se vendió por un múltiplo de ingresos de dos dígitos

Fuente: Alta Fox, informes de prensa, archivos públicos.

Estudio de caso: Peppa Pig y PJ Mask

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta

un enfoque más estricto en el ROIC

Alta Fox cree que las franquicias de Peppa Pig y PJ Masks son activos de gemas y tienen un valor conservador de más de \$ 2 mil millones para un adquirente estratégico en el mercado actual. Creemos que la cartera de franquicias históricas e icónicas de Hasbro tiene otras gemas que tendrían un valor significativo en una adquisición.

- En los estados financieros del último año completo (año fiscal 2019, finalizado en marzo) antes de la adquisición de eOne por parte de Hasbro, eOne informó que Peppa Pig y PJ Masks obtuvieron en conjunto casi \$200 millones de ingresos y más de \$120 millones de EBITDA.
- En el eOne Capital Markets Day de 2018, la gerencia declaró que Peppa Pig se exhibió en todos los países del mundo y había estado creciendo durante 14 años.
 - o En el año fiscal 2019, los ingresos de Peppa Pig crecieron casi un 20% año tras año.
 - o En el año fiscal 2019, los ingresos de PJ Masks crecieron casi un 40 % año tras año
- Si bien Hasbro no lo desglosa, creemos que las ganancias generadas por Peppa Pig y PJ Masks han seguido creciendo y probablemente estén muy por encima de los \$120 millones de EBITDA informados en el año fiscal 2019.
- Dada la calidad del activo, antes de su adquisición por parte de Hasbro, **el analista de investigación del lado vendedor de JP Morgan que cubría eOne antes de la adquisición valoraba Peppa y PJ Masks en 22x EBITDA.**
- Si bien Peppa Pig y PJ Masks por sí solos tienen un valor significativo, nos preguntamos cuánto vale la franquicia Transformers de Hasbro dados sus 40 años de historia. sólidas ventas de productos de consumo y casi 5.000 millones de dólares en ingresos de taquilla. ¹

Fuente: Alta Fox, documentos públicos

1. <https://www.cnbc.com/2021/01/31/the-13-highest-grossing-film-franchises-at-the-box-office.html>

Valoración ilustrativa de Peppa Pig y PJ Masks

	Final del año fiscal (GBP)	Final del año fiscal (USD)	% interanual	
	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2019	
Ingresos de la familia y las marcas de eOne				
Peppa Pig	75	90	119	19,9%
Máscara P.J.	43	60	79	39,3%
Otro	6	9	12	46,7%
Los ingresos totales	124	159	210	27,9%
EBITDA	71	97	128	36,6%
margen	57,3%	61,2%	61,2%	
EBITDA Múltiple				17,5x
Valor de la empresa				2,249

Valoración del segmento de entretenimiento de Hasbro

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

Valoramos el segmento de entretenimiento de Hasbro en 10,0x EBITDA adelantado. Este múltiplo de valoración es un descuento del múltiplo máximo de eOne en los mercados públicos a mediados de 2019 (~11x) y donde Hasbro finalmente realizó transacciones (14,8x). Dada la ola de consolidación de contenido, este múltiplo podría resultar conservador.

- Justo antes de la anunciada adquisición por parte de Hasbro, eOne cotizaba a 9.5x EBITDA adelantado, que fue inferior a casi 11x EBITDA adelantado a principios de 2019.
- Hasbro finalmente pagó casi 15 veces el EBITDA adelantado por eOne.
- Desde la adquisición de eOne en 2019, ha habido una gran demanda de contenido y un ritmo vertiginoso de consolidación de medios.



Fuente: Alta Fox, Bloomberg, documentos públicos.

Centrarse en el ROIC mejoraría el TSR de RemainCo

5

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta un enfoque más estricto en el ROIC

- Creemos que el atractivo y creciente perfil de flujo de efectivo libre de WOTC ha permitido que la Junta de Hasbro se desvíe de las mejores prácticas de asignación de capital y reinvierta el capital de manera imprudente. La Junta se ha aventurado cada vez más en inversiones más especulativas, que culminaron en la adquisición de eOne por \$ 4.600 millones por aproximadamente 18 veces el EBITDA TTM.
- Desafortunadamente, la naturaleza especulativa de las reinversiones en RemainCo no se detuvo con eOne, ya que creemos que la Junta ahora está presionando a WOTC para que haga videojuegos AAA basados en IP que no sean de WOTC, como GI Joe y Transformers. Cada videojuego AAA, si el gasto es el que se comercializa, costaría cientos de millones de dólares para desarrollarlo. **Creemos que la Junta continúa reinvertiendo imprudentemente para impulsar las ventas de propiedad intelectual de RemainCo, en lugar de impulsar más ventas de las franquicias principales de WOTC.**
- **La separación de WOTC de RemainCo obligaría a la Junta a analizar detenidamente dónde está desplegando sus dólares de reinversión y centrarse solo en las mejores oportunidades de riesgo/recompensa.** Creemos que esto generaría rendimientos mucho más atractivos para los accionistas de RemainCo y daría como resultado un mejor desempeño de RemainCo. Junta Directiva.

Fuente: Estimaciones de Alta Fox

RemainCo es de alta calidad y también se beneficia de una escisión ⁵

RemainCo es de alta calidad y, en nuestra opinión, debe prosperar en un ambiente que dicta

un enfoque más estricto en el ROIC

Alta Fox cree que el negocio de consumo y entretenimiento de Hasbro es una colección de activos duraderos de bajo riesgo que deberían generar rendimientos atractivos sobre el capital y un sólido flujo de caja libre. Creemos que valorar RemainCo en un EBITDA de 10,0x similar al de Mattel es muy conservador dado el potencial alcista de la cartera de HAS.

- Hasbro RemainCo es una colección de marcas duraderas y de alta calidad que han existido durante décadas con capacidad de desarrollo de contenido interno de alta calidad.
- Dentro de la cartera de Hasbro, existen activos de PI verdaderamente valiosos (como Transformers y Peppa Pig) que tendrían un valor significativo para un comprador estratégico dada la demanda continua de IP de contenido.
 - o Creemos que Peppa Pig y PJ Masks por sí solos tienen un valor conservador de varios miles de millones de dólares.
- Mattel, la competencia más cercana de Hasbro, cotiza a 10.0x EBITDA adelantado. Vemos esto como un indicador razonable de la valoración de RemainCo.
- La Junta de Hasbro no se ha adherido a los principios básicos de ROIC. Después de una escisión de WOTC, creemos que RemainCo tendrá que adoptar un enfoque más estricto en el ROIC dado el flujo de efectivo más limitado, lo que hará que se tomen decisiones de reinversión más prudentes que deberían mejorar la calidad subyacente de las inversiones realizadas.

Análisis de sensibilidad del precio objetivo de RemainCo						
RemainCo EBITDA Múltiple						
		9.0x	9.5x	10.0x	10,5x	11.0x
	\$784	\$49.6	\$52.4	\$55.1	\$57.9	\$60.7
	\$834	\$52.8	\$55.7	\$58.7	\$61.6	\$64.5
	\$884	\$56.0	\$59.1	\$62.2	\$65.3	\$68.4
	\$934	\$59.1	\$62.4	\$65.7	\$69.0	\$72.3
	\$984	\$62.3	\$65.7	\$69.2	\$72.7	\$76.1



Nominados a la Junta de Alta Fox

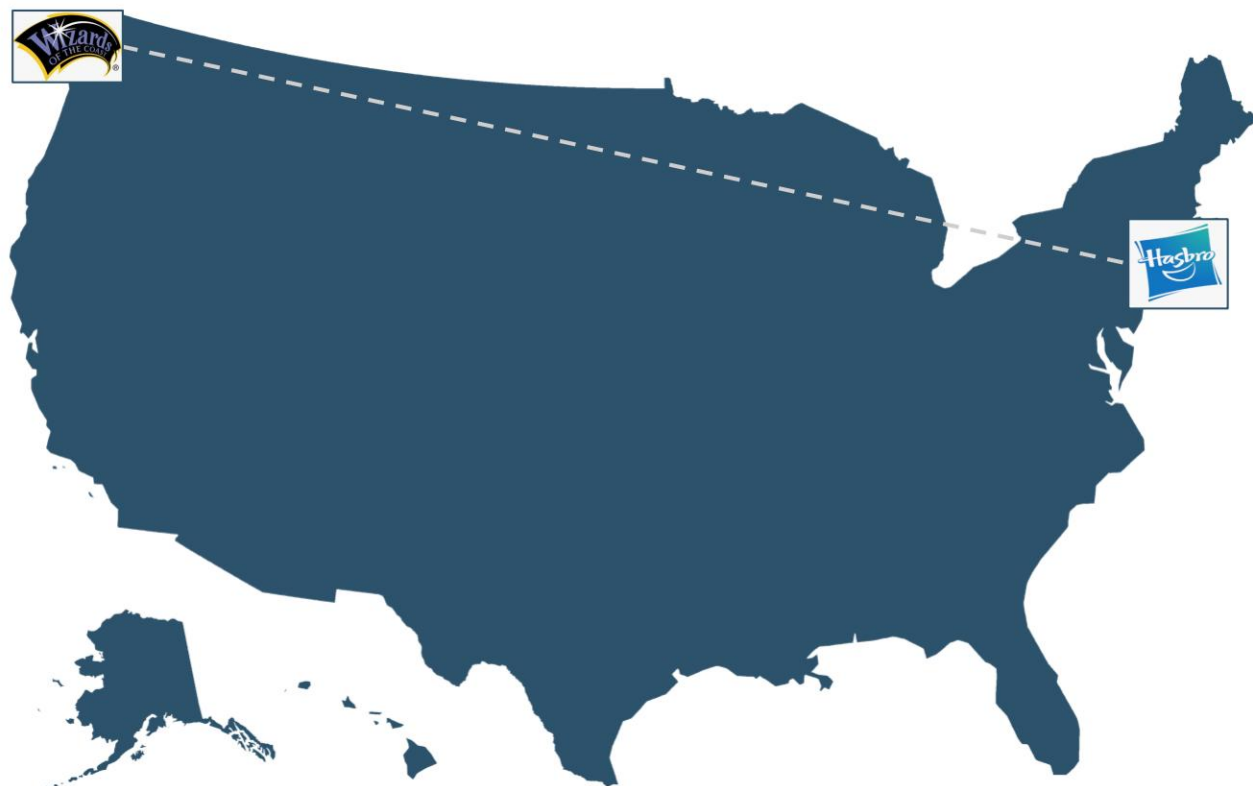
Descripción general del activismo

nominados	Experiencia
 <p>Mate Calkins</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Director ejecutivo y fundador de Appian (APPN EE. UU.), una empresa SaaS de ~4.000 millones de dólares enfocada en permitir que las empresas creen su propio proceso comercial aplicaciones de gestión utilizando el software de Appian. • Calkins posee el 40% de APPN. • Gran experiencia en juegos de mesa y pasión personal como creador1 de múltiples juegos de mesa.
 <p>Jon Finkel</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El “Michael Jordan” de Magic: The Gathering con muchos seguidores en la comunidad. • Socio director de Landscape Capital Management, un fondo de cobertura cuantitativo.
 <p>marcelo pescador</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Actual director financiero de IDT (IDT US), una empresa con un sólido historial de creación de valor y rentabilidad para los accionistas. • Experto en asignación de capital que ha liderado personalmente cinco spin-offs en la última década con dos más en proyecto a corto plazo.
 <p>Rani Hublou</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ex director de marketing de 8x8 (EGHT EE. UU.) y ejecutivo sénior de varias empresas de software empresarial • Miembro actual de la Junta de Tecsys (TCS CN), una empresa de software de cadena de suministro empresarial. • Ex consultor de McKinsey.
 <p>Carolina Johnson</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ex miembro de la Junta de Majesco (MJCO EE. UU.), que arrojó un rendimiento total anualizado para los accionistas del 84 % durante el mandato de Johnson en la Junta. Ella demostró ser fundamental en la negociación del precio de venta final a Thoma Bravo, que mejoró de \$ 13,10 a \$ 16,00 bajo su supervisión, una prima de más del 100 % con respecto al precio de negociación previo a la negociación de Majesco. • Ex-CEO de Rentas Vitalicias y Vida Individual en Voya Financial (VOYA US).

1. Fuente: Forbes

Conclusión (1/2)

Desde nuestro punto de vista, Hasbro no ha presentado argumentos legítimos sobre por qué el valor para los accionistas es mayor con WOTC dentro del conglomerado de juguetes heredado en lugar de como una entidad independiente donde el mercado puede valorar adecuadamente a WOTC. La gran distancia física entre las oficinas centrales de WOTC y Hasbro es sinónimo de nuestra visión de la disparidad significativa en los múltiplos de valoración que se atribuirían a cada entidad de forma independiente.



	RemainCo	magos de la Costa
CAGR Rev 2019-2021	-0.4%1	30,0%
Margen EBITDA 2021	14,2%	47,1%
Estimación conservadora de la AFC 2021-2024 CAGR Rev.	3,4%	12,8%
Caso base AFC FY23 EBITDA Múltiple	10.0x	23,0x
Precio actual de las acciones de Hasbro	\$97.04	
Mercado Implícito WOTC Múltiple		11,8x

Fuente: Alta Fox, documentos públicos.

Conclusión (2/2)

Alta Fox cree que Hasbro debe buscar de inmediato una escisión libre de impuestos de WOTC que maximizará el valor para los accionistas, conducirá a mejoras en la asignación de capital tanto en WOTC como en el resto de la compañía, y dará como resultado una ventaja de más del 100 % en los próximos tres años.

Creemos:

1. WOTC es un negocio de calidad excepcionalmente alta que está significativamente infravalorado por el mercado hoy día.
2. WOTC se beneficiaría de ser un negocio independiente con su propia Junta Directiva informada e incentivada al tener más flexibilidad y apoyo para reinvertir su flujo de efectivo en oportunidades de alto ROI.
3. Los accionistas de Hasbro se beneficiarían de una escisión de WOTC, ya que el mercado tendría que valorar correctamente WOTC, lo que provocaría una reevaluación significativa del precio de las acciones de Hasbro.
4. Nuestro caso base estima que el rendimiento de > 100 % al alza en Hasbro es muy conservador.

Información del contacto

Alta Fox Capital Management, LLC

www.altafoxcapital.com

FreeTheWizards@altafoxcapital.com

Para consultas de los medios

Socios de Longacre Square | 646-386-0091

Greg Marose

gmarose@longacresquare.com

Charlotte Kiaie

ckiaie@longacresquare.com

ARCH|Capital

Sprouts Farmers Market: High Yield and a Long Runway For Reinvestment



Image source: Sprouts Farmers Market March 2021 Investor Deck

Table of Contents

What is Sprouts Farmers Market.....	3
How we got here.....	4
Where we are now.....	6
Management’s plan for the next five years.....	7
Financials and valuation.....	11
Trends working in SFM’s favor.....	13
Scenario planning.....	14
Summary of why we own the stock.....	17

Disclosure: Arch Capital Investors Fund LP (“Arch Capital”) currently has a long position in Sprouts Farmers Market stock. Arch Capital will benefit if shares of Sprouts Farmers Market increase in value, and will lose money if they decrease in value. Arch Capital may change its view on Sprouts Farmers Market at any time and is under no obligation to notify the market when it buys or sells shares in Sprouts Farmers Market. This report includes forward-looking statements, projections, and opinions about Sprouts Farmers Market’s future operating performance. Such projections may prove inaccurate and are out of the control of Arch Capital’s managers. Arch Capital makes no warranty or representation to the accuracy and completeness of the following report and expressly disclaims any liability relating to the report and other communications. Shareholders should conduct their own investigation into Sprouts Farmers Market. The report is not investment advice or a recommendation or solicitation to buy or sell any securities.

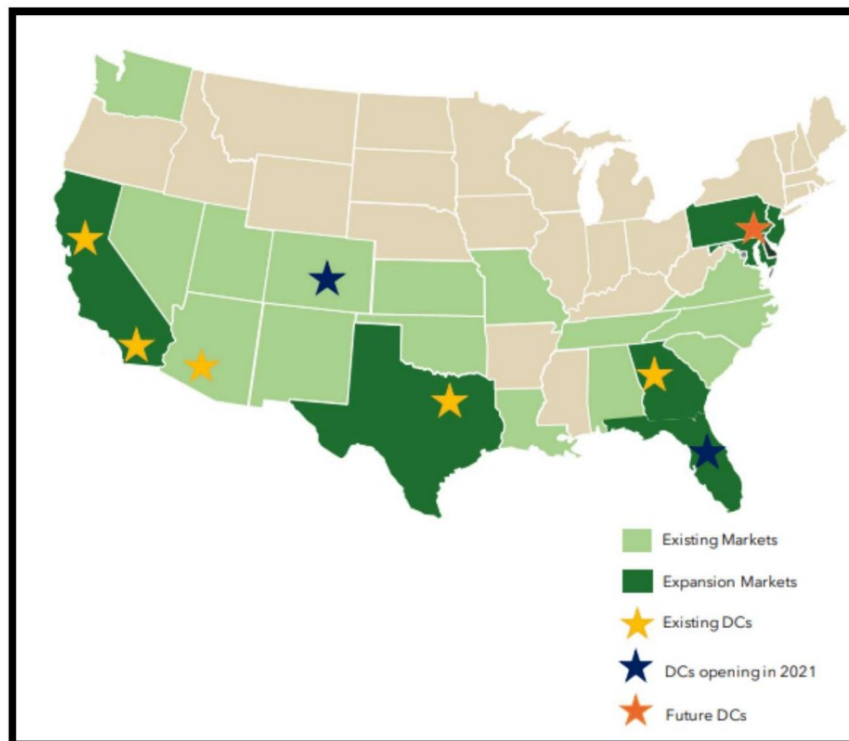
Date published: July 13th, 2021.

What is Sprouts Farmers Market?

Sprouts Farmers Market (SFM) is a health-focused grocery store based out of Phoenix, Arizona. It currently has 360 stores in 23 states focused on California, the Southwest, Texas, and the Southeast. The store layout and products are a bit different than traditional grocery stores (as the name implies, it tries to emulate a farmers market).

Locations have an open layout with produce and bulk bins in the center of the store, with the packaged goods, bakery, deli, and frozen sections wrapping around the outside. It also has a dedicated vitamins and supplements section in each store. The chain's focus is selling healthy produce and dietary-specific items (ex. vegan, keto, gluten-free, etc.) at reasonable prices. Lastly, the company is focused on bringing a consistent amount of local, unique, and/or specialty products to its stores as a way to convert its target demographic to become repeat customers (more on this initiative later).

To sum it up, we like to think of SFM as a meeting in the middle between Whole Foods, Trader Joe's, and Kroger. It has the organic and dietary items of Whole Foods, the uniqueness and specialty products of Trader Joe's, and the everyday low prices of a Kroger or other standard grocery stores (this includes Wal-Mart as well).



**A map of current SFM store locations. DC=Distribution Center. Source: SFM 2021 Investor Deck.*



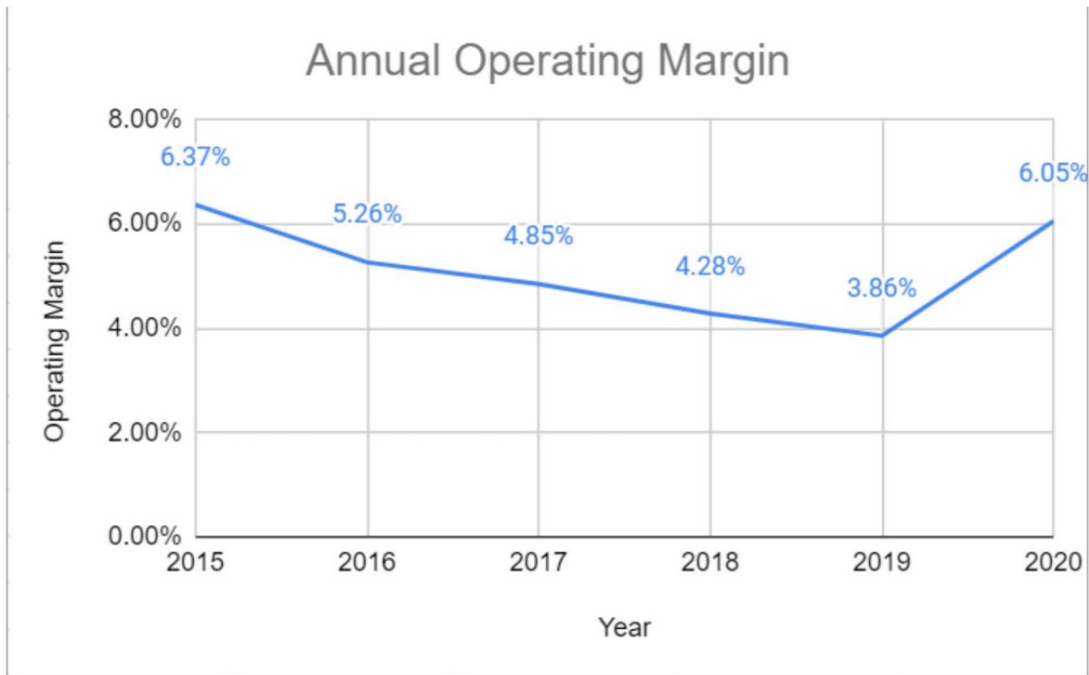
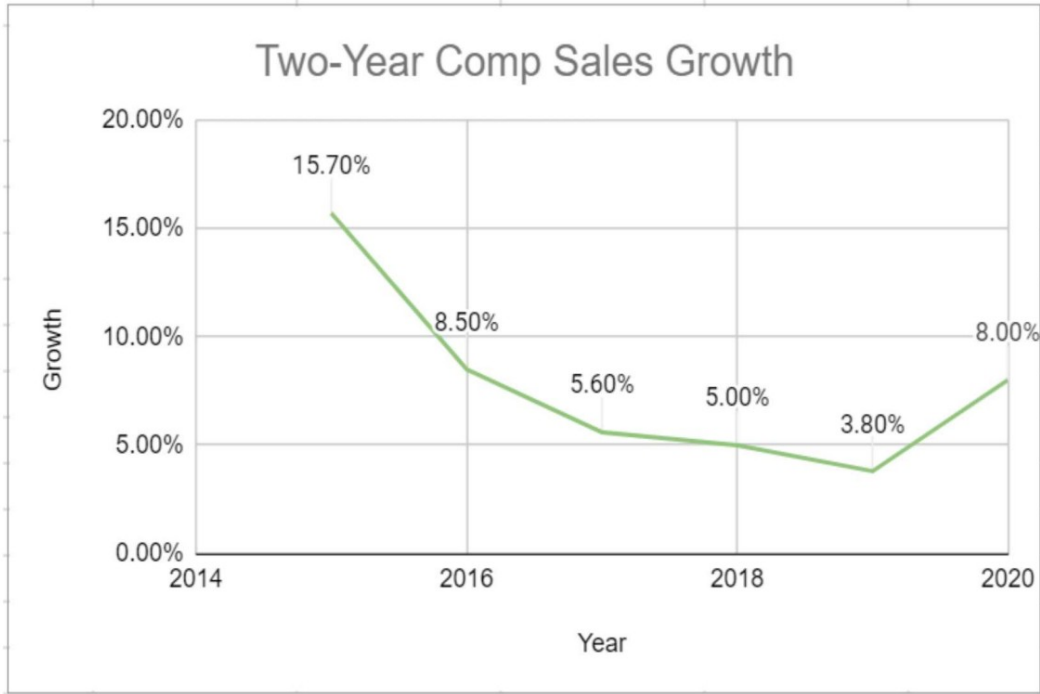
**An example of an SFM layout. The focus of the store is produce, bulk, and vitamins.*

How We Got Here

This section will go over a brief history of SFM and developments over the last few years to give context to where the stock trades today.

In 2002, the first SFM store was opened in Chandler, Arizona. The company slowly grew its business, while also acquiring two like-minded competitors. In 2011, it merged with Henry's (which actually was founded by the same family) and in 2012 it bought Sunflower Farmers Market. All stores have since changed to the Sprouts brand. SFM went public in 2013 and trades on the NASDAQ.

From 2015 - 2019, SFM's store count continued to climb higher as it expanded through Texas, the Southeast, and Colorado. However, during this period, the economics of the business started deteriorating. Two-year comp-store sales growth went from an impressive 15.7% down to 3.8%, which likely contributed heavily to operating margin going from 6.37% down to 3.86%. Seeing these numbers, it is no surprise that SFM's stock is still down 34% from its IPO price even though sales have gone up each of the last five years.



Why did the business quality deteriorate from 2015 - 2019? There was a confluence of factors, but we believe it was for two main reasons: losing customer focus and dumb expansion.

From what current management has talked about, in and around 2015, SFM started playing the coupon game with Kroger and other traditional grocers. This led to SFM acquiring low-value coupon clippers instead of the core health enthusiasts it was known for. In some consumer's eyes, this brought SFM's value proposition to the same level as Kroger's, which is a game SFM is going to lose every time. It was also bringing in less valuable customers that did not become repeat customers.

With expansion, the company started pushing into new territories it wasn't necessarily prepared for. For example, it has four stores in Washington state, but no infrastructure to support it and no other stores close by (check the map above). It also made a big push into Colorado without opening up a distribution center (DC). The nearest DC was in Arizona, which meant the delivery trucks had to constantly go over a huge mountain range to get to the Colorado stores. This was a dumb move that likely hurt product quality and profit margins in the area (it has since been fixed with a DC opened up in 2021).

This business deterioration led to CEO Amin Meredia resigning in late 2018. It is unclear whether he was pushed out or decided to leave on his own, but we do not believe anyone was clamoring for him to stay with where the business was heading or where the stock traded.

Where We Are Now

We left out 2020 in the above analysis because like with all grocers, SFM had a positive catalyst from COVID-19. Operating margin and comp sales both rebounded nicely from the 2019 lows, a lot of which likely came from restaurant closures and the fact it was one of the few stores open throughout 2020.

Here is a summary of SFM's 2020 financials to give a reference point for 2021 onward:

- Net sales of \$6.5 billion
- Net income of \$287 million
- Operating cash flow of \$494 million
- Free cash flow of \$372 million (OCF - capex)

At a share price of \$27, SFM has a market cap of \$3.19 billion, giving it an earnings yield of 9% and a FCF yield of 11.7% based on the 2020 numbers.

Now, we know what you're thinking, we can't just assume the 2020 financials are sustainable because of the one-time COVID-19 boost. We'll get to that below.

We should also mention here the new CEO, Jack Sinclair. Sinclair joined the company in June of 2019. Before becoming SFM's CEO, he was briefly the CEO of 99 Cents Only Stores. Before that, from 2007 - 2015, he was the VP of U.S. Grocery for Wal-Mart, which covered more than 4,000 stores. With 35 years of retail experience and his previous job in charge of thousands of grocery locations at Wal-Mart, we're confident in Sinclair's ability to lead SFM as it marches towards 1,000 locations.

Management's Plans for the Next Five Years

The more you read and listen to Sinclair on conference calls and corporate events, the more you realize SFM was woefully mismanaged before he arrived. For example, no stores have self-checkout, which seems like table stakes for grocers in 2021 (the company is planning to fix this over the next few years).

Here is what Sinclair and the management team's stated plans are and how we think they can impact the business.

Store expansion and DCs

The first priority for SFM is opening up new stores. In 2021, it is set to open 20 new stores, which will bring its total to 382 at year-end. After that, Sinclair says their goal is to accelerate store growth to 10% a year. This would bring store count up to 559 by 2025.



Outside of stores, management’s goal is to eventually get a DC 250 miles from every store. In 2021 it opened two new DCs, one in Colorado and one in Florida. The Colorado one is meant to right the ship in a struggling region, while the Florida DC is set to be the base for store expansion in the state.

DCs within close proximity to stores are vital to SFM’s goal of creating a differentiated customer experience. The immediate effect is a better margin structure (no more driving over mountain passes), but more importantly, the regional DCs set the baseline for its fresh supply chain. For example, with the new DC in Colorado, SFM will be able to better control the freshness of its produce/perishables and establish better relationships with local farmers. This, in turn, will improve the customer experience by offering more reliable products and more unique items to shoppers. 68% of sales at SFM come from organic or attribute-based items (vegan, keto, paleo, etc.), which highlights the importance of these DCs for SFM vs. other grocers.

If you want more detail on the DC importance, here is a 5-minute clip describing SFM’s Colorado DC and why it services as the baseline for building its brand in the region:

<https://www.youtube.com/watch?v=af7HVFwVfo&t=1s>

Don’t underestimate the relationships with local farmers either. Focusing on unique products that you can market as “Only at Sprouts” or whatever the tagline is can help re-separate SFM stores from Kroger and Wal-Mart for customers. It will take years to build this brand equity, but if successful, it can help steady comp store growth and reduce marketing spend (less need to re-acquire customers), which would positively impact profit and cash flow margins over the long term.

Smaller store format

Starting this year, SFM is testing new, smaller store formats of 21k - 25k square feet that it believes will improve returns on invested capital (the legacy stores are typically around 30k sq ft). These are a lot smaller than traditional stores, but we believe the format is viable because SFM locations do not require 12 aisles for non-perishable CPG items.

The unit economics have not been proven out, but management believes the new formats will:

- Cost \$3.2 million to build
- Hit \$16 million - \$18 million in sales by year 4
- Hit 8% EBITDA margins in year 4 (which tracks with SFM's historical margin profile)

The cost to build might not average \$3.2 million over the long term (we estimate \$4 million per store in the model below), but we believe the sales and margin profile are entirely reasonable. 8% EBITDA margins and \$17 million in sales imply \$1.36 million in per store EBITDA by year 4. Over the last five years, SFM has averaged \$853,740 in operating income per store, which makes sense when you consider that this includes stores that haven't reached 4-year maturity and that operating income includes D&A.

Focused market strategy

In conjunction with the refocus on a fresh supply chain and more unique products, management has narrowed its marketing strategy. It got rid of all newspaper coupons/advertising (which was directly equating it to traditional grocers in the consumer's mind) and is instead solely focused on digital marketing and rebuilding its customer list through email. This no doubt hurt comp sales in the short run, but we believe it helped them "rip the bandaid" off from its old, unsustainable strategy and set the business back on a logical track.

The marketing team is also narrowing its focus to what it calls "health enthusiasts" and "experience seekers." We're not exactly sure what they mean by the experience seekers, so we just group it as people who are passionate about eating healthy or are on restrictive diets. Management estimates this demographic spends around \$200 billion on at-home food annually, making it about 17% of the \$1.2 trillion at-home food market in the United States. Using digital marketing and email will help SFM target this subsection of the population, which will lead to a better ROI from advertising spend.

What's great is that the marketing and supply chain strategy work in tandem. This isn't a special insight by Sinclair, but it will help properly align the SFM brand within the consumer's mind over the next five years and beyond.

Pick-up and e-commerce

SFM's e-commerce and store pick-up business grew 340% in 2020 and was around 10% of SFM's business last year. Since it outsources delivery to Instacart, management believes e-commerce margins are similar to its in-store business. So far that has proven true, but it is something to watch for if the category grows as a percentage of SFM's overall business.

From management's commentary, it sounds like they will not be pushing e-commerce onto customers, but wants to make it available, either through pick-up or delivery through Instacart, for anyone that does. It also allows customers to get groceries delivered or start a pick-up order through its website and mobile app. In this scenario, delivery is still white-labeled through Instacart, similar to how Chipotle partners with DoorDash. The app is extremely average from a UI/UX perspective, and we don't expect it to be a value driver for SFM going forward.

Ecommerce is not a part of the bull thesis for SFM, but we think the segment's performance in 2020 shows management's ability to be flexible and perform in high-pressure situations (how much that will be needed going forward, that is unclear).

Share repurchases

With a low earnings multiple, \$260 million in debt, \$256 million in cash, and a business that generates hundreds of millions in cash a year, SFM is set up beautifully to repurchase stock over the next few years.

(The majority of the debt is \$250 million on a March 2023 credit agreement with variable interest rates. They own interest rates swap to mitigate any rise in rates. No word from management if they plan to pay down this early.)

Management just announced a new \$300 million share repurchase program, which hopefully will be exhausted over the next year or two.

And if you're worried about buybacks not actually reducing share count, SFM's share count has fallen at a 4% rate from Q1 2016 to Q1 2021. It stopped the buyback program in 2019 when Sinclair came in to right the ship and then was paused last year with all the extra costs associated with COVID-19 and because management decided to pay down debt, but coming out of the pandemic SFM is poised to consistently reduce share count.

Year	Share Count (millions)
------	---------------------------

2016	150.74
2017	137.49
2018	131.85
2019	117.96
2020	117.79
2021	118.13
CAGR:	-3.98%

Here is what the share count will be if SFM can reduce it by 3% from now until 2025. We think this is conservative with how much cash SFM will generate over the next five years unless the stock sees serious multiple expansion. Either scenario bodes well for shareholders though.

Year	Share Count
2021	118,131,886
2022	114,587,929
2023	111,150,292
2024	107,815,783
2025	104,581,309

Financials and Valuation

**Using \$27 a share, 118.13 million shares outstanding, and \$3.19 billion market cap for all analysis*

Since SFM only has one business line, we have made a simple model to estimate how much excess cash the business can generate over the next five years. Here are the assumptions we made in this model, and why we chose them:

- Operating income per store (OI/store) will be the average of the 2015 - 2020 period at \$853,370. We believe this is a logical estimate since the improvements management is implementing will make the store economics better than 2017 - 2019, but the business may not hit 2015 or 2020 profitability levels again. We took this number and multiplied it by the estimated store count to get annual operating income each year.
- The conversion from operating income to operating cash flow will stay around the average of the last five years, at 130%. The company will consistently have high D&A as a percentage of revenue, so we don't expect this number to go down materially (we think

you could argue this conversion will be higher over the next few years with a reduction in interest expense, but we want to keep the model conservative)

- On average, each new store will cost \$4 million to build. We took a higher number than \$3.2 million because of the chance supply costs stay elevated as they have recently. New store capex is \$4 million multiplied by the number of stores opened in the year.
- Non-store capex (maintenance, DCs, headquarters, e-commerce) will be 45% of new store capex each year, which is close to where it has averaged historically (assuming \$4 million in per store capex in prior years). In 2021 it is 70% of new store capex with the small number of new stores opening and the two DCs opening (this is aligned with management's guidance for overall capex in 2021)

With these inputs, we're able to get annual free cash flow estimates through 2025 and get an estimate of excess cash generation that can be returned to shareholders or pay down debt over the next five years.

Year	Operating Income	Operating Cash Flow	New Stores	New Store Capex	Non-Store Opening Capex	Free Cash Flow
2021	\$326,128,666	\$423,967,266	20	\$80,000,000	\$56,000,000	\$287,967,266
2022	\$358,741,532	\$466,363,992	38	\$152,000,000	\$68,400,000	\$245,963,992
2023	\$394,615,686	\$513,000,392	42	\$168,000,000	\$75,600,000	\$269,400,392
2024	\$434,077,254	\$564,300,430	46	\$184,000,000	\$82,800,000	\$297,500,430
2025	\$477,484,980	\$620,730,474	51	\$204,000,000	\$91,800,000	\$324,930,474
					Cumulative FCF Over Next Five Years:	\$1,425,762,553
					Market Cap:	\$3,189,560,922
					Q1 Cash:	\$256,019,000
					Debt & Finance Lease Liabilities:	\$260,287,000
					Enterprise Value:	\$3,193,828,922

As you can see, even with the high capital expenditures needed to grow this business, SFM can generate almost half its current enterprise value in cash over the next five years (and depending on where share count goes, possibly much higher than half its EV).

What's even more beautiful is that the company can do this without the need for outside financing. In our mind, this gives SFM stock a high margin of safety on a five-year outlook, especially if management consistently repurchases shares.

Now, you might be asking, isn't \$325 million in 2025 free cash flow not that exciting? On the surface level, yes. But if you look at the growth of operating income, operating cash flow, and steadily dropping share count, investors will be owning a significantly more valuable stake in this business five years from now.

Like most great retail investments, SFM will require large amounts of capex to grow, which will make free cash flow look a lot lower than it can/will be at maturity. However, we think operating cash flow can steadily compound over the next five years and beyond, allowing SFM to sustainably go after this long reinvestment runway.

Trends Working in SFM's Favor

Things working in SFM's favor it can't necessarily control. We don't believe these trends need to continue in order for the stock to perform well, but they can be small tailwinds for the business.

The rise of vegans/plant-based diets

A big portion of SFM's value proposition is catering to consumers who follow a vegan/plant-based diet. These consumers typically have trouble finding items in traditional stores. Luckily for SFM, the number of vegans in the U.S. has risen substantially over the last decade. The data comes from surveys, so it is tough to get an exact answer, but the estimates range from 2% - 6% of the population that follows a vegan diet. More importantly for SFM, 39% of people who *aren't* vegan said they want to incorporate more plant-based foods into their diets. This is a tailwind that SFM can ride if they execute the strategies laid out above.

Source for this data: <https://www.plantproteins.co/vegan-plant-based-diet-statistics/>

SFM is agnostic to its customers' diet preferences too, it isn't just focused on plant-based products. This allows SFM to ride the wave of whatever is trending among diet and health-focused land at any one time.

Inflation

If we hit moderate or high inflation over the next decade, that should help grocers, including SFM. The Kroger CEO mentioned recently that its business operates the best when inflation is 3% - 4%. We would think SFM is in the same boat.

You might argue that SFM is less equipped for inflation or an economic downturn than someone like Kroger, Wal-Mart, or Costco. But this isn't Whole Foods. SFM's pitch is to be the *everyday* grocery store for health enthusiasts, which in theory will make it easier for consumers to keep shopping there even with higher prices or less spending power.

We don't need inflation for SFM stock to do well, but it could be a nice tailwind for the business.

Pays workers well

SFM employs 35,000 workers, so it is at risk of getting hurt by the current wage pressure many retailers and restaurants are facing. However, from what it looks like from the outside, SFM is in a lot better shape to handle rising wages. Why? Because in 2020 the company:

- Paid an average wage of \$17.42 to in-store employees
- Sourced 72% of manager positions with internal candidates
- Paid over \$100 million in pandemic-based bonuses (while still generating almost \$500 million in cash from operations, we might add)

This gives us confidence that SFM can weather any wage pressure and retain employees better than most of its competitors. These aren't eye-popping Costco-like numbers, but from a shareholder's perspective, it looks like they take care of their employees.

Scenario Planning

If the above model is our base case, we think the likelihood SFM hits somewhat close to those numbers over the next five years is fairly high. We don't want to throw a percentage on it because these are all assumptions, but the simplicity of the business makes its financials a lot more predictable than most other companies.

However, this model is not a guarantee. Here are some downside and upside scenarios we're thinking about with SFM that could throw the stock off the trajectory we believe it is currently on.

Here comes Amazon (downside)

A big potential threat to SFM is Amazon. Not only does it own Whole Foods, but it is also building out its Amazon Fresh stores (28 slated to open, by the last count), integrating both with Prime, and putting in its smart checkout technology. Scary stuff. We will be tracking Amazon's

brick-and-mortar plans to see how they are resonating with consumers. But here's why we are not worried about Amazon vs. SFM:

- Amazon has a poor track record in physical retail, and you could argue that (so far) the Whole Foods acquisition has been underwhelming. SFM has grown sales every year since 2017. If the Whole Foods acquisition hasn't crushed them so far, why assume it will in the future? Yes, Amazon is lowering prices at Whole Foods and doing its thing with Prime memberships, which seems like the *logical* thing to do if consumers acted rationally. But ask yourself: How will SFM's target demographic react to the Prime-ification of Whole Foods? We think poorly. "What - If Anything - Is Left to Love About Whole Foods?"
<https://www.austinmonthly.com/what-if-anything-is-left-to-love-about-whole-foods/>
- SFM's target demo is not looking for efficiency, and it already offers cheap prices. If anything, Kroger and other commodity grocery stores are the ones who should be worried about Amazon.
- There are around 40,000 grocery stores in the U.S. Amazon may take some market share, but there will be plenty to go around
- Customers don't actually care about Amazon Fresh and the smart checkout tech if the stores have crappy food selection and quality (alright, I'll admit, that one was personal. But I've been to an Amazon Fresh store and the quality turned me away for good - Brett)

Discounting all competitors because Amazon has announced that they are thinking about expanding into an industry is foolish, especially in an industry they have a poor track record in. We think there is a small chance Amazon could disrupt SFM's growth, but it's no reason not to buy the stock.

Amazon store plans:

<https://www.supermarketnews.com/retail-financial/report-amazon-has-28-more-amazon-fresh-stores-works>

On a smaller note, Wal-Mart has made great strides in grocery the last two decades (a lot of it thanks to the man running SFM now). This could pose another competitive threat to SFM, but we think it is more of a worry for the Kroger's of the world. These companies are not where SFM's target customer likes to shop.

Not differentiated enough (downside)

A big pushback investors have with SFM is that the brand is not differentiated enough. It usually goes something like "people love Trader Joe's. But what's special about Sprouts?" A lot of

people are concerned that management might talk about being “special” but are really just viewed as a commodity in the eyes of the consumer.

At a recent investor conference, Sinclair stated that “some of our best stores are the ones that are right next door to Trader Joe's.” Trader Joe's isn't a competitor to SFM, it is *complementary*.

Trader Joe's, Whole Foods, or even smaller chains, are a small worry for investors. They were all around in 2015, when SFM was doing well, and were around in 2017, when SFM was doing poorly. SFM's wounds were self-inflicted, and can be healed with the plan management has put in motion. Could they fail to execute? Sure. But competition will likely have little to do with that unless the operating environment rapidly changes.

Going through these scenarios was what got us so excited to invest in SFM, because we realized no one is stopping SFM but itself. It really came down to answering these questions:

Can the retail giants like Amazon (or Target, Wal-Mart, or Costco) crush SFM? No, because their whole purpose is to offer a wide selection that caters to everyone. Trying to compete with SFM in its niche is not worth it because in doing so these companies would sacrifice the model they've built.

Is the concept unique? Yes. It offers a different value proposition than a traditional grocer. Trader Joe's is complementary and not a threat. Whole Foods is the closest competitor but does not offer everyday low prices (that may change) and is managed by a company that wants to offer a wide selection of products that caters to everyone.

Does the concept scale nationwide? Yes. Everyone eats, and a growing subset of the population wants to eat healthy or diet-focused food. There's no reason to think the concept can't work in other areas, especially the pacific northwest and northeast.

The reinvestment runway is there. All management has to do is go after it.

Multiple expansion (upside)

Whatever multiple you look at, SFM is trading at a discount to the market average. Maybe it deserves to trade where it does right now. But if comp sales get back to 3% or higher (not two-year, one year), margins stay steady, and store count marches higher, we believe there is a decent chance SFM stock sees significant multiple expansion in the coming years, which would boost investor returns.

We don't need multiple expansion to do well, and the consistent buybacks can help with returns if the multiple stays depressed. But multiple expansion is not out of the question here and should be considered as a part of the underwriting process, even if it only has a small chance of occurring.

Summary of Why We Own the Stock

- 10% annual store growth with a long runway for reinvestment unencumbered by competition
- Recovered margin profile and comp-store sales growth
- Smart initiatives in marketing, store formats, and supply chain
- Consistently dropping share count
- High current and forward earnings/FCF yield

With a high margin of safety due to the clean balance sheet and years of proven cash generation, we believe SFM stock has a high floor along with a high ceiling, allowing us to make this a concentrated position in our portfolio.



28 de enero de 2022

"Tenemos más posibilidades disponibles en cada momento de las que nos damos cuenta".

-Thich Nhat Hanh

Querido compañero:

Arquitos rindió un 54,9 % neto de comisiones en 2021. Consulte la página cuatro para ver un rendimiento más detallado información.

En este último año, los resultados de la cartera estuvieron dominados por movimientos en tres posiciones. Nam Tai Property (NTP) fue un contribuyente importante en el primer trimestre mientras se desarrollaba nuestra tesis. Obtuvimos ganancias en el capital de casi el 200% e incluso más en nuestras posiciones de opciones. ALJ Regional Holdings (ALJJ) aumentó un 65% en el año cuando la empresa anunció una venta estratégica. Y Enterprise Diversified (SYTE) aumentó un 80% en el año debido a resultados positivos y un anuncio de adquisición.

Para Enterprise Diversified, debido a los requisitos reglamentarios, no puedo proporcionar comentarios adicionales en este momento más allá del comunicado de prensa. Pero a continuación hay un extracto de mi cita en el comunicado, junto con la cita de David Sherman, quien es el fundador de CrossingBridge, la empresa que Enterprise Diversified está adquiriendo.

El presidente de ENDI, Steven Kiel, comentó: "El anuncio de hoy es un emocionante paso adelante para la empresa. ENDI, a través de Willow Oak, se ha centrado en hacer crecer nuestra presencia en el espacio de gestión de activos. Llevamos a cabo un extenso proceso de búsqueda y CrossingBridge representa todo lo que buscamos. para en un socio. David y el equipo de CrossingBridge aportan una amplia experiencia y relaciones estratégicas que beneficiarán a la empresa y a nuestros accionistas. Estamos seguros de que esta asociación acelerará nuestros objetivos a largo plazo, ya que agrega ofertas complementarias, amplía nuestros recursos y, en última instancia, ofrece una gama más amplia de oportunidades para el crecimiento futuro".

Además, señaló: "CrossingBridge es un administrador de inversiones de gran prestigio cuya visión y ejecución exitosa para el crecimiento mejorarán sustancialmente la Compañía".

David Sherman, fundador y gerente de cartera de CrossingBridge, quien se convertirá en el director ejecutivo de ENDI Corp., comentó: "Estamos muy emocionados de unir fuerzas con el equipo de ENDI para alcanzar nuestras metas colectivas. CrossingBridge ha estado entregando productos únicos y diferenciados que ayudan Nuestros clientes satisfacen necesidades específicas dentro de sus carteras de renta fija. Esta fusión con ENDI nos ayudará a ampliar nuestra línea de productos actual y nos permitirá centrarnos en adquisiciones para ampliar las soluciones y servicios que ofrecemos como empresa. ENDI cuenta con un equipo sólido. , y creemos que nuestras habilidades y contactos complementarios acelerarán aún más nuestros planes de crecimiento".

Para ALJ, esperaba algún tipo de transacción de creación de valor, ya que la mayor parte de las pérdidas operativas netas (NOL) de la empresa expirarán pronto. A fines de diciembre, la compañía anunció que vendería sus verticales de peaje y transporte e intercambio de beneficios de salud de su filial Faneuil. Esta venta reducirá el apalancamiento de la empresa y las ganancias estarán en gran medida libres de impuestos debido a las NOL.

Es probable que haya transacciones adicionales de creación de valor durante el próximo año o dos. Hemos estado entrando y saliendo del stock durante la mayor parte de ocho años. Veo un valor adicional significativo al precio actual de las acciones.

Escribí sobre la posición de Nam Tai en la carta del primer trimestre. Vendí prematuramente nuestra posición por completo. Como el destino lo tendría, los activistas involucrados tuvieron éxito desde el punto de vista legal, ya que tomaron el control de la junta directiva, pero hasta ahora no han tenido éxito desde el punto de vista práctico. Esto quizás ha creado otra oportunidad.

Nam Tai es una empresa registrada en las Islas Vírgenes Británicas y cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York. Fue a través de esas estructuras legales que los activistas con sede en Estados Unidos tomaron el control legal de la empresa. Sin embargo, las operaciones de Nam Tai se encuentran en China continental. Aunque los activistas tienen el control total de la junta directiva y han designado nuevos ejecutivos, no han podido obtener el control total de las operaciones de la empresa. Debido a esto, las acciones han vuelto a caer al rango de \$8 a \$9.

Hay riesgos obvios aquí, pero también hay una oportunidad de embolsado múltiple. El nuevo CEO es un empleado senior de la empresa desde hace mucho tiempo y está bien conectado con los gobiernos locales y nacionales. Los activistas parecen dispuestos a hacer cualquier cosa para apoyar a la empresa, incluida la compra de acciones adicionales y la extensión de líneas de crédito. Y la mayoría de los activos de la empresa están en los bienes inmuebles que poseen y están desarrollando, a diferencia del efectivo y las inversiones.

Los activistas obtendrán el control total de la empresa en algún momento, y el valor de los activos netos de la empresa es significativamente mayor que la capitalización de mercado actual. Por estas y otras razones, he reiniciado una posición en bolsa.

El comienzo de 2022 ha visto el regreso de una volatilidad significativa. Solo en la última semana, hemos visto oscilaciones intradiarias masivas varias veces. Este no es un comportamiento normal del mercado, pero, de nuevo, ¿qué es lo normal en estos días?

Para Arquitos, busco situaciones específicas de la empresa más que empresas orientadas al mercado. Intento mitigar el riesgo de mercado asumiendo más riesgos específicos de la empresa. Tenemos una mejor oportunidad de controlar este último. El aumento de la exposición específica de la empresa también nos permite estar menos correlacionados con los mercados en general.

También aumenté el tamaño de nuestro seto y mantengo los setos por más tiempo que en el pasado. Puede recordar las ganancias significativas que obtuvimos de estas coberturas al comienzo de la pandemia, donde logramos

100 veces nuestro costo, aunque en posiciones pequeñas. Este enfoque nos permite permanecer completamente invertidos durante estos tiempos inciertos.

Gracias por su continuo compromiso con Arquitos. Estoy tan emocionado como siempre de administrar esta cartera, especialmente ahora que nos acercamos a nuestra marca de 10 años al final del primer trimestre de este año.

Atentamente,

Steven L Kiel

Desempeño de Arquitos Comparado con el S&P 500

	Arquitos (Bruto) Arquitos (Neto) 56,5%		S&P 500
2021	54,9%		28,7%
2020	-1,3%	-2,3%	18,4%
2019	-13,8%	-14,7%	31,5%
2018	-30,6%	-31,3%	-4,4%
2017	80,8%	64,0%	21,8%
2016	65,4%	54,9%	12,0%
2015	-14,0%	-14,8%	1,4%
2014	72,8%	57,8%	13,7%
2013	58,7%	46,6%	32,4%
2012*	9,0%	7,2%	4,9%
Acumulativo	610,4%	376,1%	318,7%
Anualizado	22,3%	17,4%	15,8%

*Fundada el 10 de abril de 2012

Descargo de responsabilidad

Esta carta es solo para fines informativos y no refleja todas las posiciones compradas, vendidas o mantenidas por Arquitos Capital Offshore Master, Ltd. o sus fondos subordinados, Arquitos Capital Partners, LP y Arquitos Capital Offshore, Ltd. Cualquier dato de rendimiento es de naturaleza histórica y no es una indicación de resultados futuros.

Todas las inversiones implican riesgo, incluida la pérdida del principal. Renunciamos a cualquier obligación de proporcionar actualizaciones o cambios a la información contenida en esta carta.

Los rendimientos de rendimiento presentados anteriormente son para Arquitos Capital Partners, LP y reflejan el rendimiento total del fondo, neto de comisiones y gastos, desde su creación el 10 de abril de 2012. Son netos del límite máximo y la comisión de rendimiento del 20 %, aplicada después de un obstáculo del 4 %, como se detalla en el memorando de oferta privada confidencial. Arquitos Capital Offshore, Ltd. se lanzó el 1 de marzo de 2018. Los rendimientos de Arquitos Capital Offshore, Ltd. pueden diferir ligeramente y no se presentan aquí.

Nuestro administrador externo estima los retornos de rendimiento para 2021, en espera de la auditoría de fin de año.

Los rendimientos reales pueden diferir de los rendimientos presentados. Las posiciones reflejadas en esta carta no representan todas las posiciones mantenidas, compradas o vendidas.

Esta carta de ninguna manera constituye una oferta o solicitud para comprar una participación en Arquitos Capital Partners, LP, Arquitos Capital Offshore, Ltd., o cualquiera de los otros fondos o afiliados de Arquitos Capital Management.

Dicha oferta solo puede realizarse de conformidad con la entrega de un memorando de oferta privado confidencial aprobado a un inversionista.



BLACKWELLS CAPITAL

PELOTON

A CALL FOR ACTION

PRESENTED BY BLACKWELLS CAPITAL

Las opiniones expresadas en esta presentación (la "Presentación") representan las opiniones de Blackwells Capital LLC y/o algunas de sus afiliadas ("Blackwells") y los fondos de inversión que administra que tienen acciones en Peloton Interactive, Inc. (la "Compañía", "Pelotón" o "PTON"). La Presentación es solo para fines informativos y no tiene en cuenta el objetivo de inversión específico, la situación financiera, la idoneidad o la necesidad particular de ninguna persona específica que pueda recibir la Presentación, y no debe tomarse como asesoramiento sobre los méritos de cualquier inversión, decisión. Los puntos de vista expresados en la Presentación representan las opiniones de Blackwells y se basan en información disponible públicamente y en los análisis de Blackwells.

Cierta información y datos financieros utilizados en la Presentación se derivaron u obtuvieron de presentaciones realizadas ante la Comisión de Bolsa y Valores ("SEC") por la Compañía u otras compañías que Blackwells considera comparables, así como de fuentes de terceros.

Blackwells no ha buscado ni obtenido el consentimiento de ningún tercero para usar ninguna declaración o información indicada en la Presentación como obtenida o derivada de un tercero.

Dichas declaraciones o información no deben verse como una indicación del apoyo de dicho tercero a las opiniones expresadas en la Presentación. La información contenida en la Presentación no ha sido verificada de forma independiente por Blackwells. Blackwells renuncia a cualquier obligación de corregir o actualizar la Presentación o de proporcionar cualquier material adicional. Blackwells reconoce que la Compañía puede poseer información confidencial que podría llevarla a estar en desacuerdo con las opiniones y/o conclusiones de Blackwells.

Blackwells actualmente posee y/o tiene un interés económico en acciones de la Compañía. Blackwells se dedica al comercio (compra y venta) de valores. Blackwells puede comprar o vender o cambiar la forma o sustancia de cualquiera de sus inversiones de cualquier manera permitida por la ley y renuncia expresamente a cualquier obligación de notificar a cualquier destinatario de la Presentación de dichos cambios. Puede haber desarrollos en el futuro que hagan que Blackwells participe en transacciones que cambien su titularidad real y/o interés económico en la Compañía.

Los valores o ideas de inversión enumerados no se presentan para sugerir o mostrar la rentabilidad de ninguna o todas las transacciones. No debe suponerse que los valores de cartera específicos identificados y descritos en la Presentación fueron o serán rentables. Bajo ninguna circunstancia se debe usar o considerar la Presentación como una oferta de venta o una solicitud de una oferta para comprar cualquier valor.

Este documento es propiedad de Blackwells y no se puede publicar ni distribuir sin el consentimiento expreso por escrito de Blackwells. Todas las marcas de servicio, marcas comerciales y nombres comerciales registrados o no registrados a los que se hace referencia en la Presentación son propiedad de sus respectivos dueños, y el uso de Blackwells en este documento no implica una afiliación con, o respaldo por parte de los propietarios de estas marcas de servicio, marcas comerciales y marcas comerciales. nombres

La información contenida en este documento contiene "declaraciones prospectivas". Las declaraciones prospectivas específicas se pueden identificar por el hecho de que no se relacionan estrictamente con hechos históricos o actuales e incluyen, entre otros, palabras como "puede", "hará", "espera", "cree", "anticipa", "planes", "estimaciones", "proyectos", "objetivos", "previsiones", "busca", "podría", "debería" o el negativo de dichos términos u otras variaciones de dichos términos o terminología comparable. Del mismo modo, las declaraciones que describen nuestros objetivos, planes o metas son prospectivas. Las declaraciones a futuro están sujetas a varios riesgos e incertidumbres y suposiciones. No puede haber ninguna seguridad de que cualquier idea o suposición en este documento sea, o se probará, correcta. Si uno o más de los riesgos o incertidumbres se materializan, o si las suposiciones subyacentes de Blackwells resultan ser incorrectas, los resultados reales pueden variar significativamente de los resultados indicados en estas declaraciones. En consecuencia, las declaraciones prospectivas no deben considerarse como una representación por parte de Blackwells de que los planes, estimaciones o expectativas futuros contemplados alguna vez se lograrán.

TABLA DE CONTENIDO

I	Resumen ejecutivo	4
Yo	Peloton es un negocio atractivo	10
tercero	El bajo rendimiento de Peloton	18
IV	Peloton ha sido muy mal administrado	23
V	La junta directiva y el gobierno de Peloton carecen de responsabilidad y alineación	43
VI	La junta debería poner a la venta Peloton de inmediato	55
VII	Conclusión	62

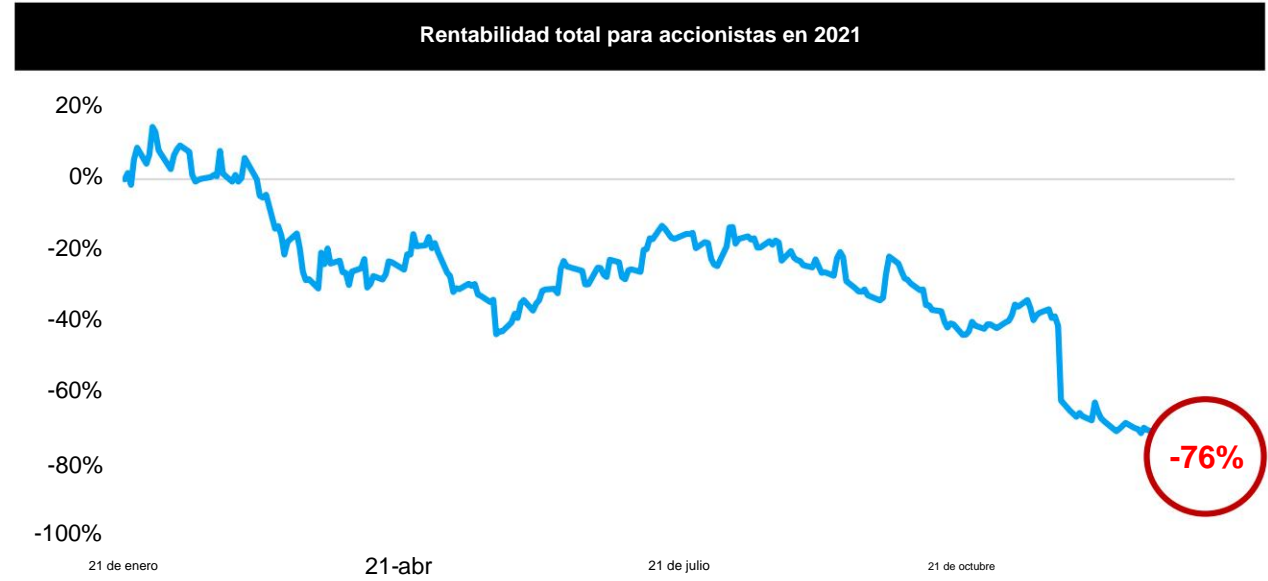
PELOTON INTERACTIVE, INC.

Executive Summary

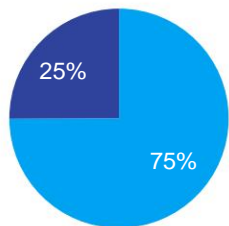
RESUMEN EJECUTIVO: DESCRIPCIÓN GENERAL DE PELOTON



- Peloton es una plataforma de fitness interactiva con millones de miembros, que ofrecen clases de acondicionamiento físico conectadas y habilitadas por tecnología que utilizan su hardware patentado
- Los productos Connected Fitness de la Compañía incluyen el Peloton Bike, Bike+, Peloton Tread y Tread+
- Peloton genera fuertes ingresos recurrentes de sus Miembros, que pagan tarifas de suscripción para acceder a la aplicación de Peloton o Connected productos de fitness
- La Compañía ha sido cuestionada por una serie de ejecuciones erróneas; como resultado, los ingresos del primer trimestre de 2022 se redujeron ~36 % con respecto al Pico de la empresa en el tercer trimestre de 2021

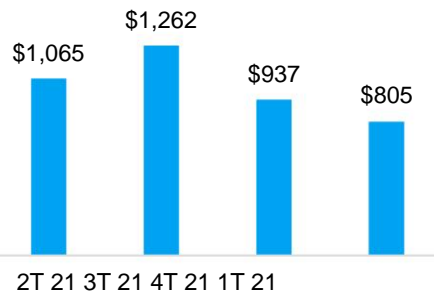


Ingresos LTM por fuente



■ Ingresos de Connected Fitness ■ Ingresos de suscripción

Ingresos totales (\$ millones)



Valor de la empresa	\$8,753 Millones
Tapa del mercado	\$8,043 Millones
Ingresos de ULM	\$4,069 Millones
Ajuste LTM EBITDA	(\$99) Millones
Ingresos EV/LTM	2.2x
Empleados (al 30 de junio de 2021)	8,976
LTM Ingresos/Empleado	\$453,342

RESUMEN EJECUTIVO: UN ACTIVO MUY COTIZADO

Peloton tiene las características de un negocio extremadamente valioso y atractivo, que debe protegerse

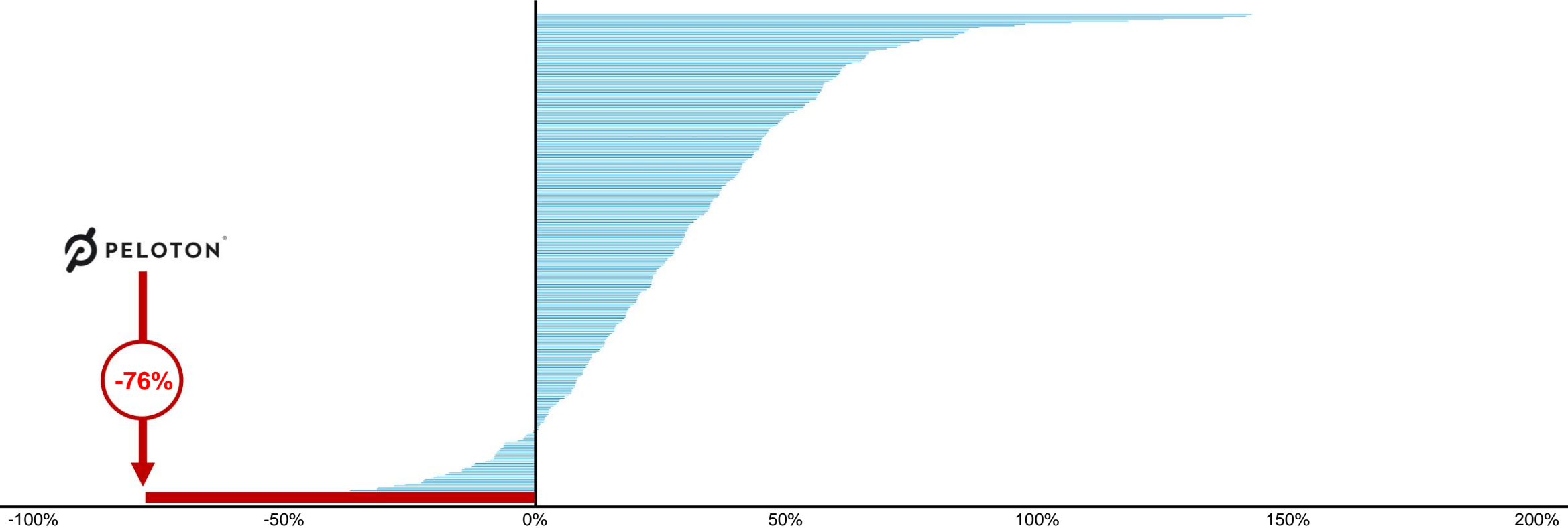


- ÿ Gran mercado direccionable; primeros días para la penetración en el mercado
- ÿ La plataforma de fitness interactiva más grande
- ÿ Marca admirada con puntajes NPS de primer nivel
- ÿ Modelo de ingresos recurrente basado en suscripciones con altos márgenes incrementales
- ÿ Efectos de red del ecosistema y permanencia de los instructores "estrella"
- ÿ Base de suscriptores altamente comprometida con baja rotación
- ÿ Múltiples impulsores de crecimiento, incluido el poder de fijación de precios no realizado
- ÿ Propiedad intelectual importante

RESUMEN EJECUTIVO: EL DESEMPEÑO DE PELOTON HA SIDO PÉSIMO

El retorno total para los accionistas de Peloton en 2021 de -76 % fue el peor de cualquier empresa en el índice Nasdaq 300

Rentabilidad total para los accionistas de las empresas Nasdaq 300 en 2021



RESUMEN EJECUTIVO: EL DESEMPEÑO INFERIOR SE PUEDE RAZONAR A VARIOS FACTORES

Los crecientes problemas de Peloton provienen de malas decisiones e incentivos desalineados

1

Falta de calificaciones de gestión

2

Mala toma de decisiones

3

Falta de disciplina financiera

4

Desalineación de intereses

5

Pérdida de credibilidad

RESUMEN EJECUTIVO: EL DIRECTORIO DEBE EXAMINAR UNA VENTA DE LA SOCIEDAD

La Junta de Peloton debería comparar el valor independiente ajustado al riesgo con una venta

• Un Peloton independiente no puede alcanzar todo su potencial debido a:

- Falta de capacidad de gestión y credibilidad.
- Un balance estresado y una importante quema de efectivo en curso

• Tomará años de reestructuración operativa, desarrollo organizacional y resultados positivos para que la empresa recupere la confianza de los inversores y la expansión múltiple.

• Peloton sería extremadamente atractivo para varias tecnologías, empresas de streaming, medios, metaverso y ropa deportiva interesadas en expandirse a la categoría de salud y bienestar en rápido crecimiento

Los posibles adquirentes podrían incluir

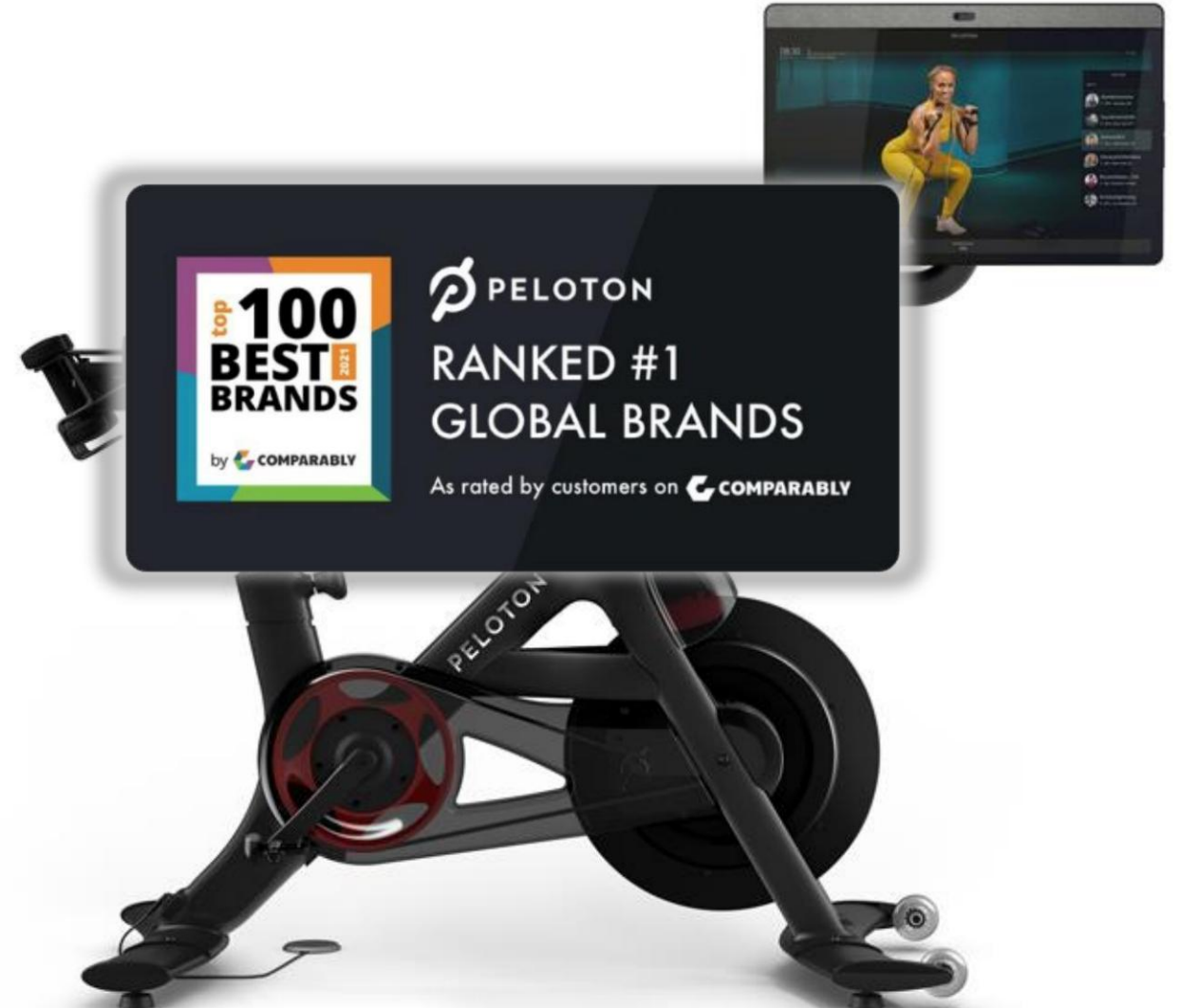
Tipos de adquirentes	Ejemplos
Medios y contenido	  
Tecnología y Dispositivos	  
Artículos deportivos	  
Suscripciones en línea	  

PELOTON INTERACTIVE, INC.

Peloton is an Attractive Business

PELOTON TIENE CARACTERÍSTICAS ÚNICAS Y ATRACTIVAS

- Productos de alta calidad con un diseño inteligente que se convierten en la pieza central de un gimnasio en casa
- Modelo de suscripción con una amplia variedad de clases de acondicionamiento físico frescas e inmersivas que conducen a membresías resilientes
- Instructores "estrella" talentosos, excelente música, tecnología genial y una experiencia competitiva interactiva (en vivo y bajo demanda)
- Net Promotor Scores líder en la industria y marca mejor clasificada (NPS) permiten nuevas extensiones de productos en equipos, ropa y accesorios de fitness adicionales
- Extremadamente difícil para los competidores replicar el modelo de negocio, la innovación tecnológica y los seguidores de la comunidad
- Las tiendas minoristas y las capacidades de entrega y servicio directo al consumidor crean una poderosa ventaja sobre los competidores



NEGOCIOS DISRUPTIVOS QUE ACTUALIZAN LOS MODELOS TRADICIONALES DE SALUD Y ACONDICIONAMIENTO FÍSICO






El modelo comercial disruptivo de Peloton mejora fundamentalmente la experiencia de acondicionamiento físico en dos variables clave: conveniencia y costo

Conveniencia

- Clases de fitness ilimitadas en cualquier momento y en cualquier lugar, en cualquier dispositivo
- Cerca de 1.000 clases nuevas al mes: ciclismo, correr, entrenamiento de fuerza, bootcamp, estiramientos, yoga y meditación

Costo

- Todo el hogar por \$ 39.00 por mes se compara favorablemente con ~ \$ 300 por mes por persona para clases de gimnasia boutique
- El programa de financiación para bicicletas y cintas de correr desbloquea la demanda de una cohorte de asistentes al gimnasio que, de otro modo, no podrían pagar la oferta .

Disrupción digital global		
	Interrumpido	disruptor
 Películas	~40.000 operadores de teatro locales y regionales	amazon, Apple, HBO, Disney, NETFLIX
 Juegos de vídeo	~13,000 salas recreativas dedicadas locales y regionales	Nintendo, Microsoft, SONY
 Música	~3.300 tiendas de discos independientes	amazon, Apple, Spotify
 Libros	~38,500 librerías locales y nacionales	amazon, Apple
 Aptitud física	~36,500 clubes de salud y operadores de acondicionamiento físico boutique	PELOTON

GRAN MERCADO DIRIGIBLE EN LAS PRIMERAS ENTRADAS DE PENETRACIÓN DEL MERCADO

Numerosos conductores a medida que Peloton pasa de ser un negocio de bicicletas en gran parte estadounidense a una plataforma global de fitness

Gran mercado direccionable

- Gasto global en bienestar ~ \$ 4.2 billones de los cuales fitness es ~ \$ 600 mil millones
- Aproximadamente 180 millones de membresías en gimnasios en todo el mundo en 2018, incluidos aproximadamente 62 millones en los EE. UU.

Primeras entradas de penetración en el mercado

- En 2020, hubo 74 millones de personas que fueron a gimnasios en los Estados Unidos
- Solo Planet Fitness tiene ~14 millones de miembros

Mayor penetración de los mercados existentes

- EE . UU.
- Canadá
- Reino Unido
- Alemania
- Australia

Nuevos Mercados Internacionales

- Europa del Norte
- Europa Occidental
- México
- Asia

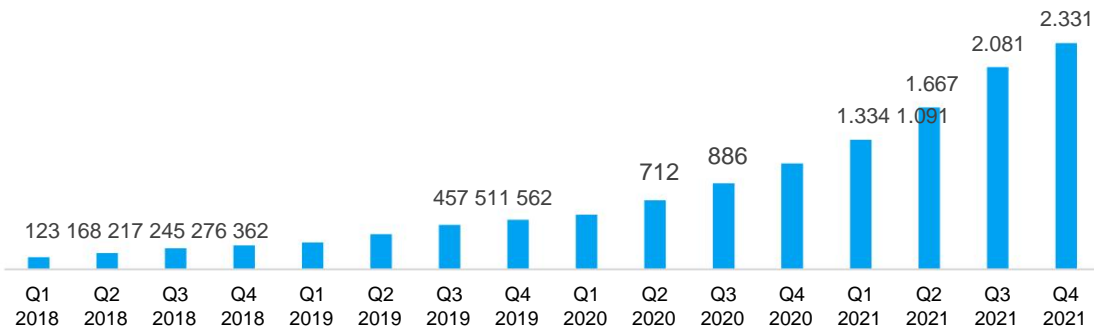


Cartera ampliada de productos de fitness conectado

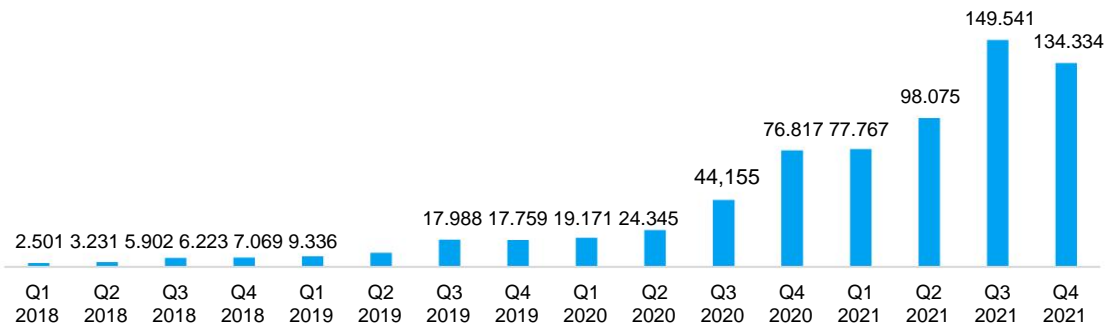
BASE DE SUSCRIPTORES ALTAMENTE COMPROMETIDOS CON BAJO CHURN Y ECONOMÍA DE LA UNIDAD DE NEGOCIO DE SAAS

La base de suscriptores altamente comprometidos con baja rotación crea un flujo de ingresos sólido y recurrente

Suscriptores de fitness conectados



Entrenamientos totales



Unidad económica subyacente atractiva

• Capacidad para impulsar un apalancamiento operativo significativo a medida que el negocio escala

- Alto margen de contribución de suscripción de 60% a 70%
- Aprovechamiento significativo del contenido en los estudios existentes (EE. UU. y Reino Unido) e instructores

• Atractivo valor de por vida

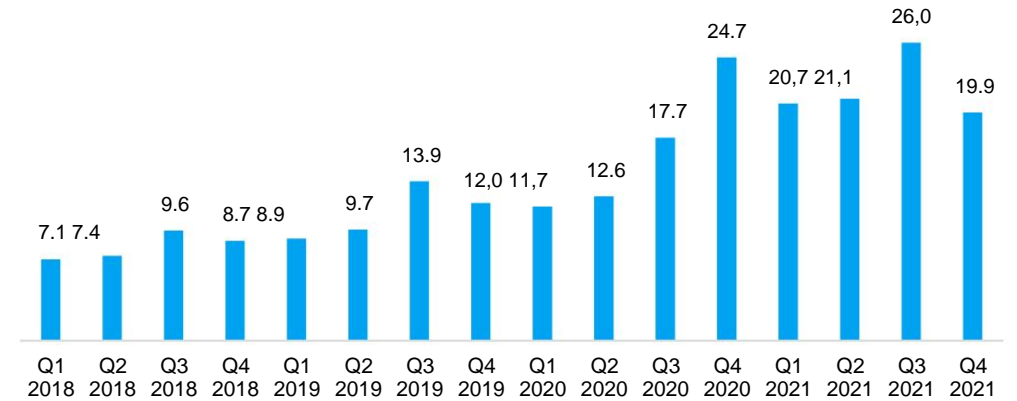
- Baja rotación
- Históricamente, compensó el costo de adquisición de clientes con la ganancia bruta obtenida en Connected Fitness Products

POTENTES EFECTOS DE RED

Los instructores "estrella" y las redes sociales crean un foso competitivo y un efecto de red

- Los instructores de Peloton brindan una experiencia diferenciada y han aumentado significativamente su seguimiento en las redes sociales .
- La frecuencia de los entrenamientos ha aumentado, lo que refleja el cliente satisfacción
- La plataforma tiene un aspecto social, por lo que los clientes satisfechos son probable que recomiende amigos
- Este círculo virtuoso que permite a la empresa invertir en más contenido y los aspectos sociales de la plataforma

Entrenamientos mensuales por suscriptor



Instructores Seguidores de Instagram



EL STOCK DE PELOTON ESTÁ SUBVALORADO: EV/INGRESOS

Peloton vale sustancialmente más que el precio actual de sus acciones utilizando múltiplos de ingresos

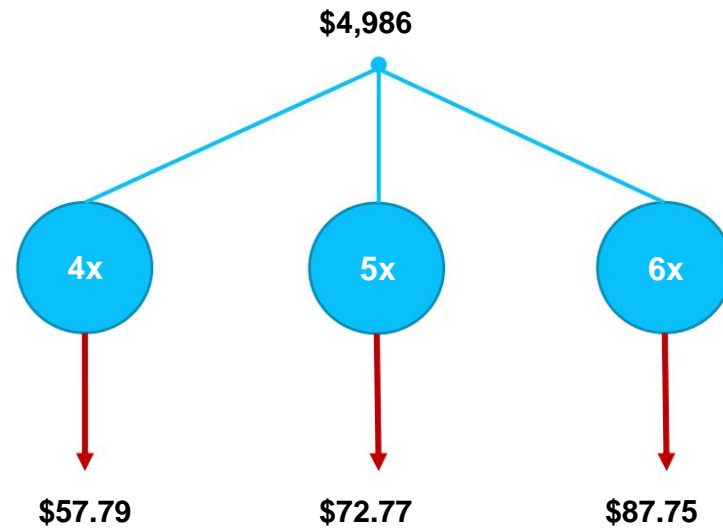
Los pares de Peloton actualmente cotizan a un promedio de 5.6x EV / NTM Ingresos

La aplicación de un rango de EV/Ingresos en los ingresos esperados del año fiscal 30/6/23 de Peloton produce un precio implícito por acción de **\$57.79 - \$87.75**

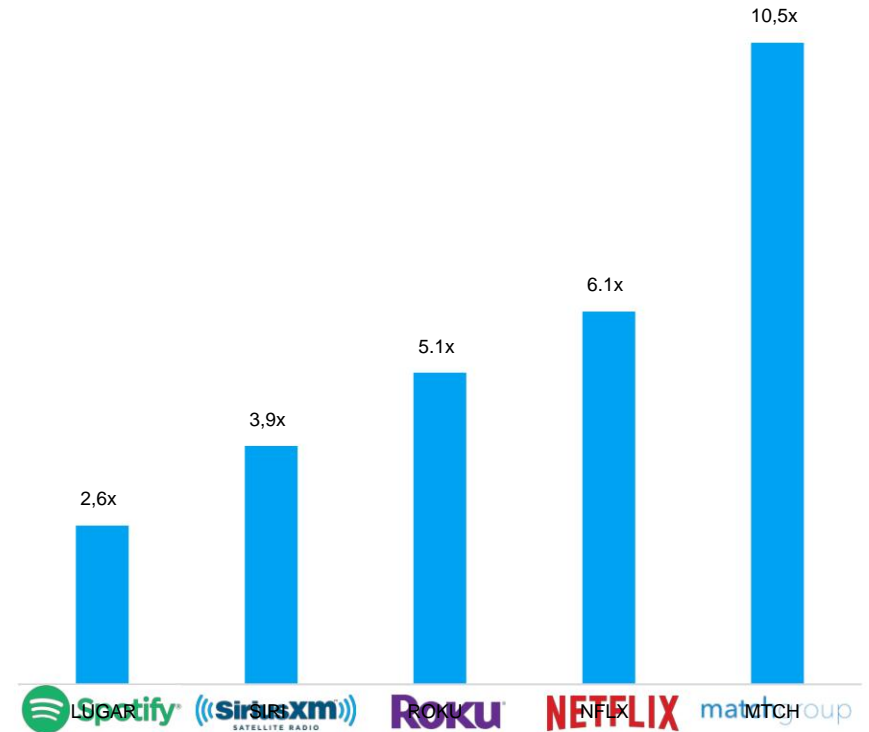
Pelotón Est. Ingresos
(\$ en millones) FYE 6/2023

EV/múltiplo de ingresos

Precio de acción implícito



Ingresos de pares EV/NTM



STOCK DE PELOTON ESTÁ SUBVALORADO: VE/BENEFICIO BRUTO

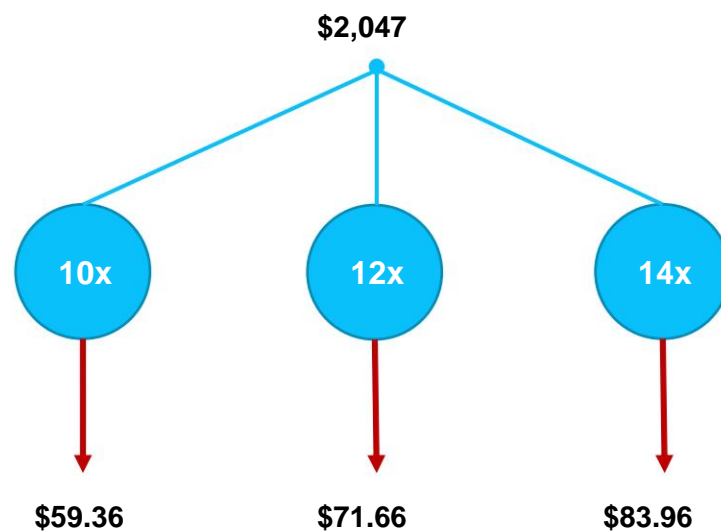
Peloton vale sustancialmente más que el precio actual de sus acciones usando múltiplos de ganancia bruta

Los pares de Peloton actualmente cotizan a un promedio de 11.5x EV / NTM de ganancia bruta

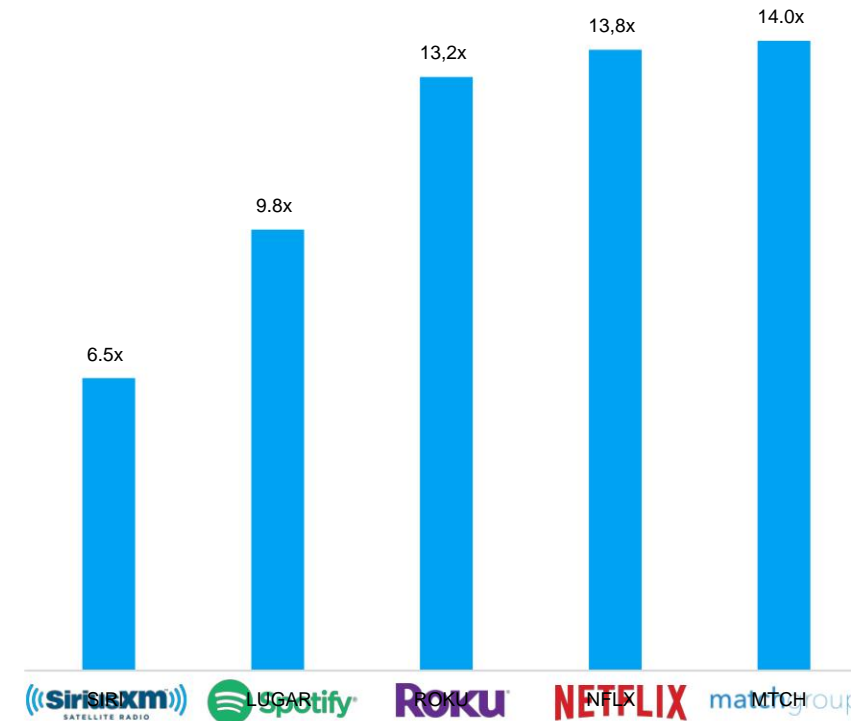
La aplicación de un rango de EV / Ganancia bruta en la ganancia bruta esperada del año fiscal 30/6/23 de Peloton produce un precio implícito por acción de **\$ 59.36 - \$ 83.96**

Pelotón Est. Beneficio bruto
(\$ en millones) FYE 6/2023

Múltiplo EV/Ganancia Bruta



Peers EV / NTM Utilidad bruta



PELOTON INTERACTIVE, INC.

Peloton's Underperformance

LA ACCIÓN DE PELOTON HA TENIDO UN MAL RENDIMIENTO

Desempeño del precio de las acciones de Peloton a un año





**Creemos que estamos jugando al ajedrez donde están los demás.
para ser honesto, ni siquiera están jugando a las damas.**

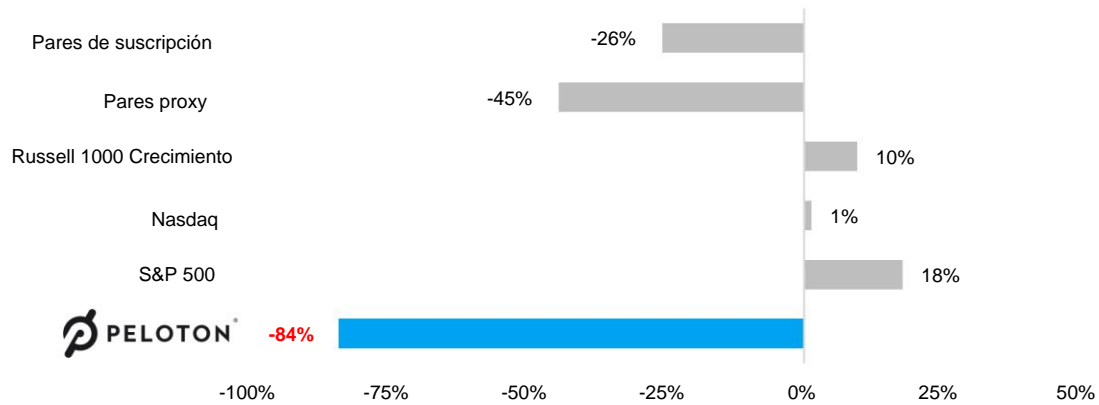


Juan Foley

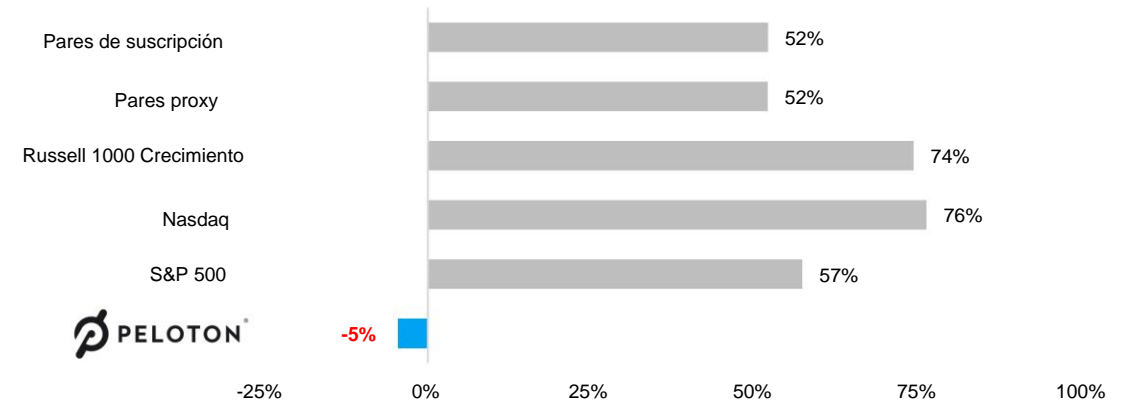
22 de septiembre de 2021

SIN EMBARGO, LOS RENTABILIDADES RELATIVAS DE LOS ACCIONISTAS DE PELOTON HAN SIDO Abismales...

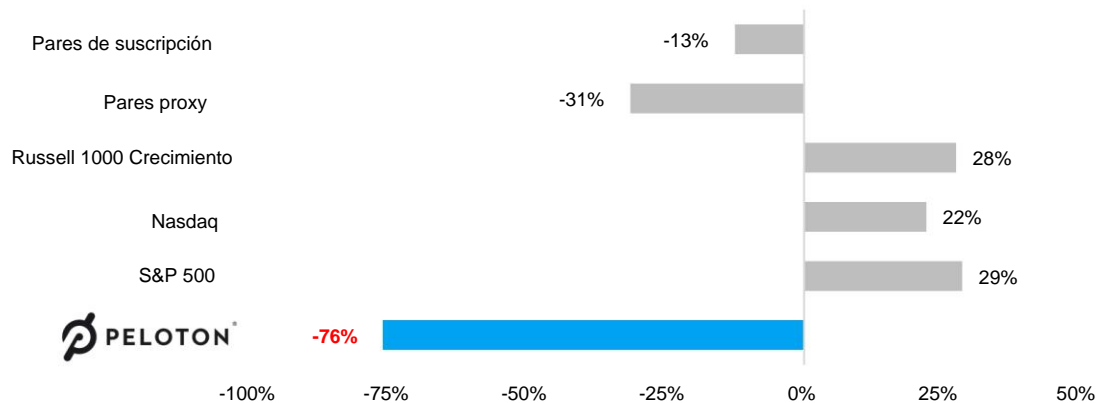
Rendimiento total del accionista de 1 año



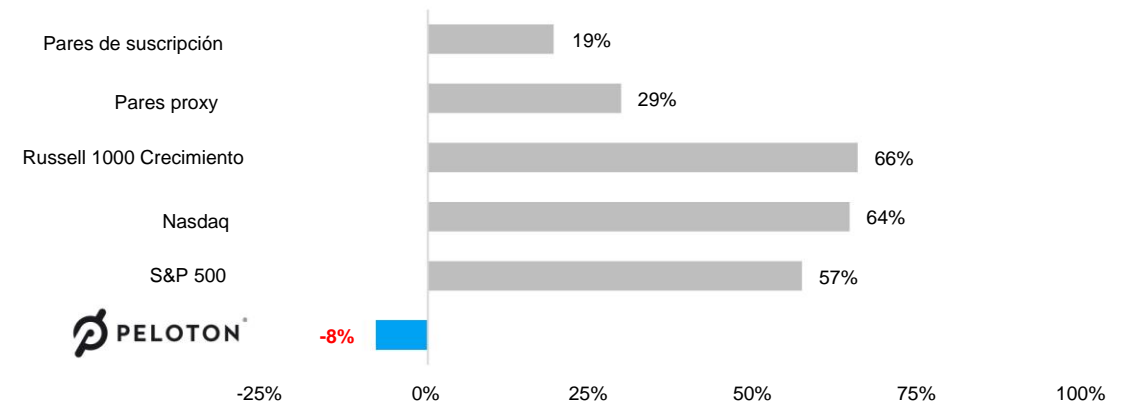
Rentabilidad total del accionista desde la salida a bolsa



Rentabilidad total para el accionista 2021



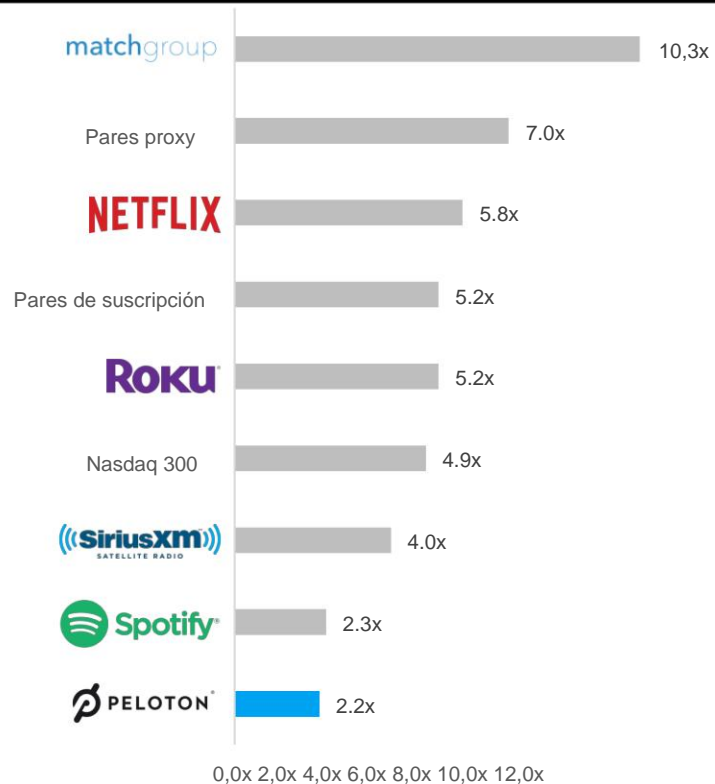
Rentabilidad total para el accionista desde marzo de 2020



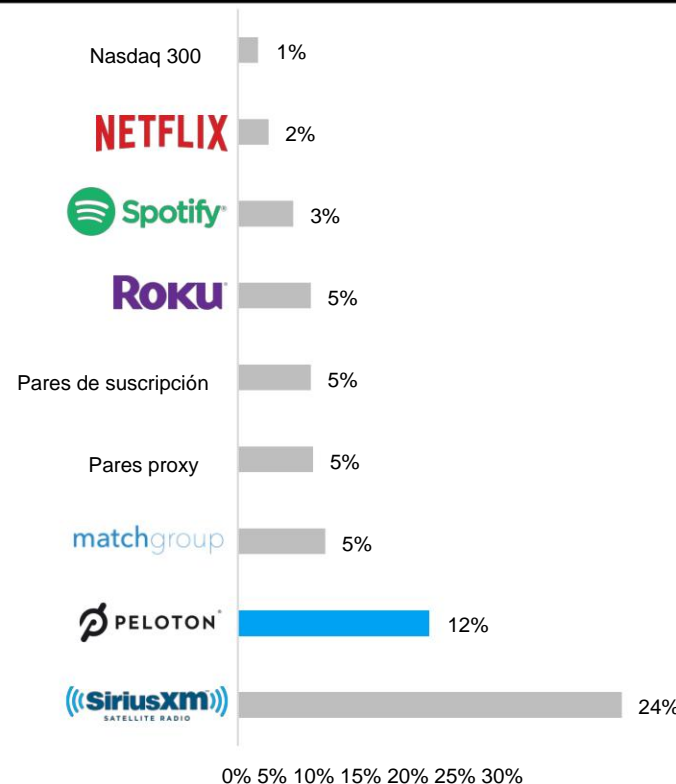
...Y LOS INVERSORES Y ANALISTAS SIGUEN ESCÉPTICOS

A pesar del múltiplo bajo de Peloton, los inversionistas siguen apostando activamente en contra de las acciones, y la comunidad de analistas parece dudar de la capacidad de ejecución de la gerencia.

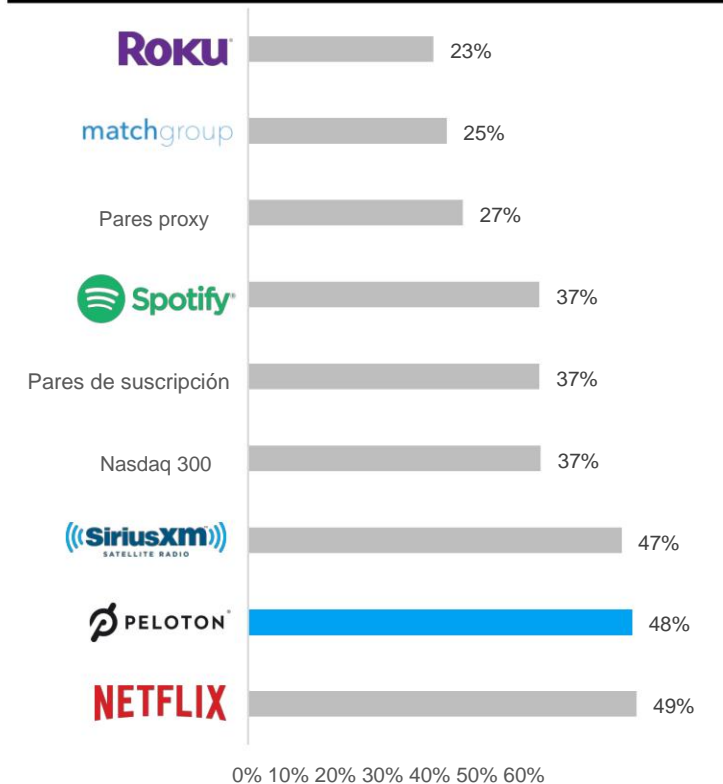
Ingresos EV/2022E



Interés corto



% de calificaciones de "Vender" o "Retener"



PELOTON INTERACTIVE, INC.

Peloton Has Been Grossly Mismanaged

EL BAJO RENDIMIENTO DE PELOTON SE DEBE A UNA MALA GESTIÓN

Los crecientes problemas de Peloton provienen de malas decisiones e incentivos desalineados

1 Falta de calificación: El CEO John Foley tiene razón al sentirse inseguro sobre sus capacidades y calificaciones.

2 Mala toma de decisiones: El Sr. Foley ha tomado una serie de malas decisiones relacionadas con el producto, el precio, la demanda, la seguridad y la asignación de capital.

3 Falta de disciplina financiera: Bajo la dirección del Sr. Foley, la empresa adolece de falta de disciplina financiera y controles internos ineficaces.

4 Desalineación de intereses: Los intereses e incentivos del Sr. Foley no están alineados con los empleados y accionistas

5 Pérdida de credibilidad: El Sr. Foley ha perdido credibilidad con empleados, accionistas y analistas descontentos.



“ Creo que no soy muy buen gerente. ”¹
 “ entrevistado a casi nadie ”²

TIME

Entrevista con John Foley, CEO de Peloton³

¿Hay algo acerca de ser CEO que usted no te gusta, que te gusta delegar?

La respuesta de John Foley

“ Finanzas. Nuestro CFO hace el 99% de las finanzas. Me comprometo porque quiero saber cómo lo estamos haciendo. Pero decir que no agrego valor a su operación es quedarse corto. También se puede decir lo mismo con la tecnología. Nuestro CTO no recibe ninguna ayuda de mí. **A veces paso meses sin hablar con nuestro CTO, lo cual, como director ejecutivo de una empresa de tecnología, es un poco raro.** ”

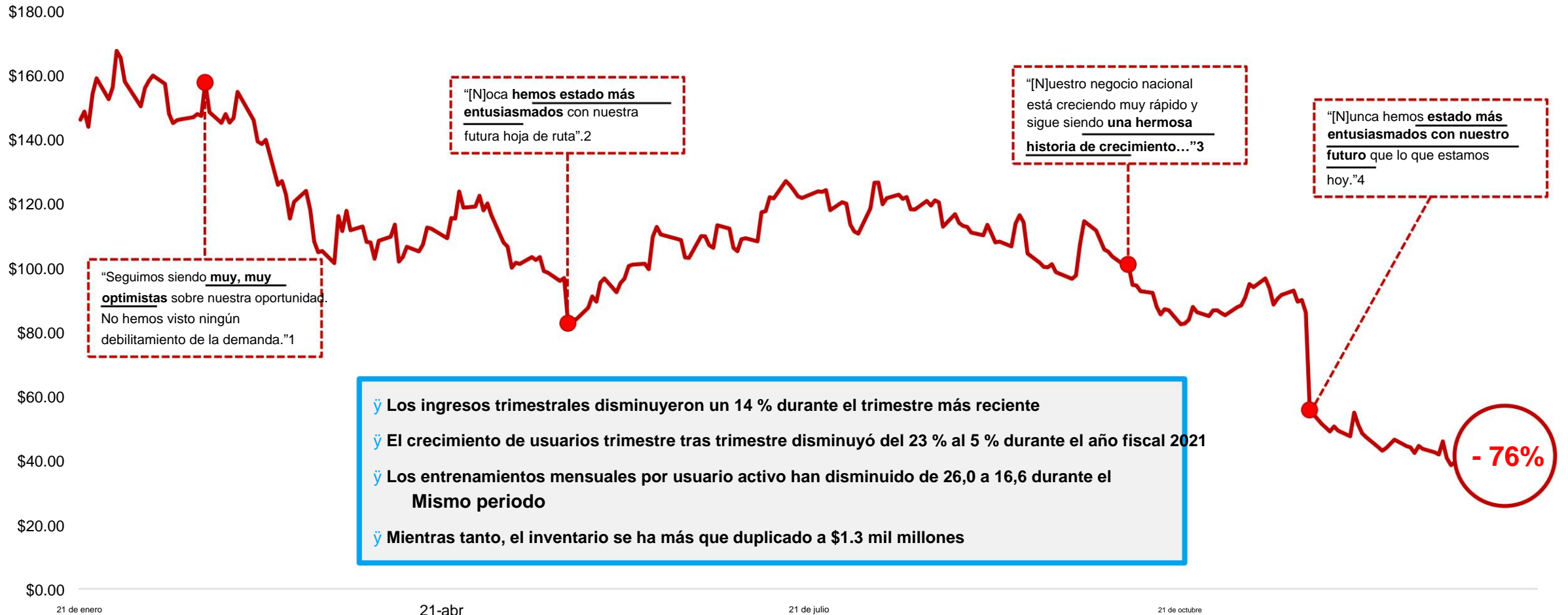
¿Cómo describirían sus colegas, sus cofundadores, sus fortalezas como gerente?

La respuesta de John Foley

“ No estoy seguro de que digan que tengo muchas fortalezas. ”

FALTA DE CUALIFICACION: SR. FOLEY MANEJA CON OPTIMISMO DESENFRENADO EN VEZ DE DISCIPLINA

Precio de las acciones de Peloton en 2021



1. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q2 2021.
 2. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q3 2021.

3. Transcripción de la conferencia Peloton Interactive Goldman Sachs Comunicacopia.
 4. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q1 2022.

"¿Cuál es el punto de precio óptimo, \$1000?"¹



"No sé." – John Foley

La gerencia no tiene una estrategia de precios bien informada y continúa vacilando en la estrategia de precios, confundiendo al mercado y perjudicando a los accionistas.

26 de agosto de 2021

CNBC

Peloton is slashing the price of its Bike by hundreds of dollars to \$1,495

PUBLISHED THU, AUG 26 2021 4:04 PM EDT | UPDATED THU, AUG 26 2021 8:27 PM EDT

Lauren Thomas
@LAURENTHOMAS

SHARE [f](#) [t](#) [in](#) [e](#)

KEY POINTS

- Peloton said it's cutting the price of its less expensive Bike product by about 20% to \$1,495, starting Thursday.
- The price drop will also take effect in the U.K., Canada, Germany and Australia.
- When the company debuted its Bike+ machine last September at \$2,495, it cut the original Peloton Bike's price from \$2,245 to \$1,895.

18 de enero de 2022

THE WALL STREET JOURNAL.

BUSINESS

Peloton Bikes, Treadmills Are About to Cost You More

By [Camille Furst](#) [Follow](#)

Updated Jan. 18, 2022 4:36 pm ET

The prices people pay for some [Peloton Interactive Inc.](#) PTON 2.52%▲ products are about to increase.

The at-home fitness company, hurt by slowing demand, is set to start charging customers hundreds of dollars in delivery and setup fees for its basic stationary bike and treadmill products, according to a banner notice on its website.

“ Las ventas reales de hardware son increíblemente predecibles. Es un hermoso negocio.”¹

• Foley insistió en **que la demanda solo aumentaría**

- Foley aumentó enormemente la capacidad de producción en 2020, inventario de edificios
- En febrero de 2021, Foley se jactó: “Hemos aumentado la capacidad [de fabricación] por 6x, lo cual es bastante hercúleo, pero **definitivamente no vamos a detenernos ahí**. Compramos Precor. Vamos a invertir en la fabricación estadounidense”.⁴

• Pero luego la demanda se desaceleró. Foley señaló (al mismo tiempo conferencia de febrero): **“Ahora fabricamos más bicicletas y bandas de rodadura de las que vendemos”**⁴

- “Un empleado dijo que los almacenes parecían 'rompecabezas' en los que los **empleados intentaban descubrir dónde meter otra bicicleta**”.²

• Peloton ahora se ha visto obligado a producir bolas de naftalina²

“¿Cómo imagina administrar, satisfacer la increíble demanda que está viendo ahora versus el riesgo de sobreconstruir [oferta]...”

La respuesta de John Foley

“[E]se es un término que nunca ha surgido en las salas de juntas ni en las salas de juntas de liderazgo sénior de Peloton... Vemos que vamos a poder comercializar en una gran oportunidad que vamos a necesitar capacidad de la cadena de suministro durante años y años .”³

The New York Times

Niño muere en accidente que involucró a la caminadora Peloton¹

17 de abril

Declaración de cuestiones de la CPSC
Advertencia a los consumidores sobre
Paso de pelotón+

“La CPSC de EE. UU. está advirtiendo a los consumidores sobre el peligro de la popular máquina de ejercicios Peloton Tread+ después de múltiples incidentes de niños pequeños y una mascota lesionada debajo de las máquinas”.²

17 de abril

Peloton Irresponsablemente y
Reflexivamente niega el problema

“La compañía está preocupada por el comunicado de prensa unilateral de la Comisión de Seguridad de Productos del Consumidor (CPSC) sobre Peloton Tread+ porque es **inexacto y engañoso. No hay motivo para dejar de usar Tread+...**”³

5 de Mayo

Pelotón con retraso
Reconoce problemas
y se disculpa

Declaración de John Foley

“Peloton cometió un error en nuestra **respuesta inicial** a la solicitud de la Comisión de Seguridad de Productos del Consumidor de retirar el Tread+. **Deberíamos habernos comprometido de manera más productiva con ellos desde el principio.**”⁴

La falta de liderazgo de Foley ha puesto en peligro la salud y la seguridad

1. Fuente: <https://www.nytimes.com/2021/03/18/business/peloton-tread-death.html>.

2. Fuente: “CPSC advierte a los consumidores: dejen de usar Peloton Tread+”: <https://www.cpsc.gov/Newsroom/NewsReleases/2021/CPSC-Warns-Consumers-Stop-Using-Peloton-Tread>.

3. Fuente: Comunicado de prensa de Peloton emitido el 17 de abril de 2021.

4. Fuente: <https://www.onepeloton.com/press/articles/tread-and-tread-recall>.

ÿ Foley invirtió \$800 millones en adquisiciones y capex con orgullo como su estrella polar

ÿ Foley compró Precor en problemas por \$431 millones creyendo que podría arreglarlo y expandir el alcance de Peloton a diferentes tipos de clientes comerciales: **"La cartera de productos y el equipo de ventas de Precor también acelerarán nuestro negocio comercial, donde vemos una oportunidad importante para hacer crecer la franquicia de Precor al presentar la plataforma Peloton..."**¹

✗ Meses después, se vio obligado a admitir que había sido un error: **"Hemos reducido las expectativas para nuestro canal comercial o el negocio heredado de Precor, dada la dinámica tanto de la oferta como de la demanda"**.²

ÿ Luego, Foley invirtió otros \$400 millones para desarrollar 1 millón pies cuadrados de capacidad de producción

✗ Siete meses después, Foley retrasó el progreso, admitiendo que la capacidad no era necesaria

MARKETS INSIDER

"La desaceleración en la demanda de Peloton hace que sus decisiones pasadas sean particularmente desafiantes. La compañía adquirió el fabricante de equipos de ejercicio Precor por \$ 420 millones en 2020 y anunció que construiría una planta de fabricación en EE. UU. por alrededor de \$ 400 millones. Pero es posible que Peloton no necesite esa capacidad adicional si la demanda no se recupera a los niveles que experimentó durante la pandemia".³

Peloton firmó un contrato de arrendamiento de 15 años que asciende a más de **\$450 millones** a pagar durante el período

• A fines de 2018, Peloton firmó un contrato de arrendamiento de 300,000 pies cuadrados en Manhattan por 15 años

• La mudanza representó un aumento de espacio de **+6 veces** desde la ubicación anterior de la empresa en Manhattan



Los gastos de empleados y de venta, generales y administrativos fuera de control reflejan una falta de disciplina

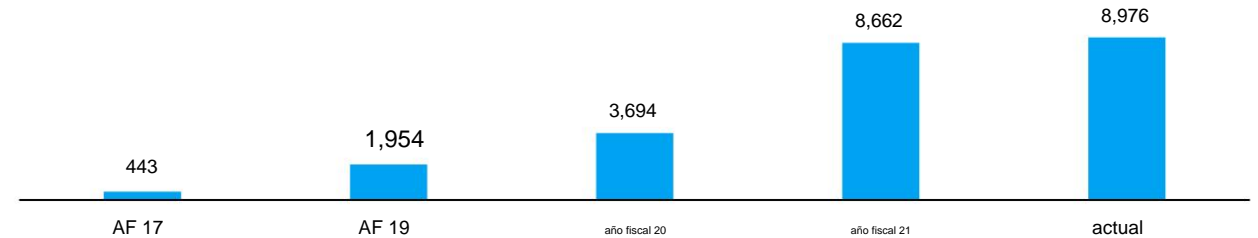
ÿ En los últimos cuatro años, el número de empleados de Peloton ha crecido más de 20 veces

ÿ Los gastos de venta, generales y administrativos casi se han triplicado en los últimos tres años

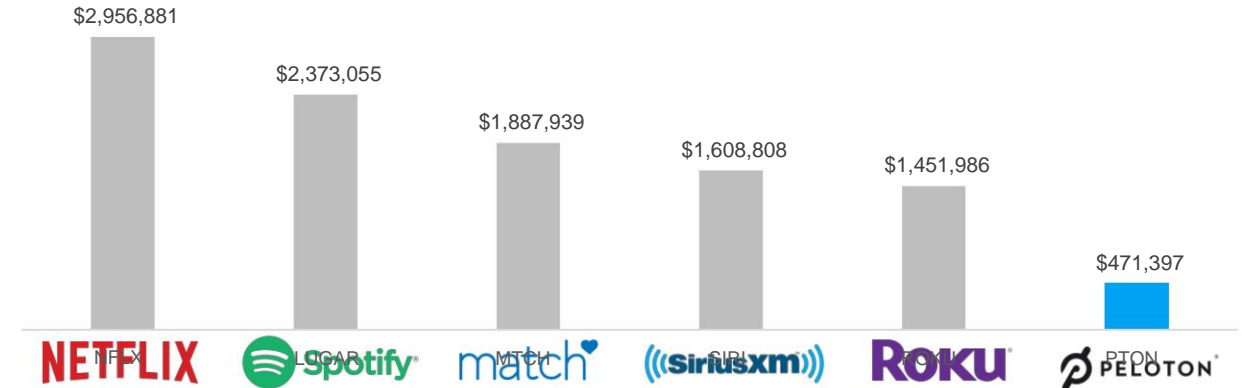
ÿ En comparación con otras empresas basadas en suscripción, Peloton tiene los **ingresos más bajos por empleado**

ÿ La Compañía ahora parece estar cambiando de rumbo: los rumores son que despedirá a una parte significativa de su fuerza laboral

Crecimiento de empleados de Peloton 2017 – Hoy



Ingresos Por Empleado Pelotón Vs. Pares de suscripción



“Somos increíblemente disciplinados”¹

– Foley, en CNBC el día de la salida a bolsa de Peloton

Peloton no mantiene controles contables internos adecuados

- Peloton no ha logrado desarrollar procesos básicos de contabilidad de empresas públicas bajo el Sr. Foley
- No hay excusa para tener procedimientos y controles contables inadecuados en una empresa multimillonaria

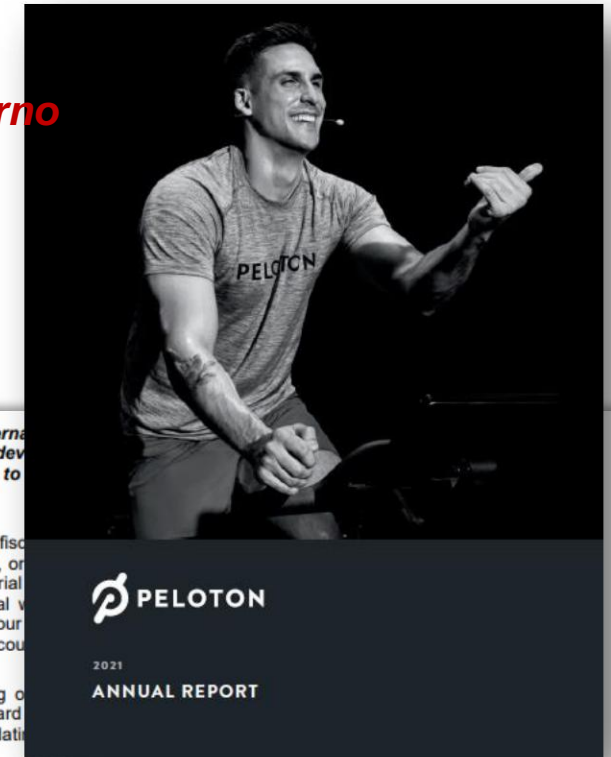
Hemos identificado una debilidad material en nuestro control interno

We have identified a material weakness in our internal control over financial reporting. A material weakness is not effective, or if we fail to develop or maintain an adequate internal control system, our ability to comply with applicable laws and regulations could be impaired.

In the course of preparing our financial statements for fiscal year 2021, we identified a material weakness in our internal control over financial reporting. A material weakness is a deficiency, or combination of deficiencies, in the design or operation of one or more internal controls such that there is a reasonable possibility that a material misstatement of the company's financial statements will not be prevented or detected on a timely basis. The material weakness we identified was related to our physical inventory counts. We concluded that this material weakness arose because our internal control procedures did not require us to verify that our physical inventory counts were correctly counted.

To address our material weakness, we are evaluating and implementing a global inventory count policy and standard and implementing enhanced document review for validation. We are confident that we will be able to fully remediate this material weakness.

26



“...[N]os necesitamos realmente ganar dinero con nuestro negocio de prendas de vestir, porque no es nuestro negocio principal.”¹

- John Foley, director ejecutivo de Pelotón

- John Foley puso a su esposa a cargo del negocio de ropa Peloton
- Los resultados recientes en la línea de ropa han sido decepcionantes y parece que las proyecciones internas se han recortado
- No está claro si la Sra. Foley es la mejor persona para dirigir este negocio o si es la persona más cercana al Sr. Foley.
- Los accionistas merecen el liderazgo de los mejores gerentes disponibles, no el nepotismo

El rendimiento ha sufrido

“El impulso en la unidad [Ropa], que está a cargo de la esposa del presidente ejecutivo John Foley, parece estar desvaneciéndose de cara al próximo año...”²



“La penetración [de la ropa] en nuestra base de miembros es muy baja. ¿Cómo generamos más ingresos de nuestra base de miembros existente?”²

- Tim Shannehan, Director de Ventas Global



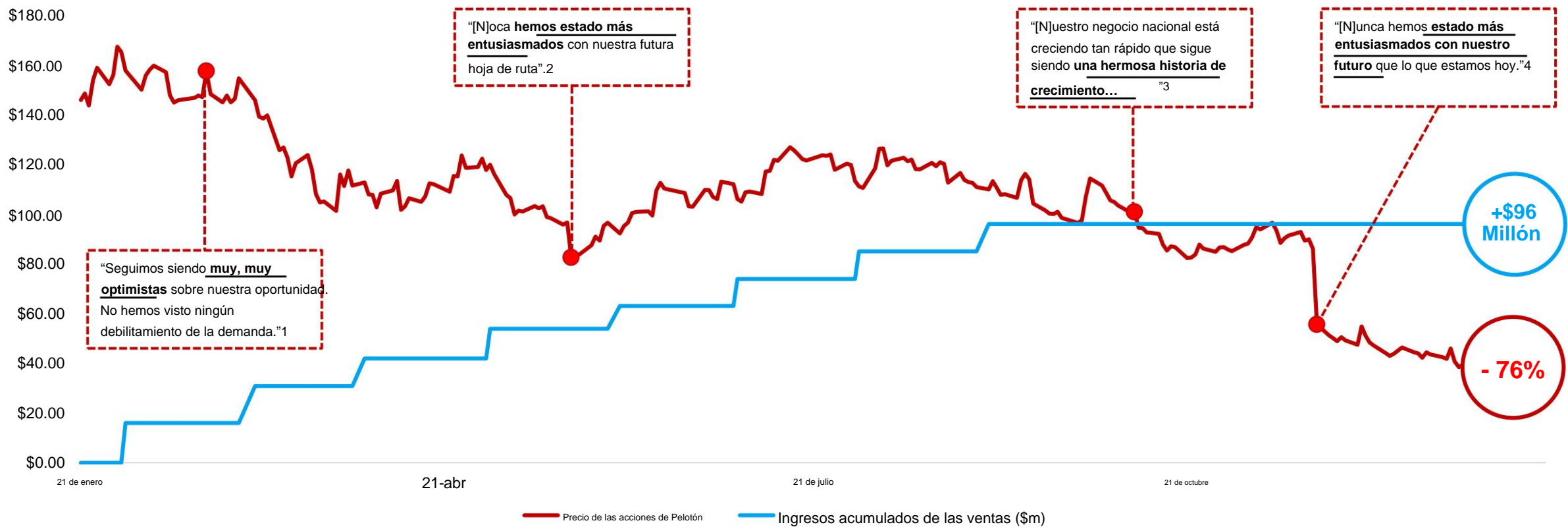
“[E]s solo que... la dinámica es un poco incómoda con Jill y John”.

- Tim Shannehan, jefe global
Oficial de ventas²

DESALINEACIÓN DE INTERESES: VENTA EXCESIVA

Mientras manejaba con un optimismo desenfrenado, el Sr. Foley vendió casi \$100 millones en acciones de Peloton en 2021

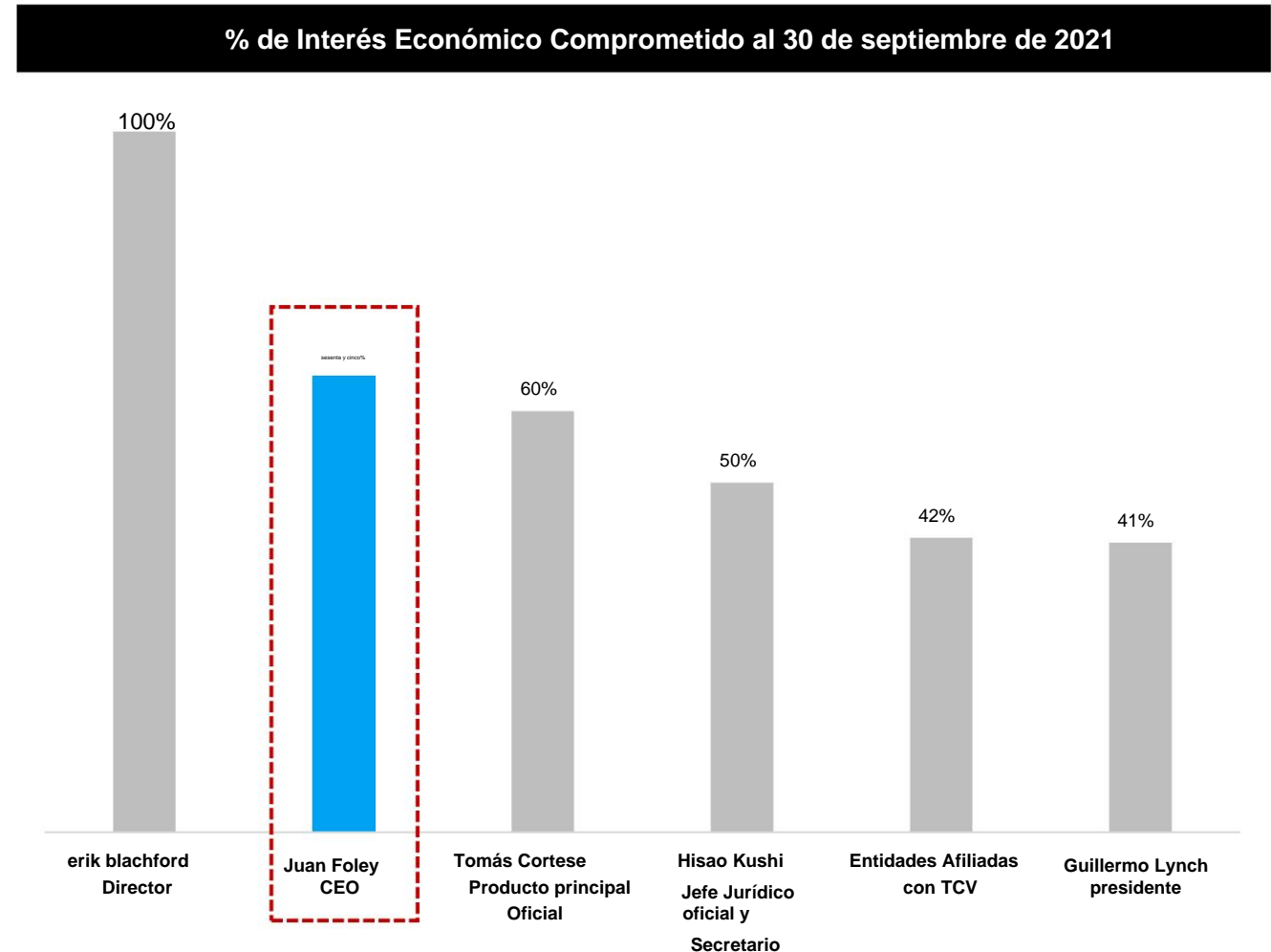
Precio de las acciones de Peloton frente a los ingresos acumulados de las ventas de acciones de John Foley en 2021



1. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q2 2021.
2. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q3 2021.

3. Transcripción de la conferencia Peloton Interactive Goldman Sachs Comunicacopia.
4. Transcripción de la llamada de ganancias de Peloton Interactive Q1 2022.

- ÿ El Sr. Foley y otras cinco personas con información privilegiada han **prometido una gran parte de sus acciones de Peloton**
- ÿ La pignoración es problemática porque **puede conducir a ventas forzadas de acciones** en caso de una llamada de margen y **acelerar una espiral descendente** en el precio de las acciones.
- ÿ Las promesas también **parecen violar la Política** de tráfico de información privilegiada de Peloton.



Foley ha perdido credibilidad internamente, lo que ha llevado la moral de los empleados a un mínimo histórico.

“La moral está en su punto más bajo. La Compañía está girando muy rápido.”¹

Bloomberg²

Business | Legal

Peloton's Extreme Sales Quotas Shortchanged Workers, Lawsuit Says

By Chris Dolmetsch

January 28, 2022, 12:41 PM EST

LAW|STREET³

Peloton Hit con Minnesota Wage y Acción colectiva por horas

por CHRISTINA TABACO
29 de octubre de 2021

Una demanda presentada el miércoles acusa a la empresa de tecnología y acondicionamiento físico Peloton Interactive Inc. de escatimar en los salarios adeudados a algunos empleados por hora.



MarketWatch

Las acciones de Peloton se sumergen aún más después de la oferta pública de acciones de \$ 1 mil millones¹

En la llamada de ganancias del primer trimestre de 2022 de Peloton en 4 de noviembre de 2021, la directora financiera, Jill Woodworth, reiteró que **Peloton no necesitaba capital adicional**



Jill Woodworth, directora financiera de Pelotón

“... no vemos la necesidad de ningún aumento de capital adicional en base a nuestra perspectiva actual.”²

Solo **doce días después**, el 16 de noviembre de 2021, **Peloton anunció una nueva oferta pública de acciones por valor de \$1100 millones³**

“[Peloton] anunció hoy el precio de una oferta pública suscrita de 23,913,043 acciones de su capital social Clase A...”³



Las acciones de Peloton cayeron a un nuevo mínimo de 17 meses en las noticias

Inc.

TECHNOLOGY

Peloton's IPO Filing Reveals Years of Losses, Contradicting the CEO's Previous Claim That It Was 'Weirdly

Profitable The seven-year-old startup reported a net loss of \$245.7 million in fiscal 2019, compared with a loss of \$47.9 million in 2018.

Peloton se negó a comentar sobre la declaración desconcertante de Foley, o su definición de "extrañamente", citando restricciones del período de calma que condujeron a la OPI de la compañía. La compañía dijo el martes que planea cotizar acciones en la bolsa Nasdaq con el símbolo de cotización "PTON".



"Sabes, esta cosa, lo veo claro como el agua, va a ser una de las pocas empresas de un billón de dólares... No veo ninguna otra manera de que no valgamos una valoración asombrosa"¹

"Hemos construido un equipo que creo que es listo para dirigir una empresa de 500.000 millones de dólares. Elige un número. Un equipo de liderazgo al estilo FAANG"²

"Veo un par de cientos de millones de personas en la plataforma Peloton en 15 años".²

Las estimaciones de alto crecimiento están en desacuerdo con el entorno de demanda actual y erosionan aún más la confianza de los inversores

• El Sr. Foley afirmó una vez que Peloton podría llegar a “un par de cientos de millones” de miembros en 15 años¹

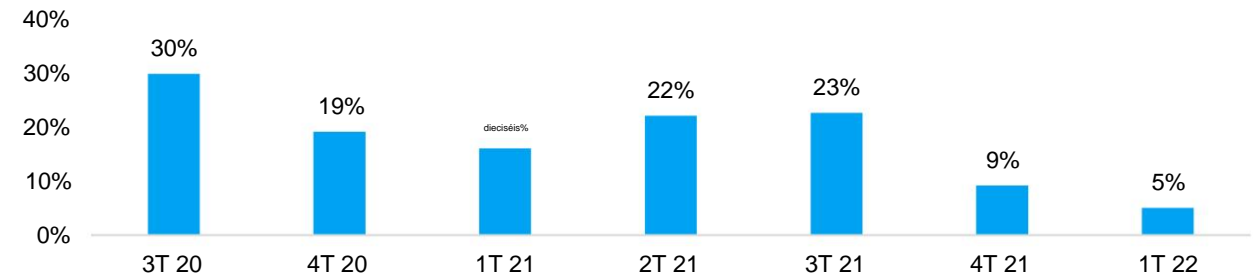
• Alcanzar el objetivo del Sr. Foley de 200 millones de usuarios en 2035 requeriría una tasa de crecimiento anual compuesto de más del 30 % durante los próximos 15 años



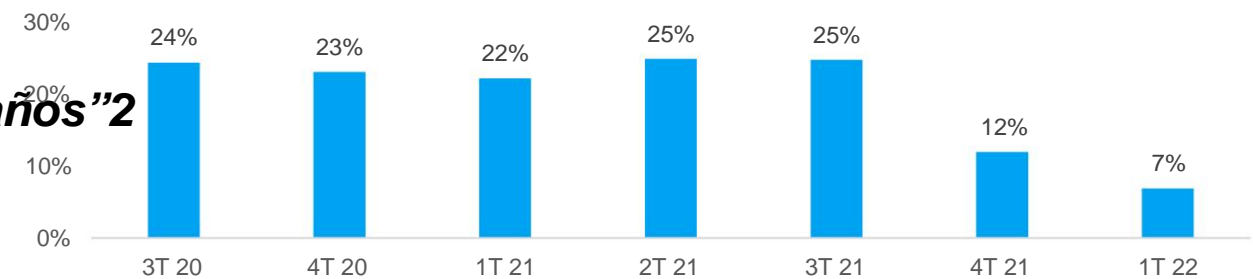
“Seguiremos siendo una empresa de alto o hipercrecimiento en los próximos años”²

– Foley, Llamada de ganancias, 26 de agosto de 2021

Crecimiento trimestral de miembros³



Crecimiento intertrimestral de suscripciones de Connected Fitness³





“Hemos estado discutiendo el hecho de que la gerencia ha estado lanzando entusiasmo a largo plazo al vender más de ~ \$ 700 millones en acciones desde septiembre de 2020”.

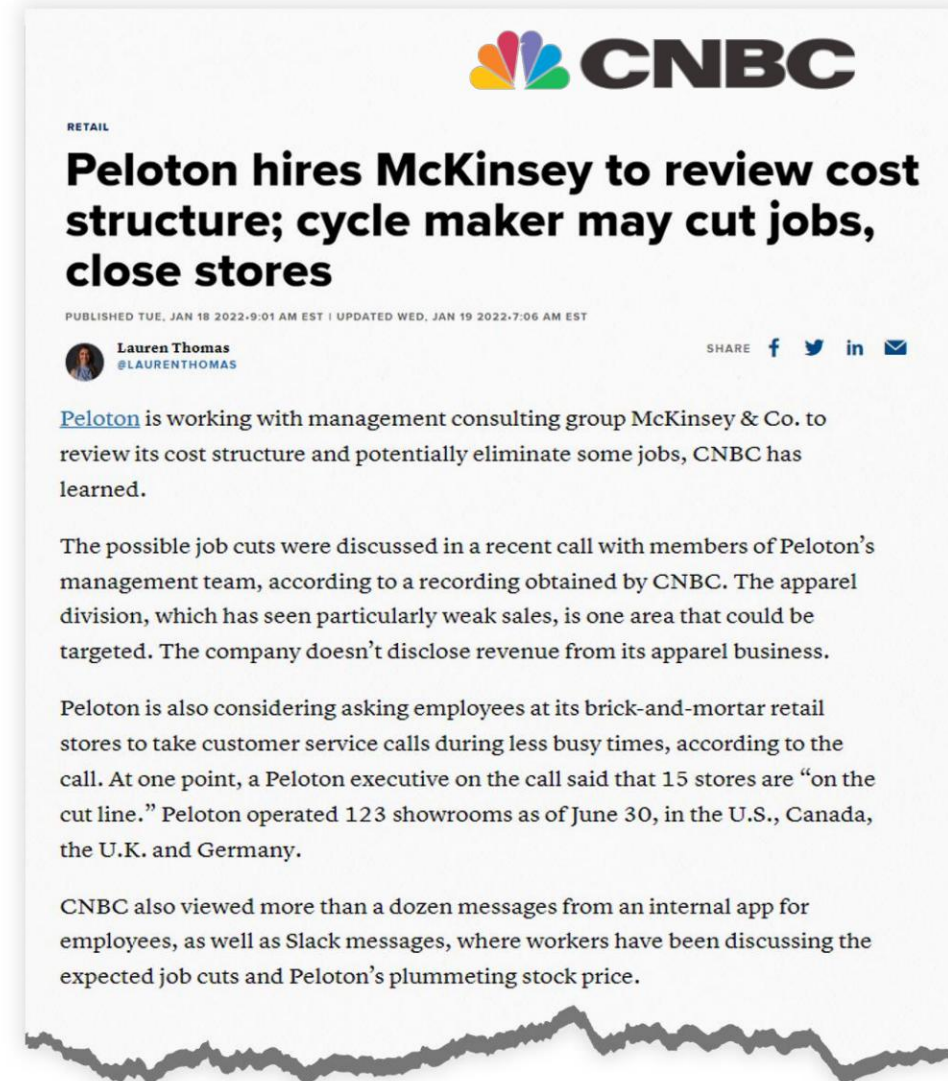
Investigación de acciones de BMO, 20 de enero de 2022



“Se necesitará tiempo para restaurar la confianza de los inversores”

Investigación de acciones de Baird, 20 de enero de 2022

- Aparentemente admitiendo la falta de capacidad, disciplina y experiencia, Foley busca respuestas en personas ajenas
- Contratar a McKinsey es una clara declaración de fracaso
- Incluso si McKinsey es capaz de desarrollar un plan de rescate , no está claro que el Sr. Foley sea capaz de ejecutarlo
- La Compañía necesita un nuevo CEO, en lugar de consultores para rectificar errores del pasado



PELOTON INTERACTIVE, INC.

Peloton's Board & Governance Lack Accountability and Alignment

LA JUNTA DIRECTIVA Y LA GOBIERNA DE PELOTON FALTA DE RESPONSABILIDAD Y ALINEACIÓN

1

Inadecuado

Derechos de los accionistas

ÿ La estructura de gobierno de Peloton **frustra la rendición de cuentas** y carece de protecciones básicas

ÿ Los puntajes de gobierno corporativo de la empresa se encuentran **entre los peores de las empresas estadounidenses**

2

falta de tablero

Independencia

ÿ Los directores tienen **relaciones anteriores o actuales** que perjudican la supervisión efectiva

3

Preocupantes ventas y promesas de información privilegiada

ÿ Insiders han **vendido más de \$700 millones** en acciones desde la salida a bolsa de Peloton

ÿ El valor nominal de **las acciones pignoradas por personas con información privilegiada supera los \$ 500 millones**

4

Desalineación del Ejecutivo Interés Económico

ÿ La estructura de acciones de clase dual de la Compañía **desvincula los intereses económicos de los derechos de voto**

ÿ Los ejecutivos de Peloton controlan más del 75% del poder de voto a pesar de una participación económica de menos del 15%

5

Pago por rendimiento Desalineación y pobre Diseño del Plan de Compensación

ÿ No **existe compensación basada en desempeño** dentro de ninguno de los planes de compensación de ejecutivos

EL GOBIERNO CORPORATIVO DE PELOTON ESTÁ ENTRE LOS PEORES DE AMÉRICA

X

Peloton tiene un Governance QualityScore general de 9/10 y un 10/10, el peor puntaje posible, para los derechos de los accionistas de ISS

X

ISS recomendó contra todos los directores de Peloton para las elecciones en las Reuniones Anuales de 2020 y 2021

X

Peloton tiene la peor puntuación posible en divulgación ambiental y riesgo de gobernanza, y casi la peor puntuación posible en divulgación social y de derechos humanos.

X

El gobierno de Peloton proporciona muy pocos mecanismos para responsabilizar a la Junta

• Una segunda clase de acciones con supervoto (en una proporción de 20 a 1)

• Sin provisión de acceso de proxy

• Sin capacidad para convocar una reunión especial o actuar por consentimiento por escrito

• No hay estándar de voto mayoritario para elegir directores

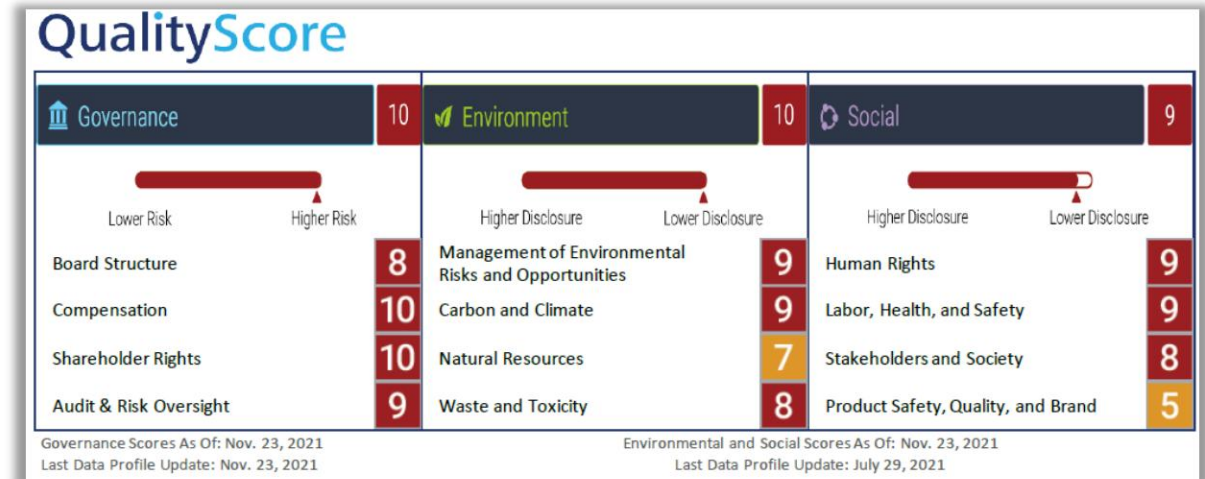
• Estructura de la Junta de Clasificados

• Las enmiendas a los estatutos requieren un voto de mayoría calificada



Nivel de calidad
10 = riesgo más alto posible

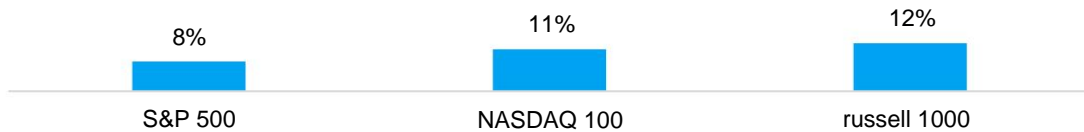
Governance	10
Environment	10
Social	9



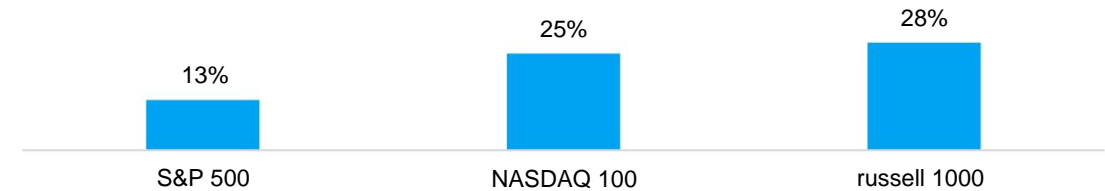
LAS PRÁCTICAS BÁSICAS DE GOBERNANZA DE PELOTON ESTÁN DESCONTINUADAS

El gobierno de Peloton no está en línea con los pares o la práctica del mercado

% de empresas con acciones de doble clase con voto desigual



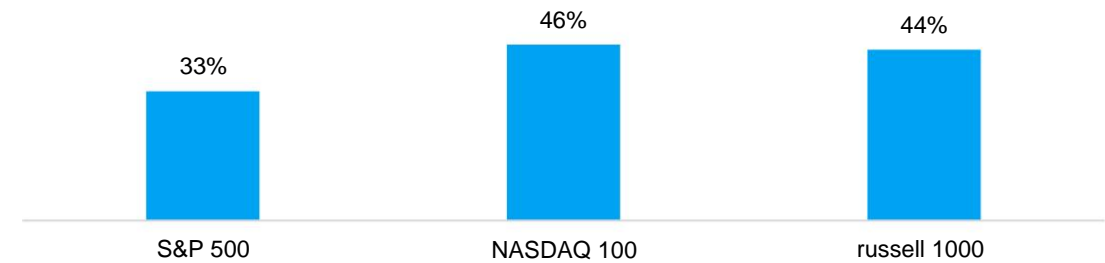
% de Empresas con Directorio Clasificado



% de empresas sin estándar de votación mayoritaria para las elecciones de directores



% de empresas que no permiten a los accionistas convocar a asambleas extraordinarias



A LA JUNTA DIRECTIVA DE PELOTON LE FALTA VERDADERA INDEPENDENCIA

Blachford fue presidente y CEO de Expedia e IAC Travel al mismo tiempo Foley era presidente y director ejecutivo de Evite, mientras que ambos eran propiedad de IAC



erik blachford



jay hoag



Pamela Tomás graham



Juan Foley



Lynch fue director ejecutivo de Barnes & Noble mientras Foley era presidente de comercio electrónico



Guillermo Lynch



Hoag y Callaghan son inversores de capital de riesgo que forman parte de la Junta de Zillow



La Sra. Thomas Graham y la Sra. Boone se desempeñan actualmente como directoras



Callaghan es miembro gerente de True Ventures, que lideró la Serie Peloton C en 2015



jon callaghan





El fondo de capital de riesgo de Callaghan lideró Modern Serie A de Animal, donde Karen Boone es miembro de la Junta






karen boone

LA JUNTA NECESITA SER ACTUALIZADA

A lo largo de todos los ciclos electorales como empresa pública, ISS no ha recomendado votar por **NINGÚN** director

Director	EI Recomendación
<p>jon callaghan <i>Director independiente</i></p> 	RETENER
<p>jay hoag <i>Director independiente</i></p> 	RETENER

Director	EI Recomendación
<p>erik blachford <i>Director independiente</i></p> 	RETENER
<p>Borrador de Howard <i>Ex-Director Independiente</i></p> 	RETENER
<p>pamela thomas-graham <i>Director independiente</i></p> 	RETENER

Los ejecutivos de Peloton han obtenido cientos de millones de dólares en ganancias por la venta de sus acciones.

Desde la salida a bolsa, la gerencia de Peloton y la junta ha **vendido más de \$ 700 millones en acciones** mientras mantiene un poder de voto descomunal a través de sus acciones de Clase B; vendieron **\$ 500 millones solo en 2021**

WEALTH

Peloton insiders sold nearly \$500 million in stock before its big drop, SEC filings show

PUBLISHED WED, JAN 19 2022-10:35 AM EST | UPDATED WED, JAN 19 2022-12:04 PM EST

Robert Frank
@ROBFRANK

SHARE f t in e

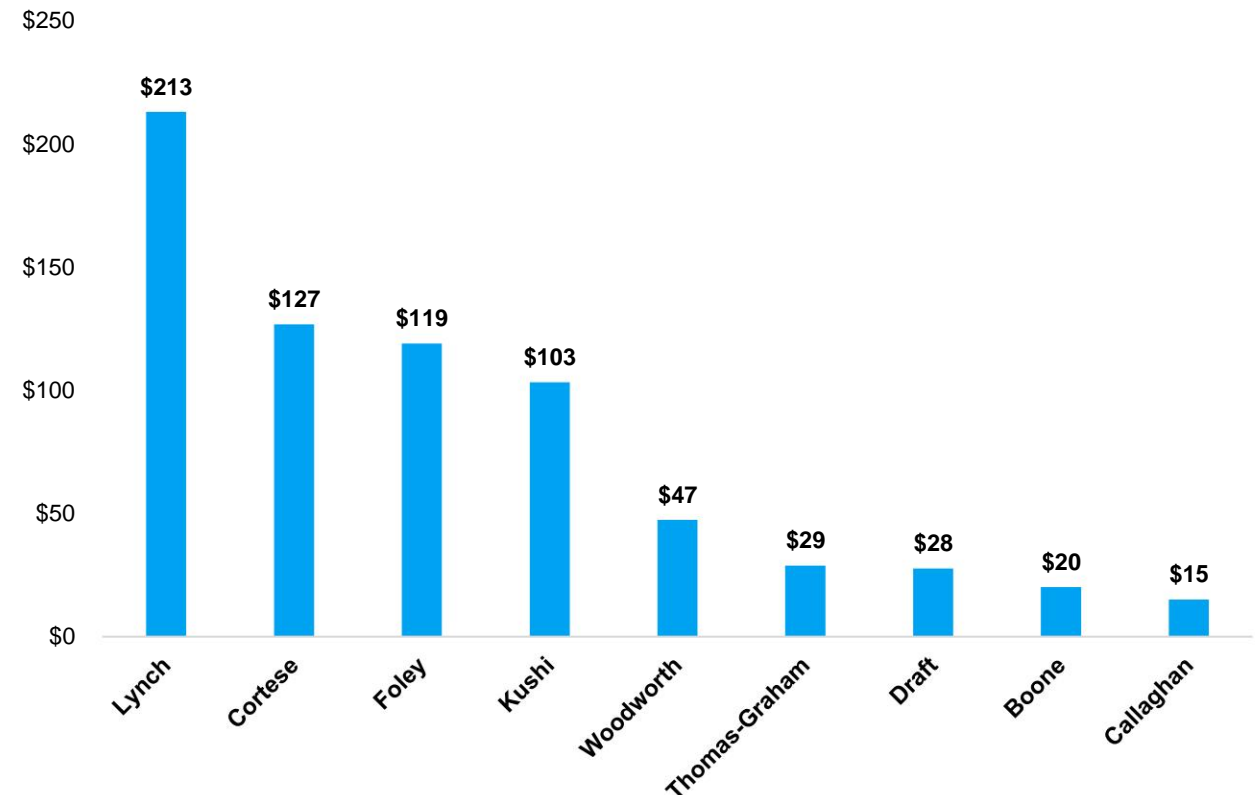
KEY POINTS

- Peloton executives and insiders sold nearly \$500 million worth of their stock before its big decline, according to SEC filings.
- Much of the selling started when shares surged past \$80 in the fall of 2020. The sales gained momentum in 2021 as the stock held above \$100.
- John Foley, the CEO and co-founder, sold \$119 million worth of stock starting in November 2020, according to SmartInsider. Others included the president William Lynch and Hisao Kushi, co-founder and chief legal and culture officer.

Closing
UP NEXT: Fa

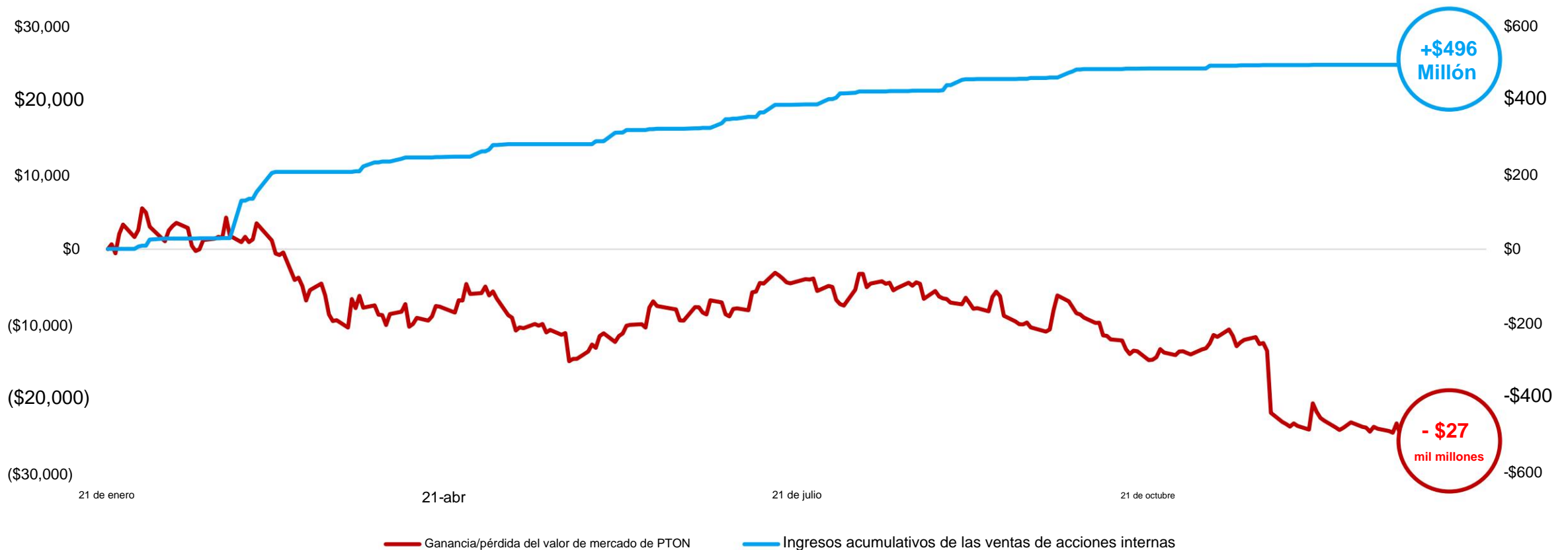
CNBC

Ingresos por ventas de acciones desde la oferta pública inicial (\$ en millones)¹



PREOCUPANTES VENTAS Y GARANTÍAS POR PARTE PRIVILEGIADA (CONTINUACIÓN)

En 2021, los expertos de Peloton se enriquecieron vendiendo acciones a medida que el valor de mercado de la empresa se desplomaba, generando casi \$500 millones en ingresos para ellos mismos.



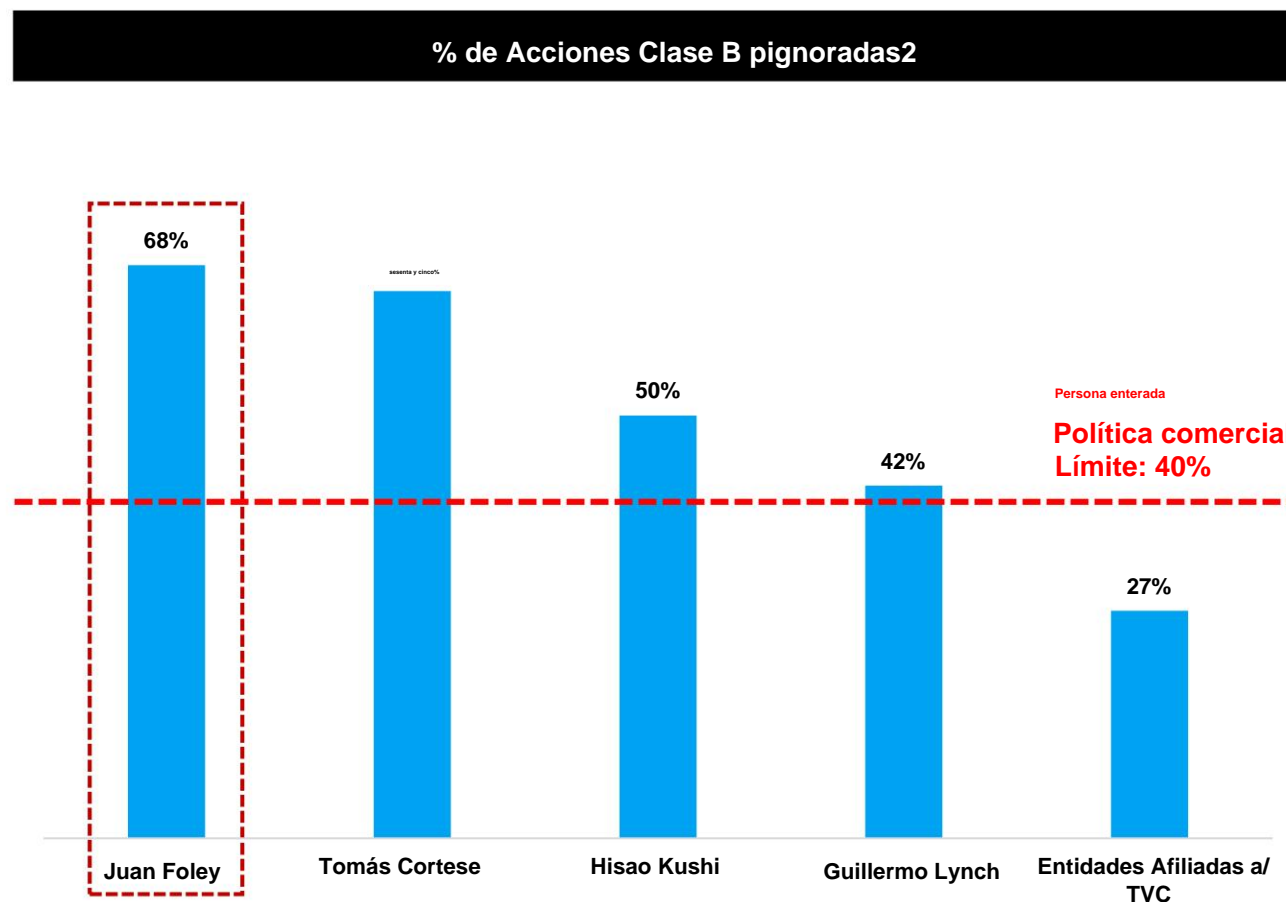
• Al 30 de septiembre, los ejecutivos de Peloton se habían comprometido aproximadamente 6 millones de acciones con un valor nominal de más de \$500 millones¹

• La pignoración de acciones de la empresa por parte de directores o funcionarios ejecutivos puede representar un riesgo sustancial para los accionistas externos.

• Entidades afiliadas a TCV – de las cuales el director Jay Hoag es un Socio general: tiene el 27% de sus acciones de Clase B y un increíble 89% de sus acciones de Clase A comprometidas

• La Compañía cuenta con una Política de Abuso de Información Privilegiada que, aunque extremadamente liberal, pretende restringir las promesas de contribuciones, por lo que la Junta aparentemente es consciente del riesgo

• Sin embargo, parece que esta política se aplica de forma poco estricta, ya que John Foley, William Lynch, Thomas Cortese y Hisao Kushi parecen estar violando la política.



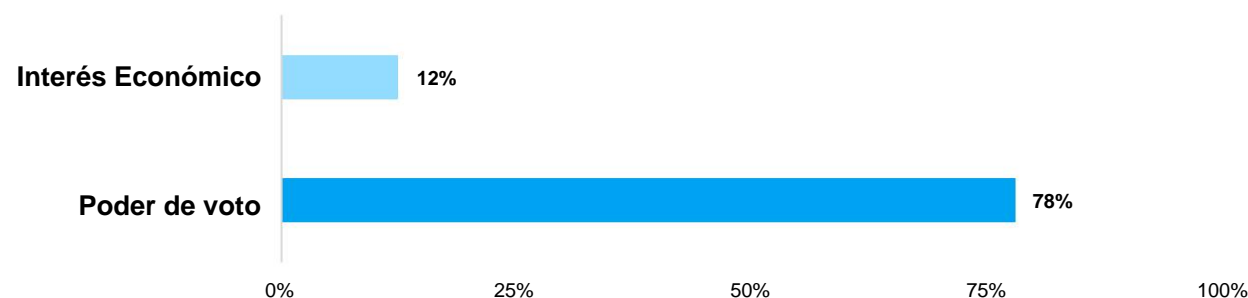
El poder de voto de los cinco principales ejecutivos de Peloton es muy desproporcionado con respecto a su interés económico en la empresa .

• Los ejecutivos de la Compañía controlan más del 75% del poder de voto, a pesar de tener solo una participación económica en Peloton de aproximadamente el 12%

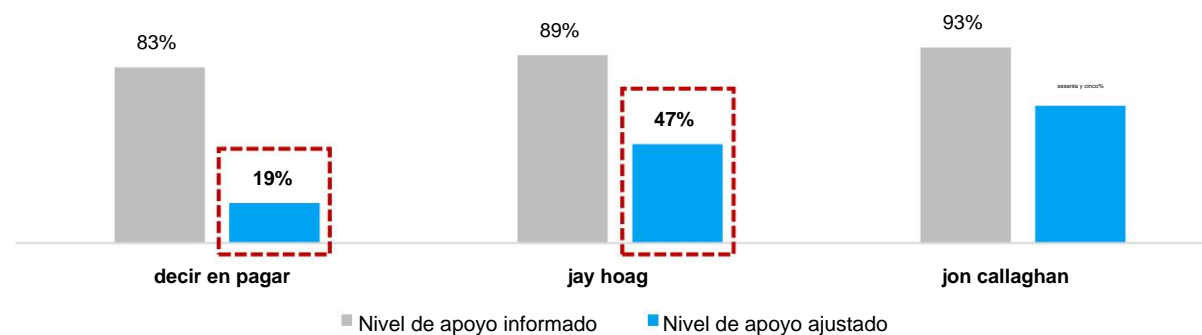
• Como resultado, las reuniones anuales de Peloton son esencialmente formalidades; las propuestas con el apoyo de la dirección están garantizadas para aprobar

• Accionistas públicos han expresado profundo descontento

Poder de voto de los ejecutivos vs. interés económico¹



Informe de la reunión anual de 2021 frente a resultados de votación ajustados²



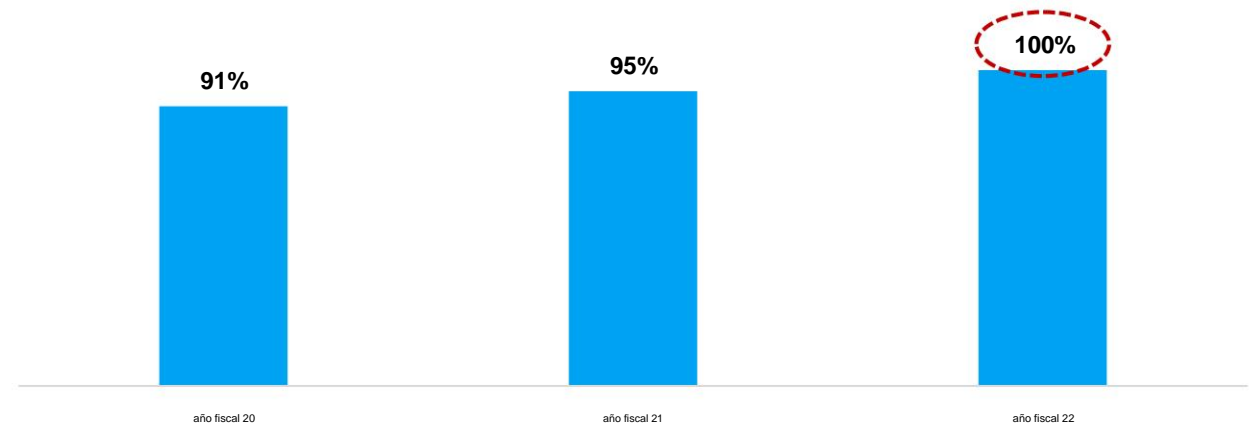
• Históricamente, la estructura de compensación de Peloton estaba muy inclinada hacia las adjudicaciones de acciones basadas en el tiempo.

• La Compañía caracteriza estas adjudicaciones como "variables", pero las adjudicaciones de capital (opciones y RSU) se basan completamente en el tiempo, sin criterios de adjudicación basados en el desempeño.

• Peloton permite a los ejecutivos elegir RSU en lugar de opciones, asegurando de manera efectiva que los ejecutivos de Peloton recibirán un valor sustancial de sus adjudicaciones de capital, independientemente de si el valor de las acciones de Peloton aumenta

• Increíblemente, en el primer trimestre del año fiscal 2022, **El comité de compensación de Peloton eliminó el último vestigio de compensación basada en el desempeño** de la Programa de pago de la empresa al eliminar el plan de bonos en efectivo para el año fiscal 2022

Salario base + Equidad basada en el tiempo como % de la oportunidad de compensación total del director ge



Otros aspectos negativos del programa de compensación de la empresa incluyen:

- La política permisiva permite a los ejecutivos comprometer hasta el 40% de sus participaciones accionarias
- Política de recuperación insuficiente
- Sin requisitos de propiedad de acciones ejecutivas

LA JUNTA DIRECTIVA DE PELOTON NECESITA SER RECONSTITUIDA Y MEJORAR SU GOBIERNO

Dada la magnitud de las fallas de gobierno de Peloton, creemos que se necesita una acción urgente para reconstituir la Junta

- Creemos que la Junta debe **comenzar de inmediato a buscar nuevos directores totalmente independientes** sin vínculos previos con la Junta actual y el equipo de administración.
- Instamos a la Junta a que insista en colapsar la estructura de clase dual para permitir "una acción, un voto", que creemos que es un principio fundamental del buen gobierno corporativo y especialmente importante en una empresa de bajo rendimiento como Peloton
- **La Junta también debe renovar los programas de compensación de ejecutivos de la empresa** mediante la introducción de factores desencadenantes de compensación basados en el desempeño, de modo que al menos el 50 % de la compensación de cada ejecutivo se base en el desempeño.

Nuevos consejeros independientes con relevantes las habilidades deben agregarse a la Junta

• Fusiones y adquisiciones

• **Gestión de la cadena de suministro**

• **Logística**

• **Operaciones**

• **Asignación de Capital**

PELOTON INTERACTIVE, INC.

The Board Should Immediately Put Peloton Up For Sale

La Junta debe examinar de inmediato una venta de la empresa al mejor postor

- **Las fallas administrativas y operativas** han reducido la calificación de las acciones de Peloton de una valoración múltiple de SaaS alta a una valoración múltiple de hardware baja.
 - Quema de efectivo en curso, balance general restringido, costo de capital significativamente más alto y estructura de costos significativamente inflada con exceso
la capacidad de fabricación influirá en la valoración de la empresa y limitará su capacidad para ejecutar un cambio rápido
 - Las acciones de Peloton permanecerán en la caja de penalización durante muchos trimestres y probablemente continuarán cotizando con un descuento de valoración significativo
- La gerencia de Peloton **y la Junta han perdido credibilidad** con los inversionistas
 - Incluso con una nueva administración, las acciones tardarán años en recuperar un múltiplo de crecimiento razonable
 - Un nuevo equipo de gestión competente necesitará de 6 a 12 meses para evaluar los problemas y otros 1 a 2 años para solucionarlos.
- La base de suscriptores premium y de alta calidad representa **un valor estratégico significativo** para una gran cantidad de compradores potenciales

PELTON ES UN ACTIVO ESTRATÉGICAMENTE VALIOSO PARA MÚLTIPLES PRETENDIENTES

Oportunidades significativas de creación de valor

- Paquete con suscripción existente y servicios de transmisión (por ejemplo, Plug and Play)
- Menor costo de adquisición en conjunto entidad
- Posibilidad de subir los precios de las suscripciones.
- Ahorros significativos en gastos de venta, generales y administrativos
- Sinergias en distribución y logística

- La plataforma de fitness interactiva más grande del mundo con marca y contenido premium
- La base de suscriptores comprometidos con baja rotación crea un fuerte flujo de ingresos recurrentes
- Gran mercado direccionable en las primeras entradas de penetración en el mercado
- Poder de fijación de precios no realizado
- Efectos de red del ecosistema
- Oportunidades significativas de creación de valor

UN PROCESO DE VENTA PROBABLEMENTE ATRAERÁ A VARIOS POSTORES ESTRATÉGICOS


Company Report

February 6, 2022

Rating: **OUTPERFORM**

Price: **\$172.39**

12-Month Price Target: **\$200.00**

Analysts:
 Daniel Ives
 212-344-2073
 Dan.Ives@wedbush.com
 John Katsingris
 212-931-7097
 John.Katsingris@wedbush.com

Company Information

Market Cap (M)	\$2,630,202
Enterprise Value (M)	\$2,550,404
Shares Outstanding (M)	16,519.3
52-Week Range	\$116.21 - \$182.94

Revenue (M)	In \$
FYE Sep 2021A	2022E
Q1 Dec	111,439 0A223,943 0A133,779 0E
Q2 Mar	89,584 0A 90,869 0E 93,073 6E
Q3 Jun	81,434 0A 83,711 2E 89,245 3E
Q4 Sep	83,360 0A 88,170 6E 93,239 9E
Year*	365,817 0A386,696 28413,156 5E

EPS	In \$
FYE Sep 2021A	2022E
Q1 Dec	1.62A 2.10A 2.09E
Q2 Mar	1.46A 1.88E 1.92E
Q3 Jun	1.30A 1.22E 1.38E
Q4 Sep	1.24A 1.37E 1.48E
Year*	5.61A 6.18E 6.28E
P/E	30.7x 28.2x 27.6x

Pricing data provided by Thomson Reuters.
*Numbers may not add up due to rounding.


www.wedbush.com

Page 1

6 de febrero de 2022

Wedbush emitió un informe de investigación que destaca varias razones por las que Peloton sería una opción estratégica sólida para Apple

“Para Cook & Co., adquirir Peloton sería un gran golpe estratégico y catalizaría las agresivas iniciativas de salud y acondicionamiento físico de la compañía en los próximos años”.




Peloton surges on reports of buyout interest from Amazon, Nike

f

t

✉



FILE PHOTO: A Peloton exercise bike is seen after the ringing of the opening bell for the company's IPO at the Nasdaq Market site in New York City

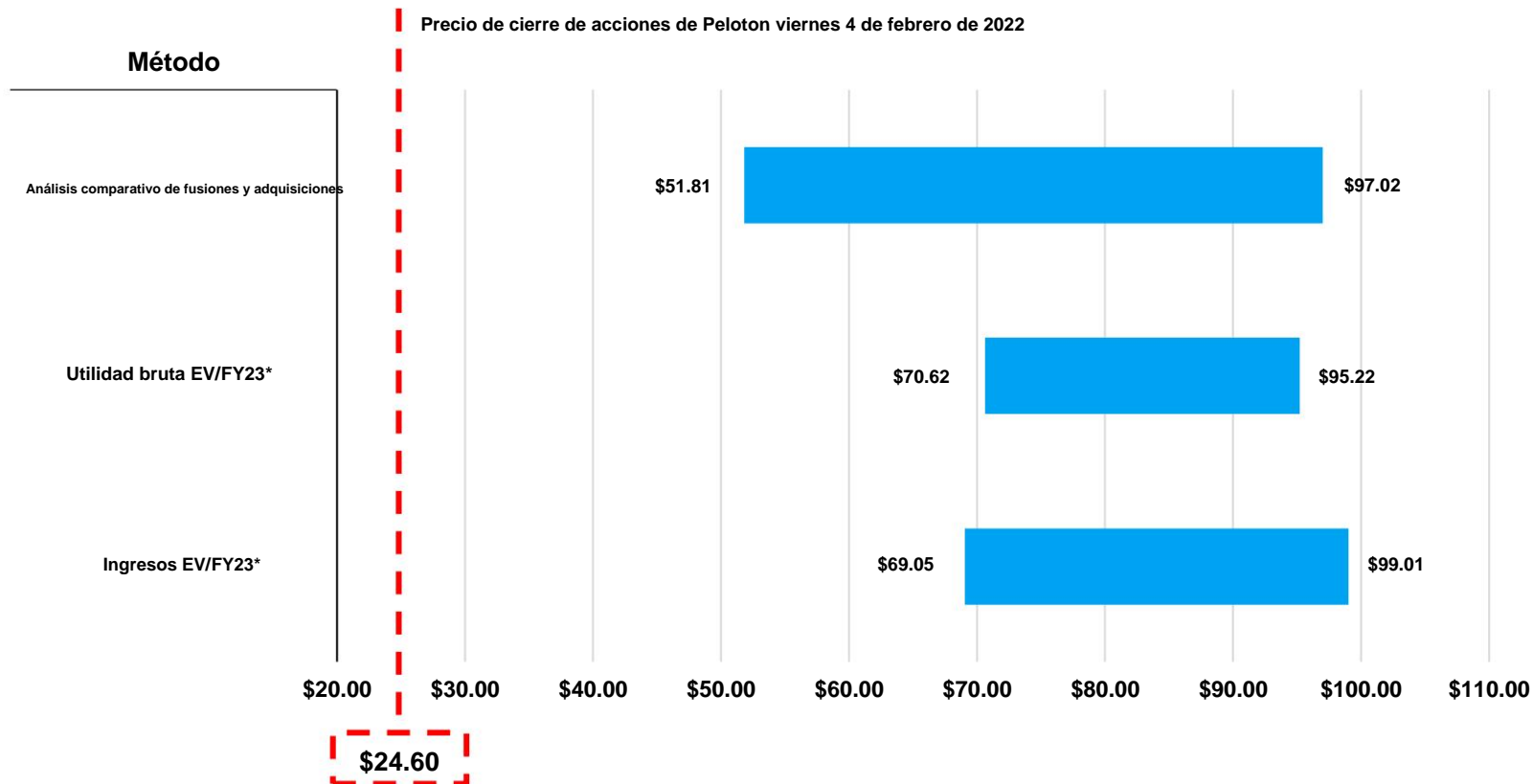
ADQUISICIONES ESTRATÉGICAS POTENCIALES PARA PELOTON

	Base de suscriptores de PTON Valioso	Salud existente y negocio de la aptitud	Sinergias de costos	Puede reducir el costo de adquisición de clientes.	Complementario Hardware/Usables	Habilidad para vender Productos adicionales
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	8	ÿ
	ÿ	8	ÿ	ÿ	ÿ	ÿ

EL VALOR JUSTO DEL PELOTÓN EN UNA VENTA ES DE AL MENOS \$65 POR ACCIÓN

Valor ilustrativo de Peloton utilizando innumerables métricas de valoración

Supuestos clave de fusiones y adquisiciones



• 3,3 millones de fitness conectado

suscriptores antes del año fiscal 30/06/23

• 1,3 millones de suscriptores digitales para el año

fiscal 30/06/23

• **Low End:** El análisis aplica el precio

por suscriptor que Google pagó para adquirir Fitbit en 2019 a lo Conectado

Base de abonados Fitness y aplica un 25% de descuento sobre el mismo precio por abonado a la base de abonados Digital

• **High End:** el análisis aplica el precio por









suscriptor que pagó Lululemon para adquirir Mirror to the Connected

Base de suscriptores Fitness y aplica valor cero a la base de suscriptores Digital

LOS COMPRADORES ESTRATÉGICOS PODRÍAN PAGAR FÁCILMENTE \$ 75 / ACCIÓN

• A una compra de \$75 por acción precio, la adquisición de Peloton beneficiaría a muchos compradores estratégicos con suposiciones de penetración y venta cruzada muy modestas

• Amazon, por ejemplo, necesita solo una penetración del 2,3% de sus suscriptores Prime para que la adquisición sea acumulativa




	Suscriptores	Conversión de Subs existentes Requerido para Acumulación de valor	Creación de Valor al 2.5% de Penetración de Suscriptores	Creación de valor en 5% Penetración de Suscriptores
	222mm	1,3%	\$ 42 mil millones	\$ 84 mil millones
	180mm	0,3%	\$ 45 mil millones	\$ 91 mil millones
	172mm	2,3%	\$ 24 mil millones	\$ 49 mil millones
	118mm	3,0%	\$ 18 mil millones	\$ 36 mil millones
	74mm	5,2%	\$ 11 mil millones	\$ 21 mil millones
	47mm	20,6%	\$ 3 mil millones	\$ 5 mil millones
	44mm	8,1%	\$ 7 mil millones	\$ 14 mil millones
	35mm	17,2%	\$ 3 mil millones	\$ 6 mil millones

PELOTON INTERACTIVE, INC.

Conclusion

CONCLUSIÓN

Se necesitan medidas urgentes para proteger el valor de los accionistas

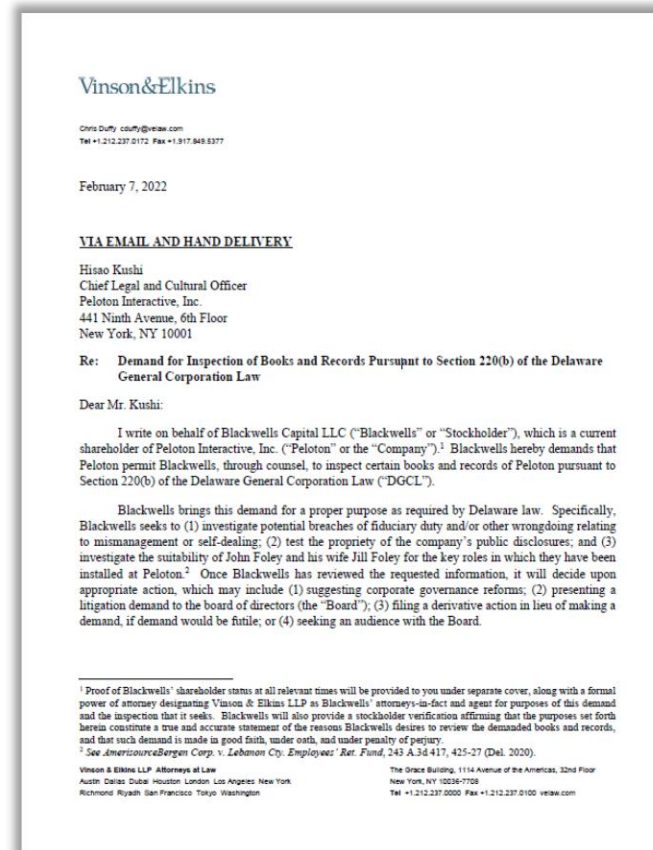
Asunto	Consideraciones clave	Elemento de acción	¿Cuándo?
<p>Peloton ha sido terriblemente mal administrado, con un entusiasmo desenfrenado que ha tomado el lugar de un liderazgo disciplinado .</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Fallas en la gestión de precios, seguridad del producto, capacidad de fabricación, capital asignación, bienes inmuebles, gastos de venta, generales y administrativos, productividad y cultura • Desalineación significativa de intereses entre la gerencia y los accionistas 	<ul style="list-style-type: none"> • Director ejecutivo de bomberos, John Foley • Directora financiera de bomberos, Jill Woodworth 	
<p>Peloton vale significativamente más para un adquirente estratégico que como un negocio independiente, especialmente dado el difícil cambio que se avecina.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Peloton independiente se enfrenta a un camino difícil, especialmente dada la pérdida total de credibilidad de su equipo de gestión con los inversores • Mientras tanto, compradores estratégicos en medios, tecnología, artículos deportivos y los negocios de suscripción encontrarían a Peloton como una adquisición atractiva, con muchas fuentes de sinergia 	<ul style="list-style-type: none"> • Ejecutar proceso de alternativas estratégicas 	
<p>Los accionistas mayoritarios de Peloton han perdido el mandato de controlar el La empresa y su directorio necesitan nuevas perspectivas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Habiendo perdido \$40 mil millones de valor para los accionistas en el último año, los accionistas ya no quieren que el Sr. Foley controle la Compañía; su mandato se ha visto erosionado por un desempeño deficiente • La Junta está demasiado cerca del Sr. Foley y los accionistas agradecerían nuevos directores, seleccionados con el aporte de los accionistas del mercado público • Se debe mejorar la gobernanza para proporcionar una mejor rendición de cuentas 	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminar la votación de doble clase • Cambiar la composición de la Junta • Mejorar la gobernanza 	

LOS ACCIONISTAS MERECEAN MÁS INFORMACIÓN

Blackwells ha presentado una demanda formal para inspeccionar los libros y registros de Peloton para los siguientes propósitos:

- Investigar posibles incumplimientos del deber fiduciario, mala gestión y otras violaciones de la ley por parte de los miembros de la Directorio y administración de la Compañía en relación con:
- Prueba de la veracidad de las declaraciones de los Directores y Dignatarios con respecto a los ingresos, las ganancias y el inventario
- Probar la idoneidad de las divulgaciones públicas de la Compañía con respecto a la seguridad de sus productos Tread y Tread+
- Investigar la idoneidad del Sr. Foley y la Sra. Foley para el cargo

La demanda de Blackwells de inspeccionar los libros y registros de Peloton





BW

BLACKWELLS CAPITAL

CONTACT INFORMATION

Daniel W. Lawrence
Chief Operating Officer & Portfolio Manager

W. Gage Holzauer
Executive Director | Investments

Investor Relations
IR@blackwellscap.com

Media Relations
Gagnier Communications
Dan Gagnier / Jeffrey Mathews
646-569-5897
Blackwells@gagnierfc.com



Empresa: MP Materials Corp.
Industria: Minería
Precio (cierre 2/2/22): US\$ 39,36/acción

NYSE: MP
URL: <https://mpmaterials.com/>
Capitalización de mercado: ~US\$ 8 mil millones

Tabla de contenido:

1. LOS REGISTROS DE ADUANAS CHINAS MUESTRAN UN SOBREPAGO DE SHENGHE A MP... p. 2
2. MP BENEFICIOS DE 2021 INFLADOS ARTIFICIALMENTE POR NEGOCIOS CON PARTES RELACIONADAS... p. 3
3. ESTUDIO INDEPENDIENTE ENCONTRÓ EL ÓXIDO DE MP ECONÓMICAMENTE INVIABLE... p. 4
4. LOS REGISTROS DE ADUANAS DE EE. UU. MUESTRAN ENVÍOS DE: CHINA A LONG BEACH?!? ... pags. 6
5. US\$ 400+ MILLONES DE MP VENTAS INSIDER EN 2021... p. 8
6. BENEFICIOS DE SHENGHE... pág. 9
7. REFLEXIONES FINALES... p. 10

MP Materials Corp. ("MP" o la "Compañía") posee y opera la mina Mountain Pass en California. Shenghe Resources Holdings Co., Ltd. ("Shenghe") (CH: 600392) es una refinera y productora de metales de tierras raras de propiedad estatal china que cotiza en bolsa y co-invirtió junto con JHL Capital Group LLC ("JHL") y QVT Financial LP. ("QVT")

(las tres partes colectivamente "MP Insiders") para comprar la mina Mountain Pass y salir de la bancarrota en 2017.

Shenghe es una parte relacionada de MP, posee el 8 % de las acciones de MP y es un cliente de ~100 % de MP que tenía derechos sobre el 100 % de la producción de MP y el 100 % de los ingresos netos de MP hasta que Shenghe recuperó completamente su inversión.

Creemos que desde el 2T'21, MP y Shenghe ejecutaron un **esquema abusivo de manipulación de precios de transferencia** mediante el cual Shenghe pagó en exceso por los concentrados de MP para inflar artificialmente las ganancias de MP. El esquema de 2021 coincidió convenientemente con el vencimiento del bloqueo de información privilegiada de SPAC para que MP Insiders pudiera vender acciones de MP a precios inflados artificialmente.

Como resultado, **las ganancias de Shenghe se derrumbaron, las ganancias de MP se dispararon y MP Insiders se deshizo** de más de 400 millones de dólares estadounidenses en acciones de MP en 2021 (esta cifra puede aumentar mientras esperamos los cambios informados anualmente por Shenghe en las participaciones de MP).

La evidencia de manipulación de precios de transferencia apareció por primera vez en los registros de aduanas chinos del 2T'21 y en las divulgaciones del segmento de resultados trimestrales chinos de Shenghe. Los registros de la aduana china muestran que el segundo trimestre de 2021 fue la primera vez que Shenghe pagó MP por encima del precio de mercado en comparación con el precio de reventa informado por Shenghe. Las presentaciones en China de Shenghe muestran que en el 2T'21 y el 3T'21, los márgenes brutos de Shenghe colapsaron al 4 % y al 0,3 %, respectivamente, por debajo del promedio de ~25-30 % desde 2018.

Los resultados de un **estudio de factibilidad económica académica alemán del 3T'19 concluyeron que el mineral de MP no es económicamente viable para cosechar metales de tierras raras**, mientras que 12 de las otras 13 minas de tierras raras bien conocidas fuera de China son económicamente factible a los precios de mercado actuales.

Un conocimiento de embarque presentado el 21 de enero de 2022 en la Oficina de Aduanas de EE. UU. reveló que MP compró a una subsidiaria de Shenghe 19 614 kg de "bastnasite concentrado hts 253090" enviado desde Shanghái, China, a Long Beach, California, EE. UU. El negocio de MP es excavar suelo de California y exportar concentrados de bastnasita a China. MP no revela en ninguna parte de sus presentaciones ante la SEC sobre el procesamiento de muestras de concentrado de bastnasita de terceros de minas de terceros en Mountain Pass California. Entonces, ¿por qué MP importó concentrados de bastnasita de China a California? Solo podemos especular: ¿posible producto devuelto o posible inventario de ida y vuelta?

MP revendió la fallida estrategia de inversión downstream "mine to magnets" de Molycorp para recaudar capital durante una época de mayor interés en la adopción de vehículos eléctricos que resultó en estimaciones de rentabilidad futura poco realistas de los analistas de Wall Street.

Estamos cortos de MP y pensamos que sus acciones van a la baja.

ESTE INFORME DE INVESTIGACIÓN EXPRESA ÚNICAMENTE NUESTRAS OPINIONES. Utilice las opiniones de investigación de Bonitas Research LLC bajo su propio riesgo. Debe hacer su propia investigación y diligencia debida antes de tomar cualquier decisión de inversión, incluso con respecto a los valores que se analizan en este documento. Tenemos una participación corta en acciones de MP (\$MP) y estamos preparados para obtener ganancias significativas en caso de que el precio de dicho instrumento baje. Debido a que este documento ha sido preparado sin considerar los objetivos de inversión, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente específico, ninguna información contenida en este informe debe interpretarse como una recomendación o sugerencia de una estrategia de inversión. Los inversores deben buscar su propio asesoramiento financiero, legal y fiscal con respecto a cualquier decisión relacionada con los valores mencionados en este documento. Este informe y su contenido no pretenden ser y no constituyen ni contienen ningún asesoramiento sobre productos financieros según se define en la Ley de Sociedades de Australia de 2001 (Cth). Consulte nuestro descargo de responsabilidad completo que se encuentra en la última página de este informe.

REGISTROS DE ADUANAS CHINAS MUESTRAN SOBREPAGO DE SHENGHE A MP

En el 2T'21 y el 3T'21, la evidencia muestra que Shenghe pagó a MP por encima de los precios de mercado en comparación con el precio de reventa informado por Shenghe a terceros independientes. Como resultado, las ganancias del segmento de Shenghe colapsaron y las ganancias de MP se dispararon.

Las presentaciones de Shenghe en China revelaron indicadores clave de rendimiento sobre su segmento de concentrados de metales de tierras raras, incluidas las ganancias brutas del tonelaje de concentrados de tierras raras comprado a MP. La Administración General de Aduanas, República Popular China informa en línea el monto de varias importaciones y exportaciones de diferentes productos (<http://43.248.49.97/>).

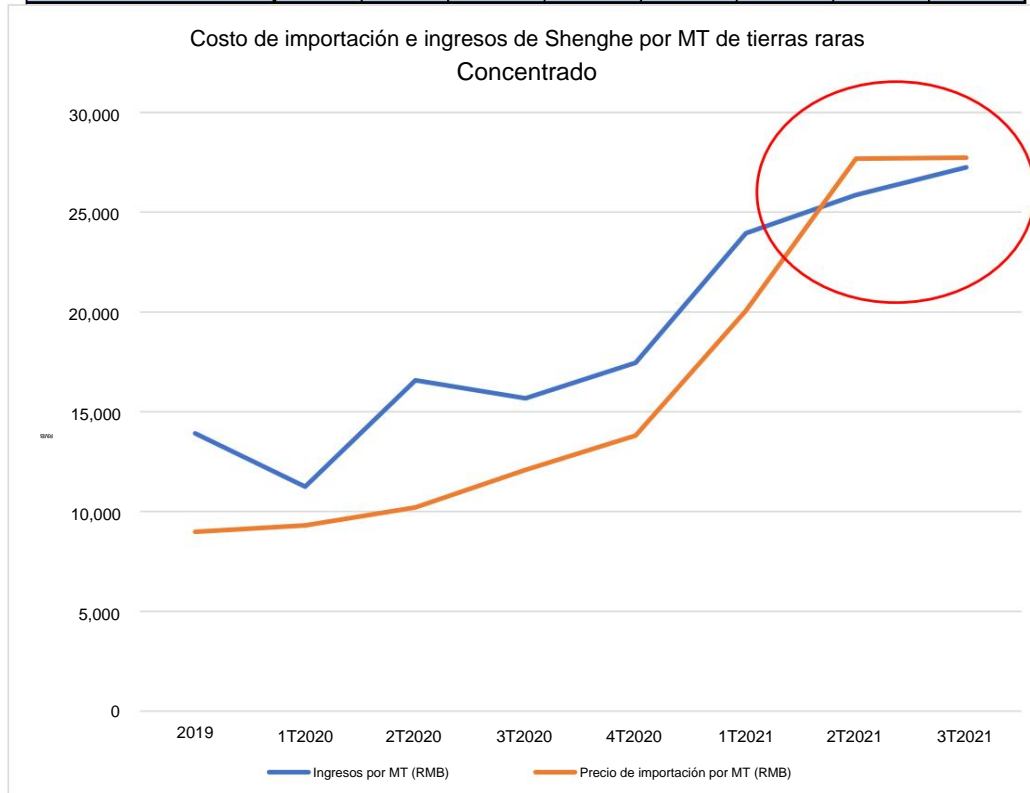


Fuente: <http://www.customs.gov.cn/customs/syx/index.html>

MP es actualmente el único exportador de concentrados de tierras raras de EE. UU., lo que significa que el 100 % de los envíos de concentrados de tierras raras de EE. UU. a China son concentrados de MP enviados desde MP a Shenghe. Los registros de la Aduana china incluyen el peso importado y el valor total enviado que usamos para calcular el precio por tonelada métrica ("MT") pagado por Shenghe a MP. A partir del segundo trimestre de 2021, los datos de la Aduana china y las presentaciones de Shenghe revelaron que el costo de importación por MT de concentrados de tierras raras de Shenghe superó el precio de venta informado de Shenghe, lo que sugiere que Shenghe pagó en exceso por los concentrados MP.

Datos de importación de aduanas chinas frente a ingresos del segmento divulgados de Shenghe

	2019	1T2020	2T2020	3T2020	4T2020	1T2021	2T2021	3T2021			
Cantidad importada de mineral de tierras raras de EE. UU. (MT)	46.149,25	23.088,10		14.586,00		11.366,27	22.366,50	22.171,50	13.386,50		20.338,50
Costo de importación de minerales de tierras raras de EE. UU. (RMB'000)	414,788	214,760		148,908		137,360	308,685	444,725	370,492		564,063
Precio de importación por MT (RMB)	8.987,98	9.301,75	10.208,95	12.084,86	13.801,24	20.058,43	27.676,51	27.733,77			
Shenghe reveló los ingresos por MT (RMB)	13.917,76	11.249,58		16.573,49		15.679,79	17.449,07	23.946,99	25.857,51		27.250,18
% de diferencia	35,4%	17,3%		38,4%		22,9%	20,9%	16,2%	(7,0%)		(1,8%)



*Nota: Los datos de la Aduana china se reportaron en RMB, anulando los efectos de los cambios de divisas. El saldo de inventario a partir del año fiscal 2020 fue inferior al 5 % de la cantidad vendida en el primer trimestre de 2021, lo que indica que la diferencia de tiempo entre la importación y la venta de los concentrados por parte de Shenghe fue pequeña.

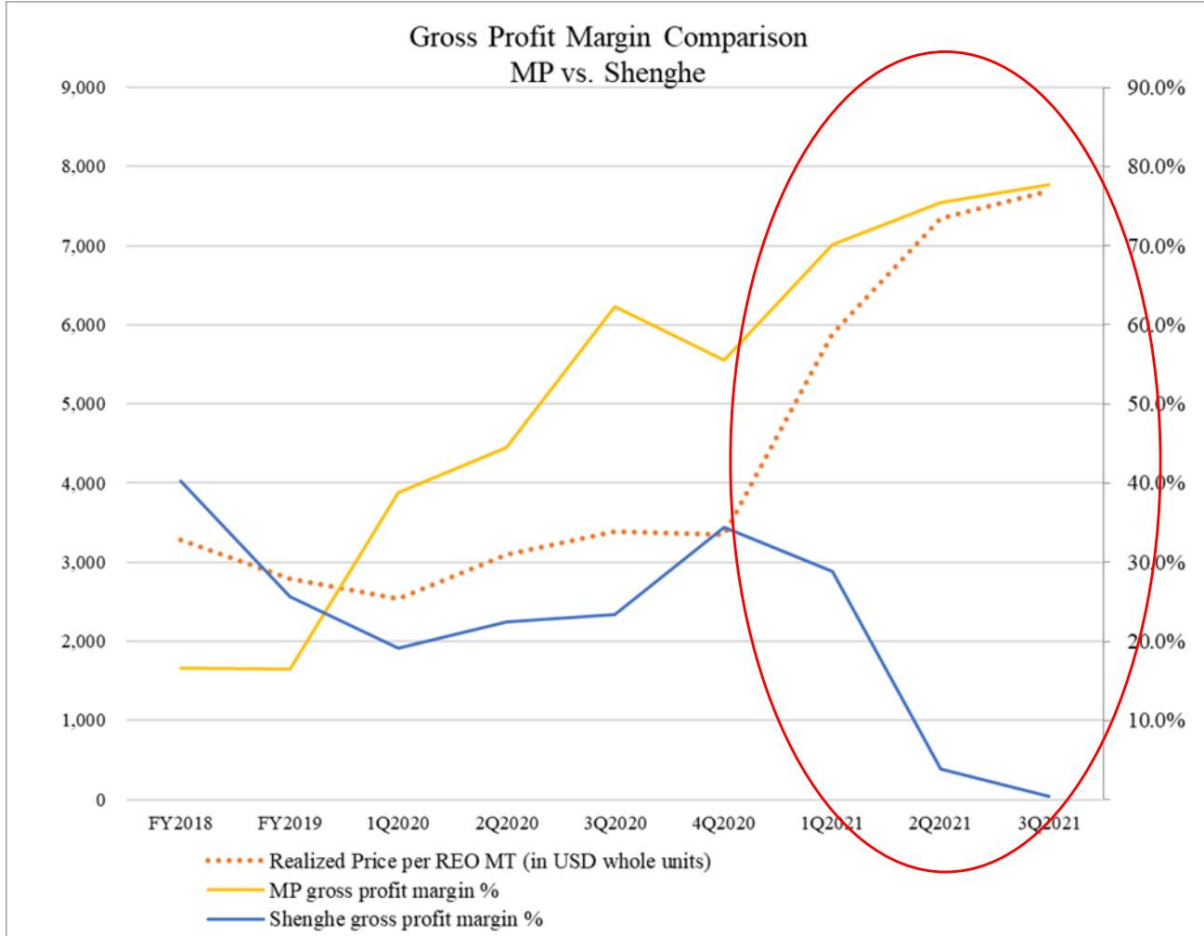
Fuente: Archivos de Shenghe, datos de aduanas chinas <http://43.248.49.97/>

MP BENEFICIOS INFLADOS ARTIFICIALMENTE DE NEGOCIOS CON PARTES RELACIONADAS

En 2021, las ganancias del segmento de Shenghe colapsaron mientras que las ganancias de MP aumentaron.

Las presentaciones en China de Shenghe revelaron ganancias brutas de segmento normalizadas de ~20-30% desde 2018 hasta el 1T'21.

En el 2T'21 y el 3T'21, las ganancias brutas de Shenghe colapsaron al 4 % y al 0,3 % respectivamente, mientras que los márgenes de MP alcanzaron nuevos máximos ya que Shenghe pagó en exceso por los concentrados de MP.



Fuente: Documentos de Shenghe, Documentos de MP (consulte el Apéndice de fuentes)

UN ESTUDIO INDEPENDIENTE ENCONTRÓ QUE EL ÓXIDO DEL PASO DE MONTAÑA ES ECONÓMICAMENTE INVIABLE

En septiembre de 2019, un [estudio de viabilidad económica](#) publicado por investigadores de la Universidad RWTH Aachen en Alemania evaluó la extracción de minerales de tierras raras fuera de China (el "Estudio Alemán").

El estudio alemán se llevó a cabo para comparar de manera objetiva catorce (14) proyectos avanzados de tierras raras fuera de China para obtener una imagen detallada de la viabilidad económica de la posible minería de tierras raras fuera de China.

El estudio alemán encontró que el mineral de MP no era económicamente viable para cosechar metales de tierras raras, mientras que 12 de otras 13 minas de tierras raras bien conocidas fuera de China son económicamente viables cerca de los precios actuales del mercado.

A partir del 3T'21, Lynas Rare Earths, Ltd. (ASX: LYC) ("Lynas"), un óxido de tierras raras australiano que cotiza en bolsa ("REO") _____ productor, opera la mina Mount Weld y recientemente informó precios de venta promedio de REO dentro del rango de supuesto de precios del Estudio Alemán, lo que nos sugiere que el Estudio Alemán es aplicable a los precios actuales de las tierras raras.1

El estudio alemán modeló el valor económico de cada proyecto de tierras raras bajo múltiples supuestos de precio y costo de capital. En cada caso, Mountain Pass se clasificó como la mina menos deseable para metales de tierras raras porque MP el contenido de mineral es tan bajo en metales de tierras raras críticos de alto valor como disprosio, neodimio, europio, terbio e itrio.

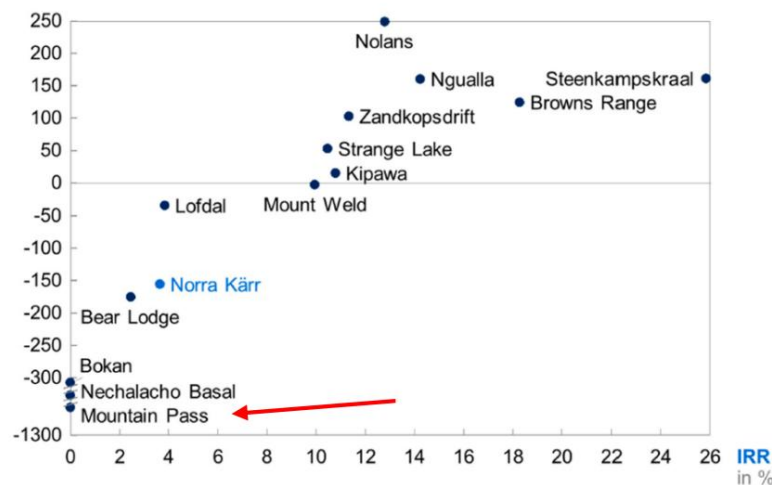
Table 2. Overview of basket prices of the 14 projects outside of China for different scenarios and the content of REO [41–43] to calculate the revenue.

Project	Basket Price in USD/kg				REO Content in Ore	Thereof Critical REO ¹ Content
	Base Case	+ 25%	+ 50%	+ 100%	In % w/w	In %
Steenkampskraal	61.89	72.99	84.09	106.30	4.7	70
Mount Weld CLD Phase 1	21.54	24.96	28.39	35.24	9.7	20
Mountain Pass	14.69	16.58	18.47	22.24	6.6	12
Ngualla	18.87	21.74	24.62	30.36	4.2	17
Bear Lodge	22.95	26.76	30.56	38.16	2.7	21
Nolans	22.73	26.35	29.97	37.22	2.6	23
Zandkopsdrift (JV)	22.53	26.33	30.13	37.74	2.2	22
Nechalacho Basal	36.42	42.41	48.40	60.37	1.4	33
Strange Lake	48.40	55.07	61.74	75.08	1.4	48
Brwons Range	68.21	78.72	89.23	110.25	0.7	70
Lofdal	70.63	81.40	92.16	113.70	0.6	70
Bokan	42.93	50.00	57.06	71.18	0.6	45
Norra Kärr	46.69	53.67	60.65	74.61	0.6	51
Kipawa	40.07	46.17	52.27	64.47	0.4	40

¹ Dysprosium, Neodymium, Europium, Terbium, Yttrium.

Scenario 1 – Base Case (before tax)

NPV @ 10 % discount rate
in million USD

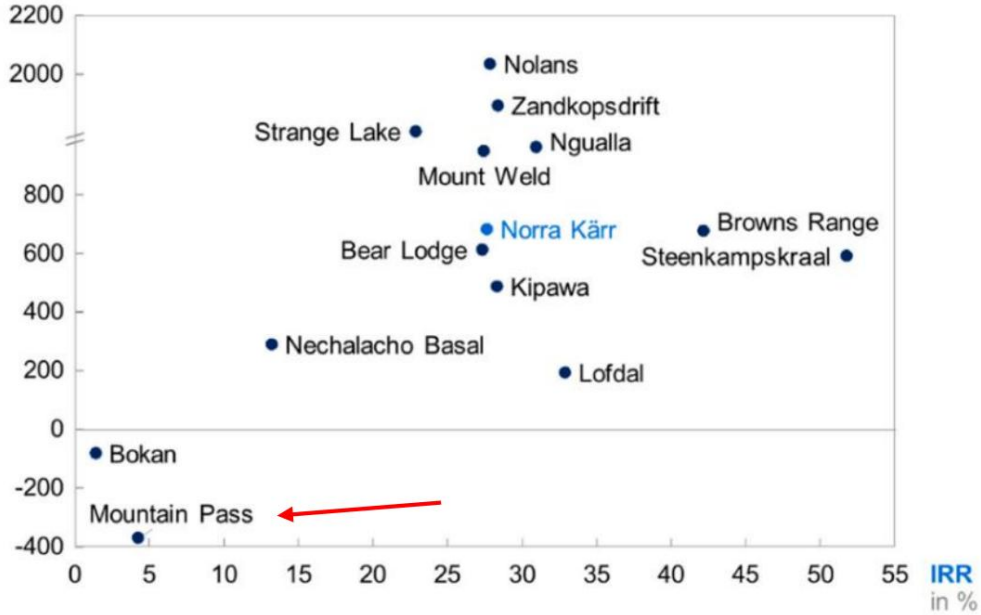


Fuente: <https://www.mdpi.com/2075-163X/9/10/576>

¹ Informe trimestral de diciembre de 2021 de Lynas <https://wcsecure.weblink.com.au/pdf/LYC/02476773.pdf>

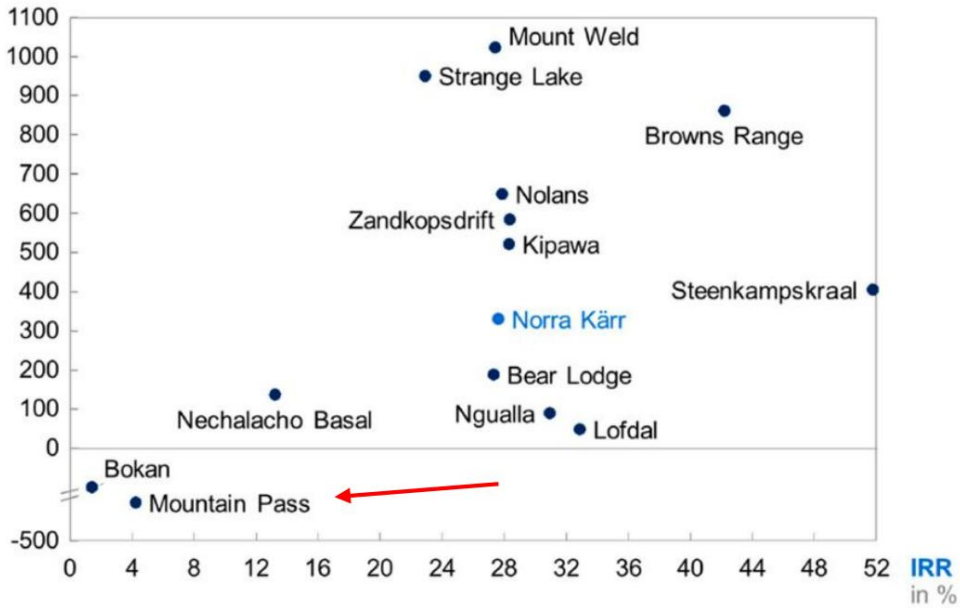
Scenario 2.3 – critical REO + 100% (before tax)

NPV @ 10 % discount rate
in million USD



Scenario 3.2 – project specific discount rate (price 100 % / before tax)

NPV @ project specific discount rate
in million USD



Fuente: El estudio alemán <https://www.mdpi.com/2075-163X/9/10/576>

LOS REGISTROS DE ADUANAS DE ESTADOS UNIDOS MUESTRAN ENVÍOS DE CHINA A LONG BEACH?!?

¿Por qué Shenghe envió 19.614 kg de concentrados de bastnasita de Shanghái a Long Beach?

El negocio de MP es extraer tierra de California del suelo y procesar concentrados in situ para venderlos a China.

MP no procesa mineral de otras minas.

MP vende concentrados de MP elaborados con mineral de Mountain Pass a Shenghe para su venta a procesadores de terceros en China.

Los conocimientos de embarque se presentan ante la Oficina de Aduanas de EE. UU. e incluyen detalles sobre los envíos dentro y fuera de los Estados Unidos. Como era de esperar, los registros de la Aduana de EE. UU. revelan numerosos envíos de EE. UU. a China (MP a Shenghe) desde que se reinició la mina MP en 2018.

Inesperadamente, el 21 de enero de 2022 se presentó un conocimiento de embarque en la Oficina de Aduanas de EE. UU. que mostraba que una subsidiaria de Shenghe envió 19,614 kg de "bastnasita concentrada hts 253090" desde Shanghái, China, a Long Beach, California, EE. UU. (Shenghe a MP) .

MP exporta concentrados de bastnasita de California a China. Entonces, ¿por qué MP importó concentrados de bastnasita de China a California?

Date	2022-01-21
Shipper Name	Ningbo Ruiyu New Material Co Ltd
Shipper Address	NORTH OF BINHAI SI RD NINGBO 315000 CN
Consignee Name	Mp Mine Operations Llc
Consignee Address	67750 BAILEY RD MOUNTAIN PASS CA 92366 USA
Weight	19614
Weight Unit	KG
Weight in KG	19614.0
Quantity	13
Quantity Unit	PKG
Measure Unit	CM
Shipment Origin	China
Details	19,614.0 kg From port: Shanghai, China To port: Port of Long Beach, Long Beach, California
Place of Receipt	Shanghai
Foreign Port of Lading	Shanghai, China
U.S. Port of Unlading	Port of Long Beach, Long Beach, California
U.S. Destination Port	Port of Long Beach, Long Beach, California
Commodity	BASTNASITE CONCENTRATE HTS 253090
Container	CMAU1853785
Carrier Name	SCHENKEROCEAN LIMITED
Vessel Name	OOCL TOKYO
Voyage Number	116E
Bill of Lading Number	SHKK156970538743
Master Bill of Lading Number	CMDUCNCC359259
HTS Codes	HTS 2530.90

Fuente: Registros de aduanas de EE. UU. 21 de enero de 2021 <https://panjiva.com/Mp-Mine-Operations-Llc/42493524#>

El Acuerdo de compra modificado y reformulado de MP con fecha del 19 de mayo de 2020 incluía a Ningbo Ruiyu New Material Co. Ltd. (yyyyyyyyyyy, "Ningbo Ruiyu") como distribuidor chino de MP.²

Shenghe reveló que Ningbo Ruiyu es una subsidiaria del 70 %.³

Históricamente, MP importó equipos y reactivos químicos para procesar sus propios concentrados en California. diez (10) los envíos anteriores se realizaron en 2019 desde Ningbo Ruiyu a MP con un producto diferente que figura en el conocimiento de embarque: "recolector 506c5".

Date	2019-08-28
Shipper Name	Ningbo Ruiyu New Material Co., Ltd
Shipper Address	ROOM B195 BLDG 5 ZHONGCHUANG NORTH OF BINHAI SI RD NINGBO ZHEJIANG
Consignee Name	Mp Mine Operations Llc
Consignee Address	67750 BAILEY RD MOUNTAIN PASS CA 92366 USA
Weight	76125
Weight Unit	K
Weight in KG	76125.0
Quantity	375
Quantity Unit	CTN
Shipment Origin	China
Details	76,125.0 kg From port: Shanghai, China To port: The Port of Los Angeles, Los Angeles, California
Place of Receipt	Shanghai China
Foreign Port of Lading	Shanghai, China
U.S. Port of Unlading	The Port of Los Angeles, Los Angeles, California
U.S. Destination Port	The Port of Los Angeles, Los Angeles, California
Commodity	COLLECTOR 506C5 COLLECTOR 506C5BU COLLECTOR 506C5 COLLECTOR 506C5 506C5 COLLECTOR 506C5BU COLLECTOR 506C5 COLLECTOR 506C5BU COLLEC
Container	FCIU3112540 FSCU7356749 HLBU2606692 HLBU2609270 HLBU2609285 HLBU2609310
Carrier Name	CITY OCEAN LOGISTICS CO LTD
Vessel Name	ONE ARCADIA
Voyage Number	043E
Bill of Lading Number	CTYOSHLXSG0623
Master Bill of Lading Number	HLCUSHA1904CCNY6
Lloyd's Code	9468310
HTS Codes	HTS 3002.10

Fuente: Registros de Aduanas de EE. UU. 28 de agosto de 2019 <https://panjiva.com/Ningbo-Ruiyu-New-Material-Co-Ltd/60574026>

No se realizaron envíos desde Ningbo Ruiyu a MP en 2020 ni en 2021. El 21 de enero de 2022, Ningbo Ruiyu envió a MP "bastnasite concentrado hts 253090" por primera vez.

MP no revela en ninguna parte de sus presentaciones ante la SEC sobre el procesamiento de muestras de mina de concentrado de bastnasita de terceros en Mountain Pass California.

Entonces, ¿por qué MP importa concentrado de bastnasita de China?

Solo podemos especular: ¿posible producto devuelto, posible inventario de ida y vuelta?

² Fuente: Acuerdo de compra de MP A&R con fecha del 19 de mayo de 2020

Archivos de la SEC <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1801368/000119312520231672/d920830dex1015.htm>

³ Fuente: Informe provisional de Shenghe 1H'21 - p.154 http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2021-08-21/600392_20210821_5_27YxDIIY.pdf

US\$ 400+ MILLONES DE MP VENTAS INSIDER EN 2021

QVT y James H. Litinsky (fundador de JHL y ex alumno de Fortress) no tenían experiencia en operaciones mineras, sino que confiaron en Shenghe para poner en marcha la mina Mountain Pass que estaba inactiva y en estado de quiebra.

JHL y QVT tienen experiencia en los mercados de capitales y decidieron fusionarse con un SPAC de Fortress (Litinsky's antiguo empleador) para generar liquidez para MP Insiders.

Para monetizar el esquema, MP Insiders vendió acciones inmediatamente después de que expirara la disposición de bloqueo de SPAC.

El esquema abusivo de precios de transferencia de MP y Shenghe se vio reforzado por vientos de cola favorables.

MP tuvo suerte en el momento oportuno en el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021 con acciones en nuevos máximos históricos que se beneficiaron de la especulación desenfadada, las políticas de préstamos PPP del helicóptero del gobierno de EE. UU. y los términos de préstamo flexibles de la Reserva Federal.

Shenghe tuvo la suerte de que los valiosos precios de los metales de tierras raras aumentaron en 2021, lo que benefició a las operaciones principales de Shenghe para que Shenghe pudiera absorber las pérdidas generadas al trasladar las ganancias a MP.

En 2021, MP Insiders vendió más de US\$ 400 millones en acciones de MP entre US\$ 32-47/acción a un precio promedio de US\$ 35/acción.

Insider Sales in 2021

Insider	Type of Owner	Date of Sale	Shares Sold	Average Price of Sale	Total Value Traded, USD	Total Value Sold Per Insider, USD
JHL Capital Group	10 percent owner	2021-03-26	176	33.78	5,944	191,487,657
		2021-03-26	2,491,756	33.78	84,159,059	
		2021-03-26	838,341	33.78	28,314,967	
		2021-09-16	574,491	34.62	19,888,878	
		2021-09-16	1,707,528	34.62	59,114,619	
QVT Financial	10 percent owner	2021-09-16	121	34.62	4,189	128,621,913
		2021-03-26	132,633	33.78	4,479,680	
		2021-03-26	809,914	33.78	27,354,845	
		2021-03-26	656,254	33.78	22,164,979	
		2021-09-16	555,010	34.62	19,214,446	
		2021-09-16	90,889	34.62	3,146,577	
		2021-09-16	449,713	34.62	15,569,064	
		2021-12-10	68,389	47.34	3,237,535	
		2021-12-10	11,199	47.34	530,161	
		2021-12-10	55,412	47.34	2,623,204	
		2021-12-10	105,571	47.18	4,980,840	
		2021-12-10	17,288	47.18	815,648	
		2021-12-10	85,541	47.18	4,035,824	
		2021-12-16	105,568	41.95	4,428,578	
		2021-12-16	17,297	41.95	725,609	
		2021-12-16	85,535	41.95	3,588,193	
		2021-12-16	37,182	43.60	1,621,135	
		2021-12-16	6,092	43.60	265,611	
		2021-12-16	30,126	43.60	1,313,494	
		2021-12-17	507	42.49	21,542	
2021-12-17	83	42.49	3,527			
2021-12-17	410	42.49	17,421			
2021-12-17	50,656	42.40	2,147,814			
2021-12-17	8,299	42.40	351,878			
2021-12-17	41,045	42.40	1,740,308			
2021-12-17	50,656	42.44	2,149,841			
2021-12-17	8,299	42.44	352,210			
2021-12-17	41,045	42.44	1,741,950			
James Litinsky	Officer	2021-03-26	1,272,850	33.78	42,990,509	73,187,735
		2021-09-16	872,248	34.62	30,197,226	
Ryan Corbett	Officer	2021-06-22	19,815	31.82	630,513	2,736,194
		2021-06-22	11,913	32.21	383,718	
		2021-11-18	24,066	43.06	1,036,282	
		2021-11-18	13,085	43.54	569,721	
Andrew McKnight	Director	2021-11-18	2,600	44.60	115,960	5,726,144
		2021-08-10	74,300	37.71	2,801,853	
		2021-08-10	75,700	38.63	2,924,291	
Total			11,499,603	34.94	401,759,643	401,759,643

Fuente: Archivos MP SEC

BENEFICIOS DE SHENGHE

Creemos que en mayo de 2017, Shenghe inició su relación con MP como un tercero comercial que intentaba negociar términos comerciales para sacar de la bancarrota una mina inactiva en frío con dos grupos de capital de EE. UU. MP usó efectivo de Shenghe para comprar la mina Mountain Pass y salir de la bancarrota en 2017.

Shenghe inicialmente operó la mina y protegió su inversión inicial con condiciones favorables para Shenghe, como recuperación de ganancias brutas, descuentos en ventas y derechos a recibir el 100 % de los ingresos netos de MP hasta que Shenghe recuperó completamente su inversión.⁴

En junio de 2020, MP y Shenghe modificaron y reafirmaron su acuerdo de compra en preparación para una cotización pública en NYSE, hacer que la estructura de incentivos de Shenghe cambie para inflar las acciones de MP.⁵

En el cuarto trimestre de 2020, las acciones de MP cotizaron al alza y Shenghe recibió como recompensa acciones de ganancias valoradas en US\$ 55 millones (RMB 379 millones), equivalentes al 74 % de las ganancias netas reportadas de Shenghe en 2020, lo que impulsó su cuenta de resultados.

Nota: MP Mine Operations LLC ("MPMO"), en la que la empresa tiene participación accionaria, suscribió el "Acuerdo y Plan de Fusión" con Fortress Value Acquisition Corp. ("FVAC"), empresa listada en NYSE y otros entidades, en 2020... La compañía recibió las acciones de ganancia el 30 de diciembre de 2020 y confirmó la utilidad no operativa de US\$ 55,155,121.46 de acuerdo al precio de cierre de \$32.77 en ese día, el cual se convierte en base al tipo de cambio promedio de 2020 de 6,8694 a RMB 378.882.591.36.

注：公司参股的MP Materials Corp（以下简称“MPMO”）于2020年与纽约证券交易所上市公司Fortress Value Acquisition Corp.以及其他相关主体签署《合并协议和计划》，按照《合并协议》的安排，MPMO所有的股份拟作价719,415,430.84美元，按照10美元/股的价格换购Fortress Value Acquisition Corp.的股份。2020年11月16日，FVAC发布公告称，特别股东大会已审议通过《合并协议》议案等议案。根据《合并协议》议案，在交易完成后，乐山盛和的全资子公司盛和资源（新加坡）有限公司（以下简称“盛和新加坡”）和盛和资源（新加坡）国际贸易有限公司（以下简称“新加坡国贸”）将合计持有FVAC（在本次交易完成后，将更名为MP Materials Corp.，简称MPMC）的A类普通股12,033,190股。在交易完成后10年内，如果MPMC任何连续30个交易日内的任何20个交易日的加权平均股价超过18美元，盛和新加坡和新加坡国贸有望获得MPMC额外约84.15万股的A类普通股；如果MPMC任何连续30个交易日内的任何20个交易日的加权平均股价超过20美元，盛和新加坡和新加坡国贸有望再获得MPMC额外约84.15万股的A类普通股。MP上市以后，二级市场股价走势较好，达到了协议约定的激励股份条件，公司于2020年12月30日收到激励的股份，按照当日的收盘价\$32.77确认了营业外收入55,155,121.46美元，新加坡报表根据2020年的平均汇率6.8694进行折算，折算人民币金额378,882,591.36元。

Fuente: Informe anual de Shenghe 2020 – p.175

<http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%902020%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%B%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf>

A partir del segundo trimestre de 2021, la ganancia bruta del segmento de Shenghe disminuyó, pero los activos de su balance se dispararon en más de US\$ 500 millones (RMB 3200 millones). La propiedad de Shenghe de las acciones de MP representó ~24 % de los activos totales de Shenghe a partir del FYE'20 y 1S'21, lo que impulsó su balance.

Valor de inversión de Shenghe MP

000 RMB	2017	2018	2019	2020	1S2021
Valor en libros de la inversión en MP	1	1	1	2,879,132	3,266,113
Activo total informado	8,351,106	8,791,493	9,449,492	12,106,339	13,666,350
Inversión en MP como % del activo total reportado	0,0%	0,0%	0,0%	23,8%	23,9%

Fuente: Archivos chinos de Shenghe

Inversión en MP como % del activo total informado de Shenghe

La SEC considera a Shenghe un inversionista extranjero minoritario con menos del 10 % de propiedad de MP, por lo que Shenghe solo tiene que divulgar las ventas de acciones de MP una vez al año, por lo que no queda claro si Shenghe ya vendió acciones de MP.⁶

Una vez que se paguen las deudas de Shenghe, su acuerdo de compra finaliza con MP.⁷

25,0%

Según nuestros cálculos, Shenghe recuperó efectivamente su inversión en el 3T'21. Shenghe tenía una deuda de 31 millones de dólares estadounidenses que fue compensada por Shenghe que debía 37,1 millones de dólares estadounidenses en cuentas por cobrar a MP.

20,0%

⁴ Fuente: MP 3Q'21 10-Q – pág. 24 <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001801368/000180136821000046/mp-20210930.htm>

⁵ Fuente: Acuerdo de compra de MP A&R con fecha del 19 de mayo de 2020 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1801368/000119312520231672/d920830dex1015.htm>

⁶ https://www.sec.gov/interps/telephone/cftelinterps_req13d-13g.pdf

⁷ Fuente: MP 3Q'21 10-Q – pág. 3 <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001801368/000180136821000046/mp-20210930.htm>

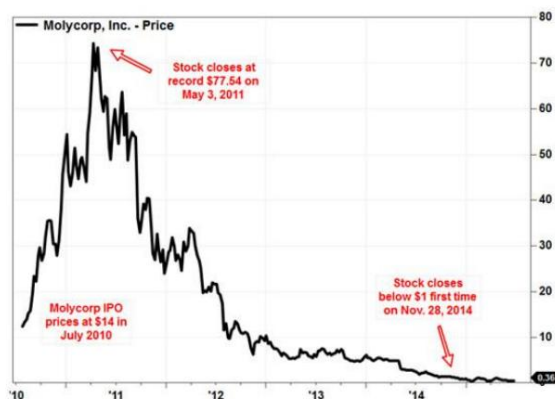
15,0%

10,0%

PENSAMIENTOS FINALES

Desde la primera exploración de oro en la década de 1860, la tierra en Mountain Pass no ha cambiado. Anteriormente extraído de plomo, cobre y zinc a principios del siglo XX, luego de uranio y materiales radiactivos después de la Segunda Guerra Mundial, luego de metales de tierras raras para productos electrónicos de consumo desde la década de 1980.⁸

De 2010 a 2017, el antiguo propietario de Mountain Pass, Molycorp Inc. ("Molycorp"), intentó sin éxito incorporar la producción aguas abajo de óxidos de neodimio al 99,9999 % en su proceso. Los acreedores de Molycorp aprendieron por las malas, generando pérdidas del 99%, convirtiendo US\$ 1.700 millones en US\$ 21 millones en 7 años tratando de capitalizar el aumento de la demanda mundial de electricidad.



Fuente: <https://www.marketwatch.com/story/molycorp-files-for-bankruptcy-protection-2015-06-25-71032419>

La razón principal por la que tantos operadores anteriores no han podido generar ganancias al extraer Mountain Pass es porque las reservas de la mina no tienen suficientes elementos valiosos de tierras raras.

MP recaudó capital a partir de una fusión con SPAC y una nota convertible "verde" de US\$ 690 millones con vencimiento en 2026 emitida en el 4T'2020 y el 1T'21 que proporcionó a MP ~1.180 millones de US\$ en efectivo al 3T'21. Sospechamos que MP gastará su saldo de efectivo a un ritmo exponencial mientras MP intenta volver a poner en línea la empresa fallida de Molycorp.

Dudamos que exista una demanda significativa de terceros independientes para los concentrados de MP a los precios que Shenghe pagó a MP. Si MP vendiera concentrados de MP u óxidos de MP a terceros independientes, esperaríamos que las ganancias de MP se desplomaran porque el contenido de mineral de MP es demasiado costoso para procesar.

Desde el 2T'21, la evidencia muestra que Shenghe pagó por encima de los precios de mercado por los concentrados de MP, lo que creemos que es parte de un esquema abusivo de manipulación de precios de transferencia para inflar artificialmente las ganancias reportadas de MP en 2021. El interés de los inversores aumentó en las acciones de MP, ya que las ganancias brutas de MP se beneficiaron, mientras que las ganancias brutas del segmento de Shenghe se desplomaron en el 2T'21 y el 3T'21.

Creemos que la forma en que MP Insiders y Shenghe monetizarían su inversión es 1) vender acciones de MP, 2) usar acciones de MP como garantía para préstamos o 3) retirar efectivo de MP a través de gastos de venta, generales y administrativos o cualquier trato futuro con partes relacionadas.

Si el gobierno de los EE. UU. está tan preocupado por las tierras raras como un "material estratégico", debería considerar 1) prohibir envíos de suelo estadounidense a China, y 2) rescindir los contratos de financiación del gobierno de EE. UU. a empresas operadas principalmente por empresas estatales chinas para proteger los intereses de EE. UU. en secretos comerciales y propiedad intelectual tecnológica avanzada.

9

MP revendió la fallida estrategia de inversión downstream "mine to magnets" de Molycorp para recaudar capital durante una época de mayor interés en la adopción de vehículos eléctricos que resultó en estimaciones de rentabilidad futura poco realistas de los analistas de Wall Street.

Estamos cortos de MP y pensamos que sus acciones van a la baja.

⁸Fuente: Documento profesional 261 del Servicio Geológico del Interior del Departamento del Gobierno de EE. UU. con fecha de 1954 <https://pubs.usgs.gov/pp/0261/report.pdf>

⁹Fuente: Anuncio de premios del DOD de EE. UU. <https://www.defense.gov/News/Releases/Release/Article/2418542/dod-announces-rare-earth-element-awards-to-fortalecer-la-base-industrial-nacional/>

APÉNDICE FUENTE

1. Datos aduaneros chinos
<http://43.248.49.97/>
2. Informe provisional de Shenghe 1H'21
http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2021-08-21/600392_20210821_5_27YxDIY.pdf
3. Informe provisional de Shenghe 1H'20
4. http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2020-08-29/600392_20200829_12.pdf 5. Informe provisional de Shenghe 1S'19 6. http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2019-08-20/600392_2019_z.pdf
7. Informe anual de Shenghe 2018
<http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%902018%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf> 8. Informe anual de Shenghe 2019
<http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%902019%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf> 9. Informe trimestral del 1T2020 de Shenghe
<http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%902020%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%AC%E5%91%8A.pdf> 10. Informe trimestral del segundo trimestre de 2020 de Shenghe
<http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%902020%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%AC%E5%91%8A.pdf> 11. Informe trimestral del tercer trimestre de 2020 de Shenghe <http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%90%E6%8E%A7%E8%82%A1%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B82020%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%89%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%AC%E5%91%8A.pdf> 12. Informe trimestral del cuarto trimestre de 2020 de Shenghe <http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%90%E6%8E%A7%E8%82%A1%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B82020%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%AC%E5%91%8A.pdf>
13. Informe trimestral del primer trimestre de 2021 de Shenghe <http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%90%E6%8F%A7%E8%82%A1%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B82021%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%CA%E5%91%8A.pdf> 14. Informe trimestral del segundo trimestre de 2021 de Shenghe <http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%90%E6%8F%A7%E8%82%A1%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B82021%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%BA%8C%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%AC%E5%91%8A.pdf> 15. Informe trimestral del tercer trimestre de 2021 de Shenghe <http://www.shengheholding.com/upload/files/%E7%9B%9B%E5%92%8C%E8%B5%84%E6%BA%90%E6%8E%A7%E8%82%A1%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B82021%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%89%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%94%9F%E4%BA%A7%E7%BB%8F%E8%90%A5%E6%95%B0%E6%8D%AE%E5%85%CA%E5%91%8A.pdf> 16.
- Acuerdo de compra de A&R de MP con fecha del 19 de mayo de 2020 Presentaciones ante la SEC
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1801368/000119312520231672/d920830dex1015.htm>
17. PM S-1 9 de diciembre de 2020
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001801368/000119312520313937/d48477ds1.htm> 18. MP 2020
- 10-K <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1801368/000180136821000011/mp-20201231.htm> 19. MP 1Q'21 10-Q <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001801368/000180136821000020/mp-20210331.htm> 20. MP 2Q'21 10-Q <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001801368/000180136821000036/mp-20210630.htm> 21. MP 3Q'21 10-Q <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001801368/000180136821000046/mp-20210930.htm> 22. Estudio alemán de la Universidad RWTH de Aquisgrán sobre la viabilidad económica de la minería de tierras raras fuera de China, publicado el 22 de septiembre de 2019
[file:///C:/Users/BonitasOcr2018/Desktop/MP%20Materials%20-%20Economic%20Facility%20of%20Rare%20Earth%20Mining%20outside%20China%20\(MP%20not%20factible\).pdf](file:///C:/Users/BonitasOcr2018/Desktop/MP%20Materials%20-%20Economic%20Facility%20of%20Rare%20Earth%20Mining%20outside%20China%20(MP%20not%20factible).pdf)
23. Registros de aduanas de EE. UU. 21 de enero de 2021 <https://panjiva.com/Mp-Mine-Operations-Llc/42493524#>
24. Registros de aduanas de EE. UU. 28 de agosto de 2019 <https://panjiva.com/Ningbo-Ruiyu-New-Material-Co-Ltd/60574026>
25. Documento profesional 261 del Servicio Geológico del Interior del Departamento del Gobierno de EE. UU. con fecha de 1954 <https://pubs.usgs.gov/pp/0261/report.pdf>

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Somos vendedores cortos. Somos parciales. También lo son los inversores largos. También lo es MP Materials, Inc. (MP). También lo son los bancos que recaudaron dinero para MP Materials, Inc. (MP). Si está invertido (ya sea largo o corto) en MP, usted también. El hecho de que seamos parciales no significa que estemos equivocados. Nosotros, como todos los demás, tenemos derecho a nuestras opiniones y al derecho de expresar tales opiniones en un foro público. Creemos que la publicación de nuestras opiniones sobre las empresas públicas que investigamos es de interés público.

Este informe y todas las declaraciones contenidas aquí son la opinión de Bonitas Research LLC ("Bonitas"), una compañía de responsabilidad limitada de Texas, y no son declaraciones de hecho. Nuestras opiniones se mantienen de buena fe y las hemos basado en evidencia disponible públicamente, que presentamos en nuestro informe de investigación para respaldar nuestras opiniones. Realizamos investigaciones y análisis basados en información pública de una manera que cualquier persona podría haber hecho si hubiera estado interesada en hacerlo. Puede acceder públicamente a cualquier prueba citada en este informe o en la que nos hayamos basado para escribir este informe. Piense críticamente sobre nuestro informe y haga su propia tarea antes de tomar cualquier decisión de inversión. Estamos preparados para respaldar todo lo que digamos, si es necesario, en un tribunal de justicia.

En la medida de nuestra capacidad y creencia, toda la información contenida en este documento es precisa y confiable, y se ha obtenido de fuentes públicas que creemos que son precisas y confiables, y que no son personas internas o conectadas con las acciones cubiertas en este documento o que de otra manera pueden deber ningún deber fiduciario o deber de confidencialidad al emisor. Como es evidente por el contenido de nuestra investigación y análisis, dedicamos una cantidad considerable de tiempo y atención en un esfuerzo por garantizar que nuestro análisis de investigación y los materiales escritos sean completos y precisos. Nos esforzamos por ser precisos y completos para respaldar nuestras opiniones, y creemos de buena fe en todo lo que escribimos; sin embargo, toda esa información se presenta "tal cual", sin garantía de ningún tipo, ya sea expresa o implícita.

A la fecha de publicación de nuestros informes, Bonitas y personas relacionadas con Bonitas (junto con o a través de sus principios, funcionarios, directores, empleados, miembros, clientes, inversionistas, consultores y/o agentes) tienen una posición corta en la acción (y/u opciones, swaps y otros derivados relacionados con estos valores) y, por lo tanto, obtendrá ganancias significativas si el precio de dichos valores baja. Es probable que Bonitas y las personas relacionadas con Bonitas continúen realizando transacciones con estos valores por un período indefinido después de la publicación inicial de este informe, y dichas posiciones pueden ser largas, cortas o neutrales en cualquier momento a partir de ahora, independientemente de nuestra(s) posición(es) inicial(es) o una opinión de inversión.

Usted acepta que el uso de los informes de Bonitas es bajo su propio riesgo. Debe hacer su propia investigación y diligencia debida antes de tomar cualquier decisión de inversión con respecto a los valores cubiertos en este documento. Las opiniones expresadas en este informe no constituyen asesoramiento de inversión ni deben interpretarse como asesoramiento de inversión ni recomendación de ningún tipo.

Bonitas no hace ninguna representación, expresa o implícita, en cuanto a la precisión, oportunidad o integridad de dicha información o con respecto a los resultados que se obtendrán de su uso. Todas las expresiones de opinión están sujetas a cambios sin previo aviso, y Bonitas no se compromete a actualizar o complementar ningún informe o cualquier información, análisis y opinión contenida en ellos.

Este informe sólo debe ser considerado en su totalidad. Cada sección debe leerse en el contexto de todo el informe, y ninguna sección, párrafo, oración o frase pretende ser independiente o interpretarse de forma aislada sin referencia al resto del informe. Los títulos de sección contenidos en este informe son solo para fines de referencia y solo pueden considerarse junto con las declaraciones detalladas de opiniones en sus respectivas secciones.

Esta no es una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de ningún valor. Bonitas está registrado como asesor de informes exentos en el estado de Texas.

Bonitas no brinda asesoramiento de inversión a nadie a menos que tenga una relación de asesor de inversiones-cliente con esa persona evidenciada por escrito.

Usted comprende y acepta que Bonitas no tiene ninguna relación de asesoramiento de inversiones con usted ni tiene obligaciones fiduciarias con usted. Brindar asesoramiento de inversión requiere conocimiento de su situación financiera, objetivos de inversión y tolerancia al riesgo, y Bonitas no tiene tal conocimiento de usted.

En ningún caso, Bonitas o las personas relacionadas con Bonitas serán responsables de reclamos, pérdidas, costos o daños de ningún tipo, incluidos daños directos, indirectos, punitivos, ejemplares, incidentales, especiales, consecuentes, que surjan de o estén relacionados de alguna manera con cualquier información en este sitio web. Esta limitación de responsabilidad se aplica independientemente de cualquier negligencia o negligencia grave de Bonitas o personas relacionadas con Bonitas.

Si se encuentra en el Reino Unido, confirma que se está suscribiendo y/o accediendo a la investigación y los materiales de Bonitas en nombre de: (A) una entidad de alto valor neto (por ejemplo, una empresa con activos netos de GBP 5 millones o un alto fideicomiso de valor) incluido en el artículo 49 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) Orden de 2005 (la "FPO"); o (B) un profesional de la inversión (por ejemplo, una institución financiera, gobierno o autoridad local, u organización internacional) que se encuentre dentro del Artículo 19 de la FPO.

Bonitas no hace ninguna representación, expresa o implícita, en cuanto a la precisión, oportunidad o integridad de dicha información o con respecto a los resultados que se obtendrán de su uso. Todas las expresiones de opinión están sujetas a cambios sin previo aviso, y Bonitas no asume la obligación de actualizar o complementar este informe o cualquier información contenida en este. Al descargar y abrir este informe, acepta de manera consciente e independiente: (i) que cualquier disputa que surja de su uso de este informe o de la visualización del material en este documento se regirá por las leyes del estado de Texas, sin tener en cuenta las disposiciones sobre conflictos de leyes; ; (ii) someterse a la jurisdicción personal y exclusiva de los tribunales superiores ubicados dentro del Estado de Texas y renunciar a su derecho a cualquier otra jurisdicción o ley aplicable, dado que Bonitas es una compañía de responsabilidad limitada de Texas que opera en Texas; y (iii) que, independientemente de cualquier estatuto o ley que establezca lo contrario, cualquier reclamo o causa de acción que surja o esté relacionado con el uso de este sitio web o el material incluido en este debe presentarse dentro de un (1) año después de dicho reclamo o causa de acción. la acción surgirá o se prescribirá para siempre. El hecho de que Bonitas no ejerza o haga cumplir cualquier derecho o disposición de este descargo de responsabilidad no constituirá una renuncia a este derecho o disposición. Si un tribunal de jurisdicción competente determina que alguna disposición de este descargo de responsabilidad es inválida, las partes acuerdan, no obstante, que el tribunal debe esforzarse por hacer efectivas las intenciones de las partes tal como se refleja en la disposición y dictaminar que las demás disposiciones de este descargo de responsabilidad permanecen en pleno vigor y efecto, en particular en lo que respecta a esta ley aplicable y disposición de jurisdicción.



“Pensamos mucho y no actuamos mucho.
Muchos inversores actúan mucho y no piensan mucho”.

—Lou Simpson
Exgerente de cartera de la subsidiaria GEICO de Berkshire Hathaway.

24 de enero de 2022

Una mirada atras

Solo en función de los rendimientos del mercado de valores y las ganancias corporativas, los inversores de acciones de EE. UU. Deberían estar encantados con los resultados de 2021, ya que todos los sectores del S&P 500 registraron al menos un aumento del 17%. Los sectores energético, inmobiliario y financiero se destacaron, avanzando un 54,6 %, un 42,5 % y un 35,0 %, respectivamente, mientras que los industriales, los bienes de consumo básico y los servicios públicos se “rezagaron” al avanzar “solo” un 21,1 %, un 18,6 % y un 17,7 %. En general, el S&P 500 registró 70 cierres récord y logró su mejor diciembre desde 2010. Los resultados fueron tan sólidos, dice Bespoke Investment Group, que al 31 de diciembre el rendimiento total de 3 años del índice cruzó el 100 % (quizás algo alarmante, el primero de esos ocurrencia desde que estalló la burbuja de las puntocom!).

También fue un año espectacular para las ganancias corporativas, según escribió Michael Wursthern para el Wall Street Journal el 2 de enero de 2022, con ganancias del S&P 500 que aumentaron un 45% (estimado), la cifra más alta desde que FactSet comenzó a rastrear la estadística (ciertamente contra composiciones fáciles). Pero los analistas no esperan que esta alta tasa de crecimiento continúe, con estimaciones de crecimiento de las ganancias que actualmente se ubican en ~10%, por debajo del 16% a principios de 2021.

Pero como todos sabemos, 2021 produjo muchas más malas noticias que buenas. Hemos observado en cartas anteriores que pocos inversores con una vista previa de los principales titulares de 2021 (vea un resumen de ellos a continuación) habrían adivinado que todos los principales índices de EE. UU. generarían más del 20% de rendimiento:

Q1 2021

Aproximadamente una semana después de que los demócratas aseguraran el control efectivo de ambas cámaras del Congreso a través de la segunda vuelta de las elecciones al Senado de Georgia, la Cámara votó a favor de destituir al presidente Trump, acusándolo de alentar los disturbios del 6 de enero. A fines de enero, se produjo el aumento de las "acciones de memes", con GameStop en un momento de enero avanzando un 1741 %, lo que provocó que el fondo del administrador de fondos de cobertura Gabe Plotkin, que alguna vez tuvo altos vuelos, cayera más del 50 % en un solo mes debido a una posición corta en GameStop. acciones (así como otras "acciones de memes"). En febrero, millones de tejanos quedaron varados sin electricidad durante días en medio de una tormenta de invierno que, según algunas estimaciones, causó pérdidas directas e indirectas entre \$80 y \$130 mil millones.

En marzo, el presidente Biden promulgó un paquete de estímulo COVID-19 de \$ 1.9 billones como ley. En una nota más ligera, los NFT (tokens no fungibles) irrumpieron en el léxico popular cuando un artista conocido como Beeple vendió un collage digital por \$ 69 millones. Luego, a fines de marzo, un buque portacontenedores encalló en el Canal de Suez, reteniendo casi \$ 10 mil millones en carga por día y exponiendo la fragilidad de la cadena de suministro global, que obstaculizaría las empresas a lo largo de 2021 y, al momento de escribir este artículo, carta—en el futuro previsible.

Q2 2021

Abril trajo uno de los colapsos de fondos de cobertura más catastróficos en la memoria reciente cuando Archegos Capital Management, después de especular con cantidades masivas de apalancamiento en un puñado de acciones, recibió una llamada de margen. Las consecuencias de la debacle, que le costó a Credit Suisse un estimado de 5.500 millones de dólares, siguen siendo un claro recordatorio de los peligros del apalancamiento. Luego, en mayo, los precios de la vivienda en EE. UU. experimentaron su mayor aumento anual en casi dos décadas. (El precio medio de venta de una vivienda existente superó los \$350 000, casi un 24 % más que el año anterior).

3T 2021

Justo cuando la gente comenzaba a prepararse para un regreso a la “casi normalidad”, llegó la ola Delta de COVID 19, lo que retrasó la tan esperada reapertura económica. El presidente Biden ordenó que todos los empleados federales se vacunen o usen una máscara, y la FDA aprobó la vacuna de refuerzo COVID-19 para los mayores de 65 años. En agosto, los talibanes tomaron Kabul y las tropas estadounidenses en Afganistán finalmente se retiraron, poniendo fin a casi 20 años de conflicto.

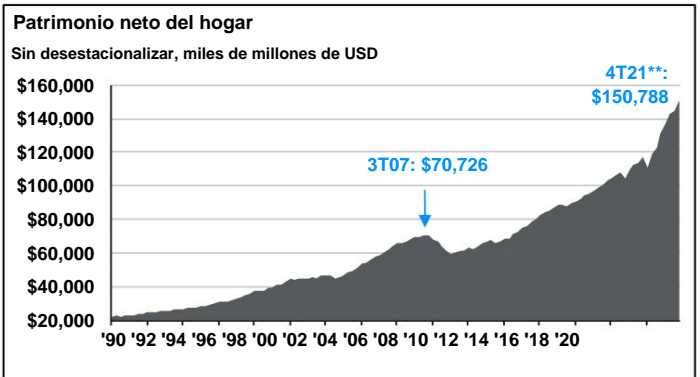
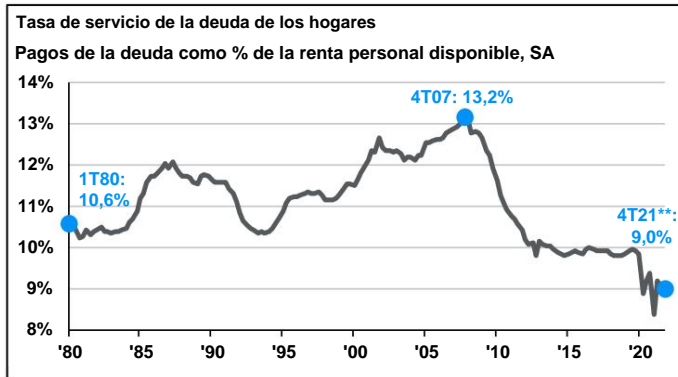
Q4 2021

En octubre, aproximadamente 140 países acordaron una de las mayores revisiones de las normas fiscales mundiales en un siglo, con el objetivo de una tasa impositiva mínima del 15 %. A finales de octubre, el valor de mercado de Tesla superó el billón de dólares tras los informes de que Hertz había pedido 100.000 vehículos. (Al 31/12/19, el valor de mercado de Tesla había sido de "solo" \$ 75 mil millones). En noviembre, el presidente Biden obtuvo una notable victoria legislativa cuando promulgó la ley de un paquete de infraestructura de \$ 1 billón. Hacia fines de noviembre, cuando la ola Delta disminuyó, la Organización Mundial de la Salud identificó y designó una nueva cepa Omicron altamente contagiosa como una variante preocupante, lo que hizo que las acciones cayeran drásticamente y retrasara aún más una reapertura económica sostenida. En diciembre, en un gran golpe para el presidente Biden, el senador demócrata Joe Manchin anunció que no apoyaría la Ley Build Back Better, una de las principales prioridades legislativas y sociales de Biden y de los legisladores progresistas, una medida que ha aumentado la incertidumbre sobre el futuro legislativo y política fiscal (Para obtener más información sobre estos desarrollos, consulte el artículo del Wall Street Journal titulado "What Was News: 2021's Biggest Stories", publicado el 15 de diciembre de 2021).

Una mirada al futuro

Cualquier número de cosas podría salir mal en 2022, ya sea relacionado con Omicron u otras variantes potenciales de COVID 19, una política equivocada de la Fed, una inflación desbocada o tensiones geopolíticas con China y Rusia. entre otras cosas. Pero tratar de predecir el futuro, por no hablar de la reacción del mercado ante él, es una tontería. Siempre habrá “razones para no invertir”, y predecir el futuro a corto plazo es prácticamente imposible. En su lugar, los inversores deberían centrarse en comprar grandes empresas con valoraciones atractivas, inclinando así las probabilidades a su favor a largo plazo.

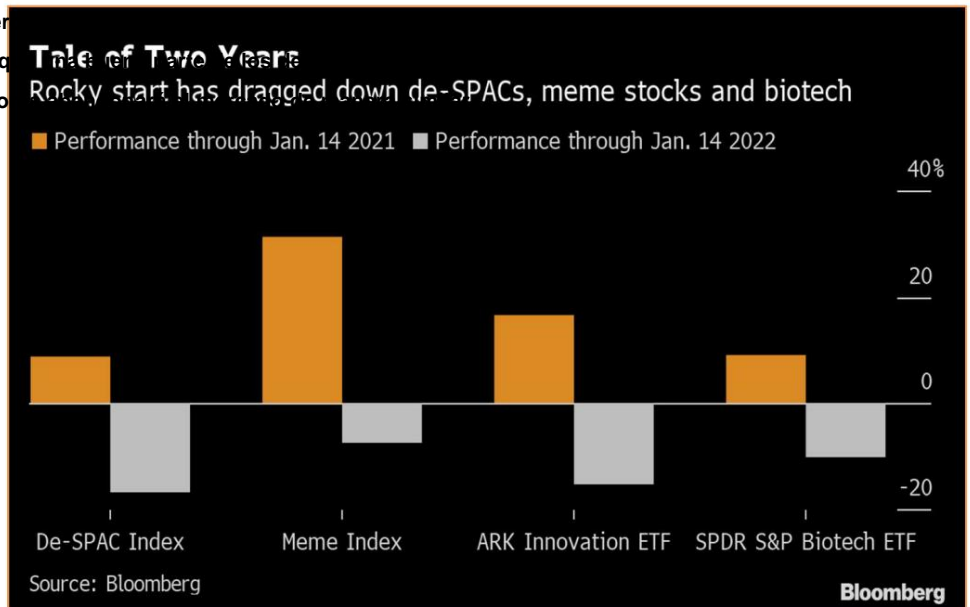
Seguimos optimistas en el futuro, en parte debido al estado del consumidor estadounidense. Los pagos de la deuda como porcentaje de la renta personal disponible se sitúan en el 9%, cerca de los mínimos históricos y lejos del 13,2% alcanzado en el cuarto trimestre de 2007, justo antes de la crisis inmobiliaria. Es más, con acciones cerca de máximos históricos, en medio de un fuerte mercado inmobiliario de EE. UU., el patrimonio neto de los hogares estadounidenses nunca ha sido mayor (actualmente \$ 150,788 mil millones, en comparación con \$ 70,726 mil millones en el tercer trimestre de 2007). Desde nuestro punto de vista, uno de los peligros para una recuperación sostenida es el acaparamiento de efectivo, considerando que la economía estadounidense está impulsada en gran medida por



Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

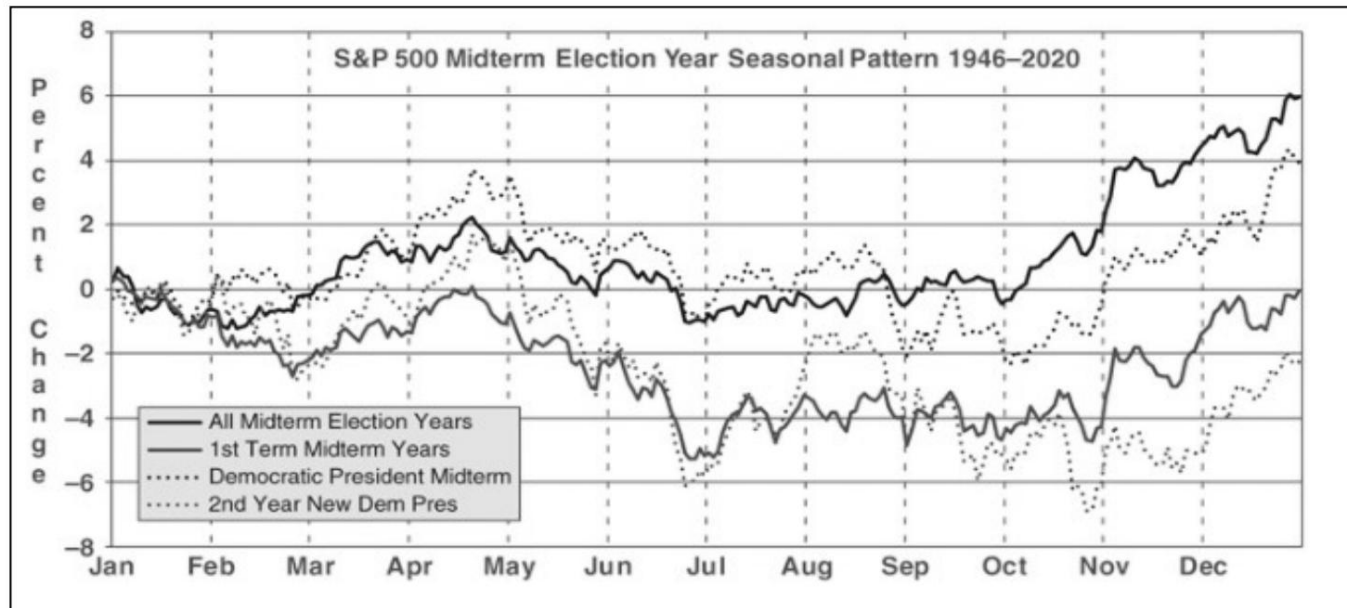
La pregunta del millón es si el S&P 500 puede continuar con su impulso positivo por cuarto año consecutivo. Ciertamente, las rachas ganadoras de 3 años no son desconocidas, ya que han ocurrido 11 veces desde 1927, pero también notamos que el S&P 500 cayó después de seis de esas rachas de 3 años.

Muchas de las empresas de alto vuelo que lo hicieron tan bien en 2021 (y que han cambiado drásticamente de rumbo hasta ahora en 2022) eran las favoritas de la multitud de Robinhood. La prensa popular a menudo sugiere que esta nueva clase de jóvenes inversores que han ingresado al mercado debería afectar positivamente la trayectoria a largo plazo de las acciones, recordando historias similares escritas sobre comerciantes diarios en los años previos al colapso de las puntocom. Sin embargo, cuando finalmente estalló la burbuja, esos comerciantes diarios sufrieron y no regresaron durante muchos años. Dado que el interés en esta nueva clase de inversores...



Ciclo electoral de EE. UU. y retornos del mercado de valores

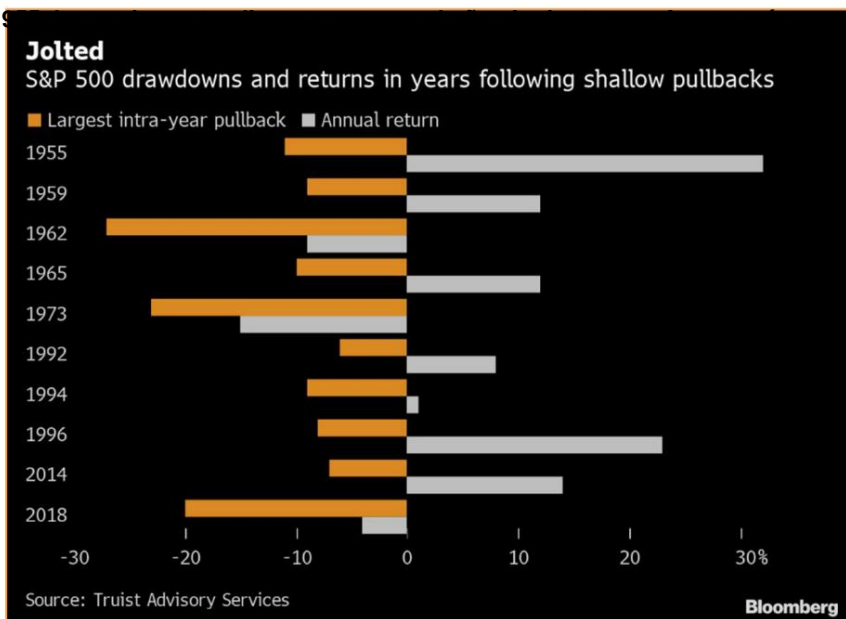
Desde 1946, los rendimientos del S&P 500 para los años de elecciones intermedias han sido, en el mejor de los casos, pedestres, con avances promedio de ~6%. Cuando un demócrata está en la Casa Blanca, la ganancia promedio ~4%, pero los segundos años para los nuevos presidentes demócratas han registrado una disminución del 2,3% en promedio, según la última edición de Stock Trader's Almanac. Es más, desde 1913, el DJIA ha caído ~20,1%, en promedio, desde su máximo postelectoral hasta su mínimo en el siguiente año de mitad de mandato. El máximo del año postelectoral del Dow fue ~36 488, por lo que si la historia sirve de guía, el Dow podría caer a alrededor de 29 153 antes de las elecciones intermedias. (Al 20 de enero de 2022, el DJIA es de 34 715).



Fuente: www.stocktradersalmanac.com.

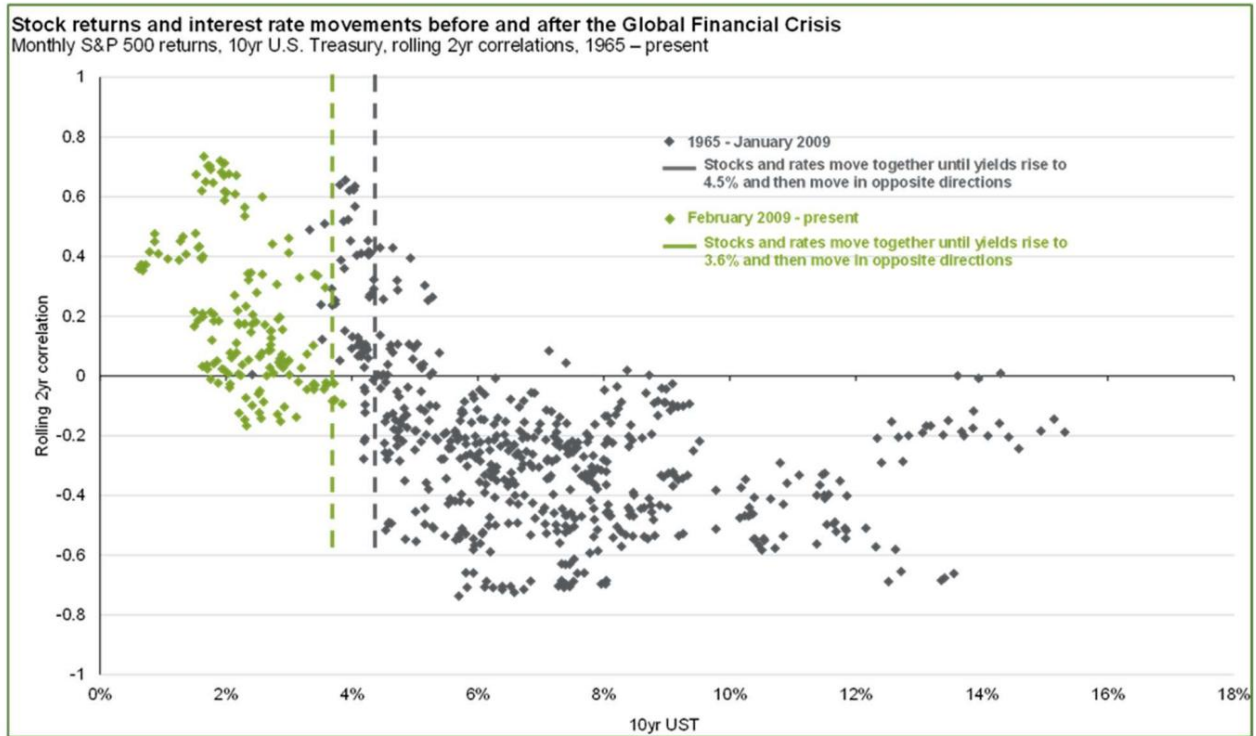
Un factor que potencialmente podría conducir a una mayor volatilidad en 2022 (y ganancias más moderadas) es el hecho de que 2021 estuvo lleno de retrocesos inusualmente leves. Según Truist Advisory Services, luego de los diez años con los retrocesos más leves que se remontan a 1955, el mercado se volvió volátil.

De acuerdo con los datos de Truist en estos años, la reducción más profunda dentro del año del S&P 500 promedió un 13 %, mientras que registró un rendimiento promedio del 7 %.



Tasas de interés y rendimientos bursátiles

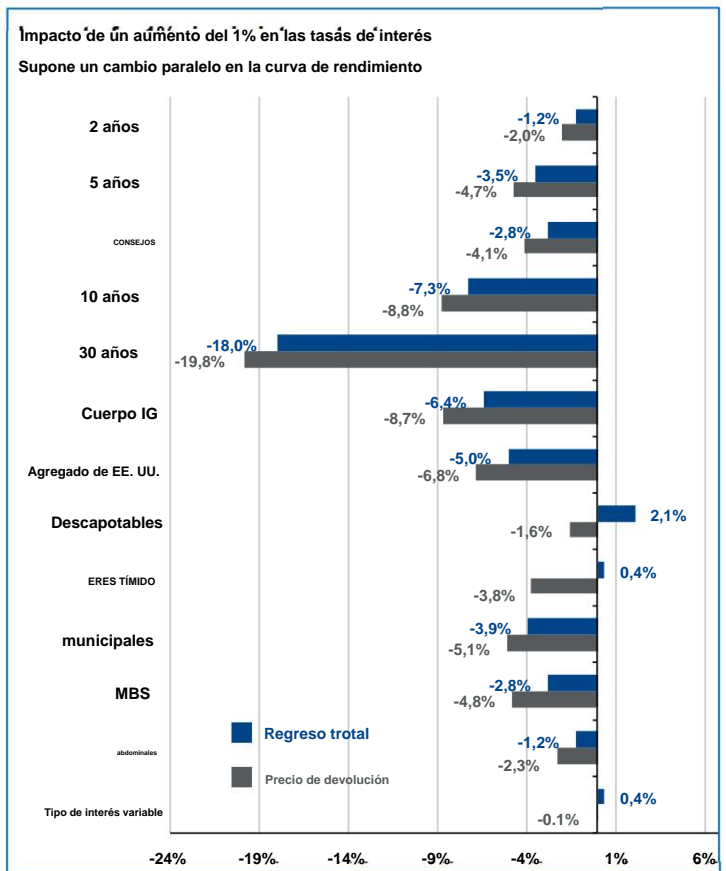
Ahora que se espera que la Fed comience a subir las tasas en 2022, puede ser útil examinar cómo se desempeñó el mercado de valores en un entorno de tasas al alza. Como muestra el siguiente gráfico, desde 1965 hasta 2009 las acciones y las tasas se movieron juntas hasta que el 10 años alcanzó el 4,5%, cuando apareció una correlación negativa.



Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

Desde 2009 esa correlación negativa ha comenzado en 3,6%. Dado que el bono a 10 años rinde actualmente un 1,77 %, la historia sugiere que tenemos un largo camino por recorrer antes de que el aumento de los tipos sea negativo para las acciones. Ofrecemos una advertencia: con tasas tan bajas durante tanto tiempo, en medio de tal nivel de intervención monetaria por parte de la Reserva Federal, estamos en aguas mal trazadas, por lo que las comparaciones anteriores podrían ser menos significativas.

En 2021, algunos inversores aprendieron que las inversiones de renta fija no son necesariamente inversiones "libres de riesgo", y que los rendimientos de los inversores de renta fija son especialmente dolorosos en el contexto del rendimiento superior de las acciones "arriesgadas". Si las tasas de interés continúan aumentando, los inversores de renta fija podrían sufrir mucho más, como puede verse en la respuesta de ciertas inversiones (ver gráfico a la derecha) a un aumento del 1% en las tasas de interés.



Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

Si las tasas de interés continúan su ascenso, los inversores del Tesoro podrían ver rendimientos negativos durante 2 años consecutivos (algo sin precedentes desde que comenzaron los registros en 1974). Según Michael McKenzie de Bloomberg, “El índice del Tesoro de Bloomberg proporcionó un rendimiento total de menos 2,3 % en 2021, su primera caída en términos nominales desde 2013. En el pasado, el índice se recuperó después de un año a la baja, con ganancias que oscilaron entre 5,1 % y 18% después de rendimientos negativos en 1994, 1999, 2009 y 2013”. Curiosamente, a pesar de los rendimientos negativos, los inversores invierten más dinero en fondos de bonos que en fondos de acciones en 2021, según datos del Investment Company Institute: ~\$587 mil millones en fondos de bonos y solo \$311 mil millones en fondos de acciones.

Valoración de mercado

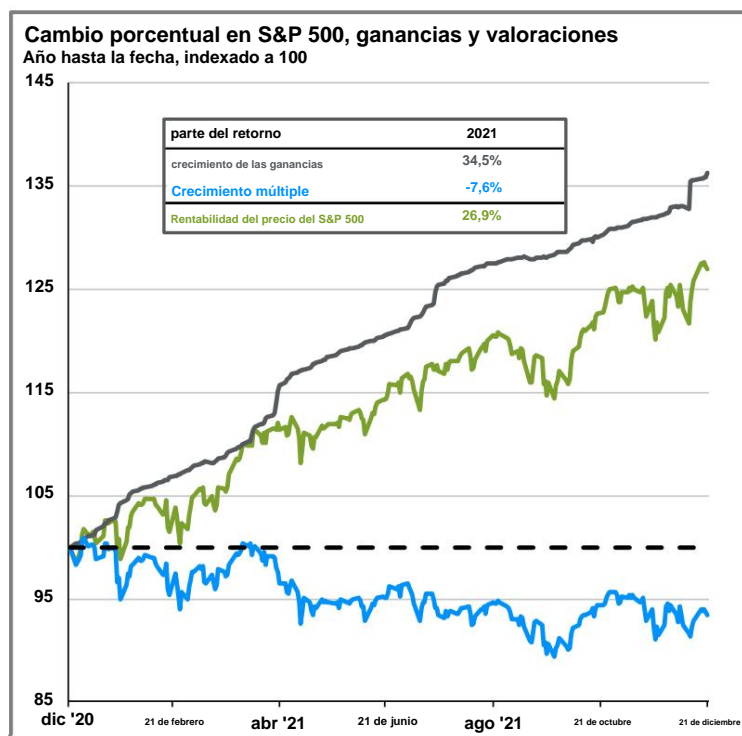
Al 20 de enero de 2022, el S&P 500 se vendía a 19,9x de ganancias (fwd.) frente a 19,2x en su pico anterior a COVID-19 del 19 de febrero de 2020 y 13,3x en su mínimo pandémico del 23 de marzo de 2020. Desde el mínimo del 23 de marzo, el S&P 500 ha ganado ~100%. Según la mayoría de las medidas de valoración tradicionales, el S&P 500 está históricamente sobrevaluado, pero las acciones de valor no han sido tan baratas en relación con las acciones de crecimiento desde la burbuja de las puntocom (aunque no son particularmente baratas en comparación con su propio promedio a largo plazo). Seguimos creyendo que el valor superará el crecimiento a medio y largo plazo, no solo en términos relativos, sino y mucho más importante, produciendo un rendimiento absoluto positivo.



Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

Liderazgo estrecho

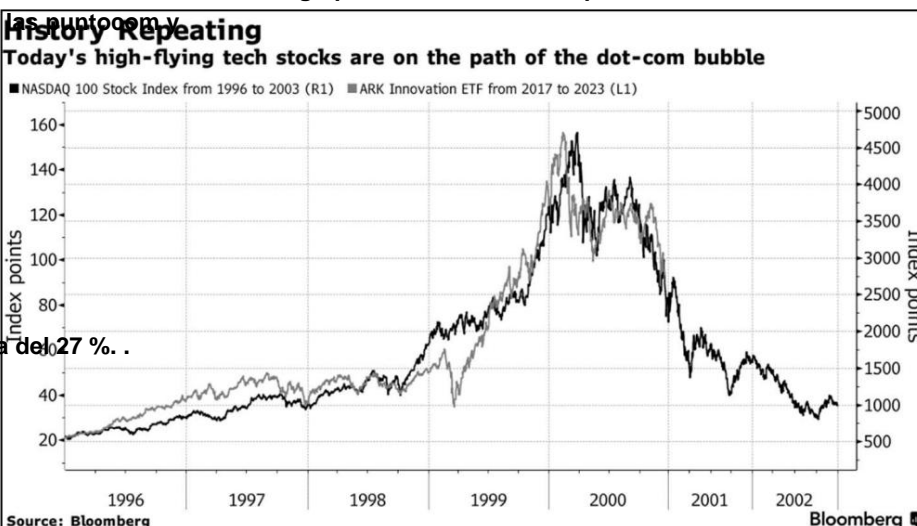
Hemos observado antes que el S&P 500 está siendo impulsado por un puñado de acciones de mega capitalización, pero las cosas no siempre han sido tan asimétricas. Según los datos de JP Morgan, al 20 de enero de 2022, las 10 principales empresas del S&P 500 ponderado por capitalización de mercado representaban el 29,8 % del índice (vs. ~17 % en 1996) y contaban con un múltiplo adelantado promedio de 30,3x (vs. un promedio de 19,8x desde 1996). Curiosamente, dice Gary Shilling, que escribe para Bloomberg, la década anterior a que la capitalización de mercado de la empresa promedio crezca lo suficiente como para entrar en el "top 10" del S&P 500, supera al mercado en general en un 10% anual



Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

Las acciones del fondo ARK han ganado casi un 250 % durante los últimos 5 años, pero gran parte de esa ganancia se produjo en 2020, y el fondo ha bajado más del 50 % desde sus máximos históricos en febrero de 2021 (y casi un 20 % solo en 2022, a partir del 20 de enero), dice Edward Harrison de Bloomberg, quien califica el desempeño de ARK como "inquietantemente similar" a la burbuja de las puntocom y

busto. A pesar del bajo rendimiento reciente de ARK, el historial a largo plazo de la Sra. Wood sigue siendo bastante sólido, pero lamentablemente la mayoría de sus inversores no lo han hecho tan bien: según Bespoke Investment Group, el inversor medio en cinco de los ETF de ARK sufre una pérdida del 27 %.



(no es de extrañar, con un rendimiento superior al factor determinante para convertirse en una gran empresa en primer lugar), pero después de que las empresas se unen al club de las 10 principales, tienden a tener un rendimiento inferior al del mercado en general. Cualquiera que esté considerando invertir en algunas de las acciones más grandes del S&P 500 debe tener en cuenta esta tendencia, recordando lo que el gran Wayne Gretzky solía decir: "patine hacia donde va a estar el disco, no donde ha estado".

Las acciones restantes del S&P 500 se venden a 18,6x, por encima de su valoración media de 15,7x desde 1996, pero muy por debajo de las 10 principales empresas. Curiosamente, los resultados de 2021 fueron impulsados únicamente por las ganancias, ya que las ganancias aumentaron un 34,5 %, pero el

El ETF ARK Invest Innovation (administrado por Cathie Wood) es el símbolo del dolor que se siente en las áreas más especulativas del mercado.

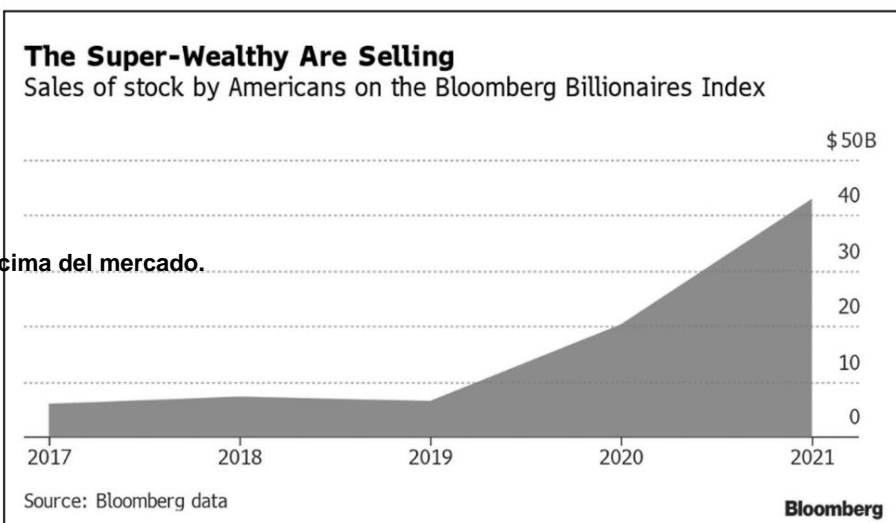
Venta de información privilegiada

Los ejecutivos corporativos pueden tener muchas razones diferentes para vender acciones (anticipación de cambios en la ley fiscal, filantropía, diversificación y mucho más), pero la gran cantidad de fundadores multimillonarios que vendieron

acciones en 2021 debería llamar la atención y bien podría estar señalando una cima del mercado.

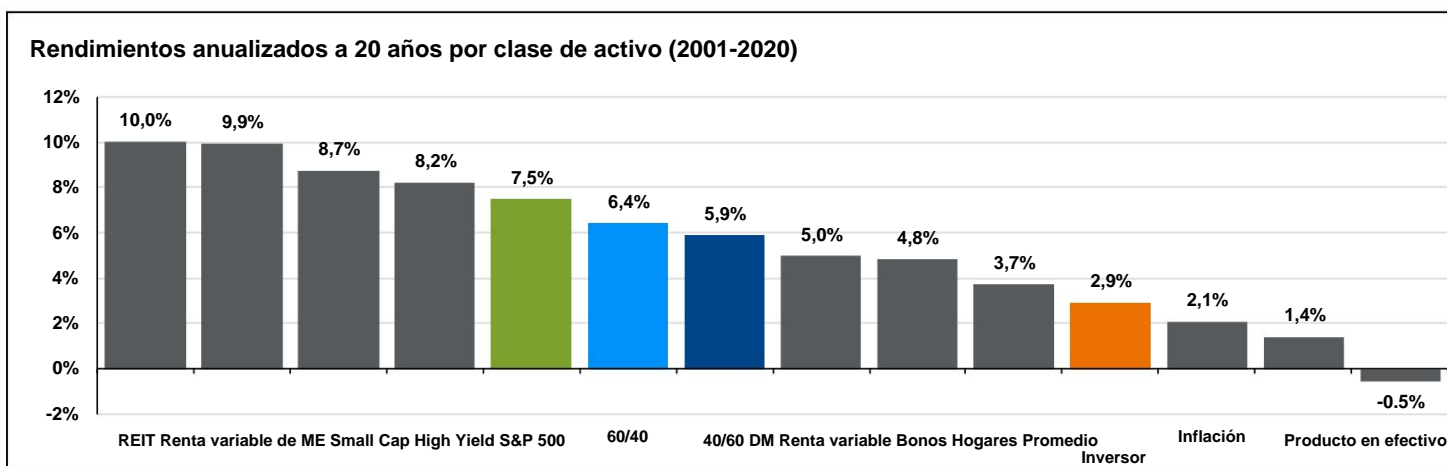
Ben Steverman y Scott Carpenter, de Bloomberg, informan no solo que Mark Zuckerberg de Meta Platforms Inc. (anteriormente conocido como Facebook) vendió acciones de su empresa casi todos los días el año pasado, sino también que los fundadores de Google vendieron

acciones por valor de ~3500 millones de dólares (la primera vez que Sergey Brin o Larry Page han vendido acciones desde 2017). Pero Elon Musk, al vender acciones por primera vez desde 2016, está liderando el grupo, ya que vendió acciones de Tesla por valor de ~ \$ 16 mil millones en 2021. En general, según Bloomberg, los estadounidenses más ricos descargaron \$ 42.9 mil millones en acciones hasta el comienzo de Diciembre: más del doble de su cifra para 2020.



La sabiduría de adoptar una visión a largo plazo

Lo hemos dicho antes, y lo diremos de nuevo: los inversores individuales acumulan las probabilidades de éxito de la inversión a su favor cuando mantienen el rumbo y adoptan una visión a largo plazo. Sin embargo, los datos de Dalbar nos dicen que durante los últimos 20 años, cuando el S&P 500 promedió un avance anual del 7,5 %, el inversionista promedio ganó solo un 2,9 %, apenas superando la inflación del 2,1 % durante el período. ¿Por qué tal grado de bajo rendimiento? En parte porque los inversores dejan que sus emociones se apoderen de ellos y persiguen la última moda de inversión (o se acumulan en acciones en los picos del mercado y se venden en los mínimos del mercado) y en parte porque venden por razones no fundamentales, como un aumento en la participación de una empresa. precio (o en un índice).



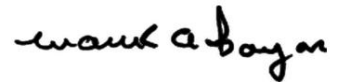
Fuente: JP Morgan Guide to the Markets.

Pero la historia nos dice que adoptar una perspectiva de varios años inclinaría las probabilidades de éxito a favor de los inversores. Según datos de JP Morgan, desde 1950 la rentabilidad anual del S&P 500 ha oscilado entre +47% y -39%. Sin embargo, para cualquier período de 5 años, ese rango se reduce de +28 % a -3 %, y para cualquier período de 20 años, es de +17 % a +6 %. En resumen, desde 1950, nunca ha habido un período de 20 años en el que los inversores no ganaran al menos un 6% anual en el mercado de valores. El rendimiento pasado ciertamente no es garantía de rendimientos futuros, pero la historia muestra que cuanto más tiempo se dé, mayores serán sus posibilidades de obtener un rendimiento satisfactorio.

Como siempre, estamos disponibles para responder cualquier pregunta que pueda tener. Si desea discutir estos Si tiene más problemas, comuníquese con nosotros a info@boyarvaluegroup.com o al 212-995-8300.

Atentamente,

Marcos A. Boyardo



Jonathan I. Boyar



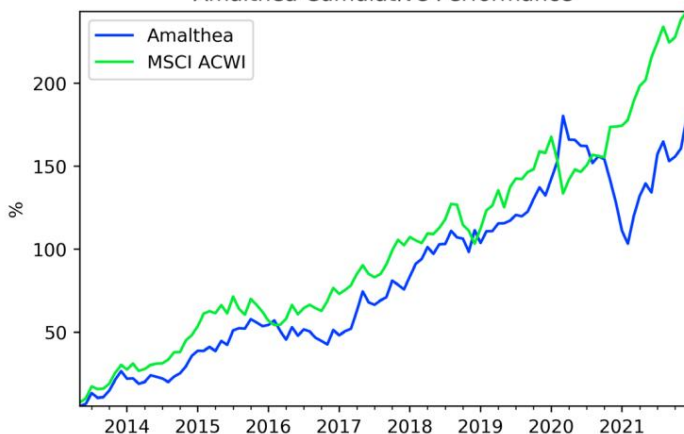
AVISO IMPORTANTE

El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Invertir en acciones y renta fija implica riesgos, incluida la posible pérdida de capital. El índice S&P 500 se incluye para permitirle comparar sus rendimientos con un índice ponderado de capitalización no administrado de 500 acciones diseñado para medir el desempeño de la economía nacional en general a través de cambios en el valor de mercado agregado de las 500 acciones que representan a todas las principales industrias. El Russell 2000® Value Index mide el rendimiento del segmento de valor de pequeña capitalización del universo de acciones de EE. UU. Incluye aquellas empresas de Russell 2000® con una relación precio/valor contable más baja y valores de crecimiento previstos más bajos. El índice de valor S&P 1500 mide las acciones de valor utilizando tres factores: las proporciones del valor en libros, las ganancias y las ventas al precio y los componentes son el amanecer del S&P 500, el S&P Midcap 400 y el S&P SmallCap 600. El Dow Jones Industrial Average es un promedio ponderado por precio de 30 acciones significativas negociadas en la Bolsa de Valores de Nueva York y el NASDAQ. La volatilidad de los índices mencionados anteriormente puede ser materialmente diferente de la de su(s) cuenta(s), y las tenencias en su(s) cuenta(s) pueden diferir significativamente de los valores que componen los índices mencionados anteriormente. Sus resultados se informan brutos de tarifas. El cobro de honorarios produce un efecto combinado en la tasa de rendimiento total neta de los honorarios de gestión. Como ejemplo, el efecto de las tarifas de gestión de inversiones en el valor total de la cartera de un cliente suponiendo (a) una evaluación de tarifas trimestrales, (b) una inversión de \$ 1,000,000, (c) un rendimiento de la cartera del 8% anual y (d) 1.50% anual la tarifa de asesoría de inversión sería de \$15,566 en el primer año, y los efectos acumulativos de \$88,488 durante cinco años y \$209,051 durante diez años. Este material pretende ser una descripción general amplia de la filosofía y el proceso de Boyar Asset Management y está sujeto a cambios sin previo aviso. Las tenencias y características de la cuenta pueden

El Bronte Amalthea Fund es un fondo global largo/corto que apunta a rendimientos de dos dígitos a largo plazo, administrado por una empresa orientada al rendimiento con un proceso y una cartera que creemos que es genuinamente diferente. Los objetivos incluyen reducir el riesgo de pérdida permanente de capital y proporcionando diversificación global sin los riesgos de mercado/reducción típicos de los fondos de posiciones largas. Creemos que una cartera corta muy diversificada reduce sustancialmente el riesgo y permite obtener beneficios en mercados difíciles

	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	Año fiscal
AF13								5,4%	1,3%				6,8%
FY14	6,0%	-2,5%	0,4%	3,6%	5,7%	4,3%	-3,7%	0,2%	-2,6%	0,9%	3,4%	-0,8%	15,2%
AF15	-0,9%	-1,6%	2,7%	1,7%	3,4%	4,9%	2,3%	-0,1%	1,7%	-1,7%	4,4%	-1,7%	15,6%
FY16	6,1%	0,9%	-0,2%	3,8%	-1,3%	-1,4%	0,5%	1,8%	-4,1%	-3,4%	5,1%	-3,4%	3,8%
FY17	2,5%	-0,8%	-2,5%	-1,3%	-1,5%	6,1%	-2,0%	1,6%	1,0%	7,0%	7,2%	-3,7%	13,6%
AF18	-0,9%	1,5%	1,1%	5,9%	-1,3%	-1,6%	4,4%	4,1%	1,5%	3,7%	-2,0%	2,9%	20,8%
FY19	0,1%	3,8%	-1,8%	-0,4%	-3,9%	6,5%	-3,6%	3,4%	0,0%	2,2%	0,1%	0,7%	7,1%
Año fiscal 20	1,5%	-0,4%	1,3%	3,4%	3,1%	-2,1%	4,3%	4,2%	11,0%	-5,1%	-0,1%	-4,8%	16,5%
FY21	-0,1%	-3,9%	1,7%	-0,7%	-5,0%	-5,7%	-7,3%	-3,7%	8,2%	5,5%	3,2%	-2,2%	-10,7%
Año fiscal 22	9,7%	3,0%	-4,5%	1,1%			1,8%	7,3%					19,3%

Amalthea Cumulative Performance



En diciembre, el fondo subió un 7,28 % frente al 1,50 % del MSCI ACWI (en AUD), un 10,43 % frente al 5,74 % del trimestre y un 22,76 % frente al 25,33% para el año calendario.

Tuvimos un comienzo muy difícil para 2021 y un final bastante bueno. Los resultados del año han sido adecuados. Los resultados del trimestre son buenos y los resultados del último mes son excelentes.

Esta es una carta anual, por lo que daremos una perspectiva más amplia que nuestras misivas trimestrales habituales. (visitar)

Características del fondo		Análisis de cartera 1		
Objetivo de inversión	Maximice los rendimientos ajustados al riesgo con rendimientos altos de dos dígitos en 3-periodos de año.	Métrica	Amaltea MSCI ACWI	(en dólares australianos)
mín. inversión inicial	\$100.000 (para inversionistas calificados)	Sharpe Ratio ²	0.88	1.31
Inversión adicional mínima	\$50,000	Sortino Ratio	1,65	2,38
Solicitudes/reembolsos Mensual		Desviación estándar anualizada	12,46%	10,40%
Distribución	Anual	Pérdida mensual más grande	-7,30%	-8,00%
Comisión de gestión	1,5%	mayor reducción	-30,01%	-12,73%
Asignación de rendimiento	20%	Proporción de mes ganador	0,59	0,67
Administrador	Servicios del Fondo Citco	Rentabilidad acumulada ³	169,04%	243,26%
Auditor	Ernst & Young	Rentabilidad anualizada de 1 año	22,76%	25,33%
Custodios/PB	Fidelidad, Morgan Stanley, JP morgan	Rentabilidad anualizada de 3 años	8,45%	19,08%
		Rentabilidad anualizada de 5 años	12,26%	14,21%
		Rendimiento anual desde el inicio	12,10%	15,29%

¹ El rendimiento y el análisis se proporcionan solo para las unidades de clase ordinaria de Amalthea. El rendimiento real diferirá para los clientes debido al momento de su inversión y la clase de sus unidades en el fondo Amalthea.

² Los índices de Sharpe y Sortino asumen la tasa de efectivo australiana como la tasa libre de riesgo aplicable

³ Las devoluciones son netas de todas las tarifas

Descargo de responsabilidad: Este informe ha sido preparado por Bronte Capital Management Pty Limited. Este informe es para su distribución únicamente en las circunstancias que permitan las leyes aplicables. No tiene en cuenta los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se publica únicamente con fines informativos y no debe interpretarse como una solicitud u oferta para comprar o vender valores o instrumentos financieros relacionados. No se proporciona ninguna representación o garantía, ya sea expresa o implícita, en relación con la exactitud, integridad o confiabilidad de la información contenida en este documento ni pretende ser una declaración completa o un resumen de los valores, mercados o desarrollos a los que se hace referencia en el informe. Los destinatarios no deben considerar el informe como un sustituto del ejercicio de su propio juicio. Cualquier opinión expresada en este informe está sujeta a cambios sin previo aviso. El análisis aquí contenido está basado en numerosas suposiciones. Diferentes supuestos podrían dar lugar a resultados sustancialmente diferentes. Bronte Capital Management Pty Limited no tiene la obligación de actualizar o mantener actualizada la información contenida en este documento. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Las estimaciones del rendimiento futuro se basan en suposiciones que pueden no realizarse.

Hace doce meses las condiciones del mercado eran hostiles a nuestra estrategia. El impulsor fue una ola (quizás de más de 40 millones) de nuevos inversores minoristas que especulaban con acciones de las que sabían poco. Estos inversores a menudo tenían la perspectiva histórica de un pez dorado.

Muchos compraron acciones en empresas de las que nunca habían oído hablar, recomendadas en Internet por personas que nunca habían conocido. A veces lo hacían con dinero que no tenían.

Esto es lo que dijimos en nuestra carta de diciembre de 2020:

El aumento de las existencias de basura ha sido muy difícil para nosotros. Cortamos las existencias de basura. En el lado positivo, miramos las oportunidades de venta ahora y vemos un "entorno rico en objetivos". Por desgracia, la experiencia reciente nos dice que los objetivos pueden devolver el fuego.

La especulación desenfrenada en las acciones basura y orientadas al crecimiento ha tenido muchos impulsores, pero el que más nos importa es el aumento masivo en el número, el valor y la confianza de los inversores minoristas, en particular los inversores minoristas en línea, a menudo jóvenes y sin experiencia de inversión o perspectiva histórica. No es raro que los "inversionistas" de 20 años le pregunten acerca de las opciones de compra. El interés minorista generalizado en posiciones altamente apalancadas a corto plazo se refleja en un volumen masivo de opciones de compra en las acciones minoristas más especulativas. Tesla tiene literalmente miles de millones de dólares en opciones de compra de una semana cada semana, incluso en la semana de Navidad de bajo volumen...

Históricamente, el mayor impulsor de nuestra cartera corta, y el impulsor que mejor nos ha funcionado, es la venta corta de acciones que se promueven agresivamente entre los inversores minoristas. Buscamos encontrar a los promotores más cínicos y egoístas que promueven modas pasajeras, fraudes y fracasos para los inversores minoristas. Pero "vendido a inversionistas ingenuos" es una indicación básica.

Este aviso no ha funcionado en 2020. De hecho, es una forma de perder una cantidad considerable de dinero como vendedor en corto. Cuando cree que los inversores minoristas que están promoviendo este nuevo fraude brillante (del que posiblemente no pueden saber nada) están llegando al agotamiento, una nueva ola de novatos, con sus cuentas de Robinhood, llega a ofertar su corto al doble o al triple.

Sorprendentemente, las cosas empeoraron aún más que esto en el primer trimestre. La compra agresiva de opciones a corto plazo produjo el "apretón de gamma". La idea era que las opciones a corto plazo podrían obligar a los creadores de mercado a comprar grandes cantidades de acciones si las acciones subieran.

produciendo subidas meteóricas, aunque técnicamente impulsadas, de las acciones. La variable más importante para muchas acciones se convirtió en el interés abierto en las opciones semanales.

Los apretones de gamma más notables se produjeron en Gamestop (un minorista de juegos de computadora en CD ROM) y AMC (un propietario apalancado de salas de cine multiplex).

La percepción (con cierta base en la realidad) fue que estos movimientos masivos fueron impulsados por la cobertura de pantalones cortos. Esta llama fue avivada por personas que consideramos ladrones, personas que están en el negocio de vender sus empresas de pacotilla a Wall Street. Se las arreglaron para convencer a los inversores de peces dorados de que el alto interés a corto plazo en su promoción era una razón por la que deberían comprarla. Esta actitud de "hacerse corto" en Wall Street ha resultado en una transferencia financiera masiva de Main Street (pero particularmente de "inversionistas" jóvenes) a los promotores. 2020 y 2021 fueron un momento para que los estafadores bursátiles se enriquecieran dinásticamente.

Lo que. Una situación de "hacernos pequeños" nos amenazaba. Los promotores bursátiles se enriquecían principalmente a expensas de ingenuos inversores minoristas, pero lamentablemente también en parte a nuestra gastos.

No fue agradable.

¿Qué hacer al respecto?

Hubo varias cosas que hicimos al respecto.

Redujimos (aún más) el tamaño de nuestras posiciones cortas, especialmente si había un costo de préstamo alto o un interés corto alto. Esto significaba algunas cosas. El número de cortos que hemos duplicado a lo largo del año. Esto fue posible porque era un entorno rico en objetivos, pero también requería una inversión considerable en tecnología de gestión de cartera.

En segundo lugar, la cantidad de nuestra cartera que tiene un alto costo de préstamo o un número elevado de días para cerrar (indicadores de interés corto excesivo) ha disminuido y continúa disminuyendo. Sospechamos que esto nos hace menos atractivos para nuestros principales corredores, pero que así sea. Siempre hemos desconfiado de los "pantalones cortos llenos de gente". Este miedo se ha amplificado.

También redujimos el tamaño de las posiciones en acciones impulsadas por gamma. Esto involucró matemáticas considerables.

Todos los días descargamos todas las posiciones de opciones para acciones negociadas en Estados Unidos. Suponemos que los creadores de mercado están cubriendo las opciones con delta y estimamos cuántas acciones tienen los creadores de mercado para cubrir las adecuadamente. También estimamos cuántas acciones tendrían que mantener los creadores de mercado como cobertura si las acciones se duplicaran. La diferencia es cuántas tendrían que comprar, y es una muy buena estimación de cuántas acciones tendrían que comprar en un "apretón de gamma".

Hemos hecho esto para todas las acciones en Estados Unidos, algo que sería imposible sin las computadoras.

Hemos reducido las posiciones en cualquier acción susceptible a una compresión gamma a niveles triviales. (Las posiciones de 4 pb son comunes). Dado que el riesgo de compresión gamma se ha reducido, el tamaño de nuestra posición ha aumentado. Esto es solo parte de la inversión que hemos realizado en herramientas de gestión de carteras.

Resultados ultimamente

El mercado está a un paso de los máximos históricos. Y, sin embargo, nuestro libro corto está funcionando bien. La manía minorista se ha ralentizado. La señal más excesiva de la manía minorista: la inversión masiva en opciones a corto plazo muy fuera del dinero se ha ralentizado drásticamente. Estamos mucho menos asustados de una compresión gamma en uno de nuestros nombres que en febrero.

En los últimos seis meses hemos ganado dinero con nuestra cartera corta a pesar de que el mercado registró muchos nuevos máximos. Hay un montón de alfa allí.

Sin embargo, nuestro libro largo es aburrido y no se ha mantenido al día con el mercado. Hasta cierto punto, lo que se espera, como hemos dicho repetidamente, ha sido evitar el calor del mercado.

Pero seguimos sin poder encontrar inversiones en empresas de alta calidad que nos gustaría mantener durante décadas a precios que consideramos aceptables.

Sin embargo, los cortos nos han estado dando efectivo y estamos desplegando ese efectivo en más largos.

Esto ha significado que hemos comprado una plétora de posiciones pequeñas en acciones de valor o, al menos, en acciones que no creemos que estén sobrevaloradas. Tenemos pequeños puestos en empresas tan diversas como General Mills (una gran empresa de cereales para el desayuno) y Sotera Health (una empresa que utiliza Cobalt 60 para esterilizar productos médicos).

Dos posiciones largas han tenido un rendimiento notablemente inferior recientemente. Estos son Sueco Match y Herbalife. También hemos utilizado los beneficios de las posiciones cortas para aumentar ligeramente esas posiciones. Ambas acciones las consideramos baratas, pero estamos nerviosos por naturaleza cuando duplicamos las posiciones perdedoras. (Se adjunta una publicación de blog que John escribió sobre ese tema hace varios años explicando nuestra reticencia).

El mercado en general

El S&P 500 ha tenido 71 máximos históricos de cierre este año y ha terminado a un cuarto de punto porcentual desde un máximo de cierre histórico. A pesar de la innegable fortaleza del mercado, estamos viendo perdedores en todas partes. Las estrategias que han funcionado muy bien ahora funcionan mal.

Las dos grandes estrategias perdedoras han sido

- a) Comprar acciones minoristas sobrevaloradas
- b) Hipercrecimiento a cualquier precio.

Como se ha señalado, tenemos acciones minoristas sobrevaloradas en corto. Nos estamos beneficiando de eso.

Pero no nos hemos quedado cortos con las empresas de crecimiento a cualquier precio, aunque considerábamos sospechosas a varias de ellas. La chica del cartel para el crecimiento a cualquier precio ha sido Cathie Wood en Ark Invest. El fondo insignia (un ETF con ticker ARKK) ha bajado un 26 por ciento en los últimos seis meses. Su fondo de genética (ETF con ticker ARKG) ha bajado un 34 por ciento en los últimos seis meses.

Estas no son pérdidas pequeñas: el complejo Ark alcanzó su punto máximo con más de 50 mil millones en activos.

Cathie Wood se ha estado quejando de un mercado bajista irracional en las "acciones de innovación".

Tal vez, pero este es un mercado bajista que ocurre cuando el índice NASDAQ (el índice habitual para el crecimiento y la tecnología) sube un 12 por ciento en seis meses y un 29 por ciento en un año y los índices de acciones tecnológicas alcanzan regularmente nuevos máximos.

Lo que realmente ha sucedido es que el mercado se ha estrechado. Los campeones están cayendo y el dinero se está derramando en una colección cada vez más estrecha de historias ininterrumpidas que continúan aumentando sin cesar.

Esto es lo que sucedió en la burbuja tecnológica, donde el mercado se volvió muy estrecho, liderado por un pequeño grupo de historias tecnológicas casi perfectas, y donde las acciones de valor se volvieron extremadamente baratas.

Aún no estamos allí. Pero esperamos llegar allí, porque los años 2000-2005 fueron años muy buenos para los inversores de valor sensato, y creemos que sabemos cómo jugar ese juego.

Creemos que nos desempeñaríamos muy bien en un mercado posterior a la burbuja.

Australia

Australia parece estar en una tendencia ligeramente diferente a los mercados estadounidenses. Creemos (aunque podemos estar equivocados) que la razón es que la manía minorista en Australia ocurrió más tarde que la manía minorista en el resto del mundo. El bloqueo máximo (y, por lo tanto, el máximo de apuestas desde casa) fue en agosto de 2021. Esto fue mucho después de que los bloqueos se relajaran en otras jurisdicciones.

Siguiendo este patrón, podemos inclinar nuestro libro corto hacia Australia en unos pocos meses.

Australia también tiene muchos fraudes. Hemos discutido las razones antes, pero el problema subyacente es un gran mercado cautivo de jubilación (pensiones privadas) donde las personas se ven obligadas a ahorrar su salario en los mecanismos del mercado. El súper australiano, como política, ha funcionado bien en su mayoría, pero ha creado un mercado listo para que los estafadores vendan productos basura a los económicamente dotados, pero menos sofisticados.

Las leyes de difamación de Australia también han permitido el reinado libre de los ladrones. Simplemente no puede criticarlos públicamente o enfrentará una demanda por difamación. Hemos visto varios lugares donde los ladrones han sido protegidos por las reglas de difamación de Australia.

Nuestro regulador corporativo (ASIC) también se ha amontonado. Las reglas de difamación australianas tienen una exención legislada específica: no puede difamar a una empresa con más de diez empleados. Pero ASIC ha comenzado a legislar mediante reglamento. Si critica públicamente a una empresa con la que ha negociado, puede esperar una inspección reglamentaria, más de treinta mil dólares en facturas legales y eso solo si tiene suerte. ASIC ha tomado la costumbre de acompañar a la Policía Federal en redadas a puerta cerrada contra vendedores en descubierto completamente honestos.

No vemos evidencia de malas intenciones en ASIC, pero sus acciones hacen que sea menos probable que se descubran delitos corporativos en Australia. En el pasado, nosotros (y algunos otros) le dimos pistas a ASIC, algunas de las cuales resultaron en que los ladrones fueran a prisión. Pero si avisa al nuevo ASIC (o a la prensa) sobre un delito, es más probable que obtenga una citación que una nota de agradecimiento. Las consecuencias son obvias.

ASIC, a través de sus acciones, ha mejorado el entorno para las estafas en Australia.

Australia siempre ha sido buena para los estafadores, pero ahora es oro.

Sin rodeos: creemos que millones de personas perderán miles de dólares de su jubilación por fraude. Y creemos que la política de ASIC, hecha sin respaldo legislativo, ha hecho que la situación peor.

Cortaremos los fraudes en Australia. Pero no le diremos a nadie ningún detalle específico porque eso molestaría al regulador. Los fraudes seguirán. Habrá una transferencia de dinero de jubilación de los trabajadores australianos a los ladrones. Así es como el juego está amañado aquí.

El futuro

Creemos que la manía minorista tiene mucho más para relajarse. Los libros cortos deberían funcionar bien en este entorno. Por las razones expuestas anteriormente, creemos que esto - al menos en relación con el tamaño de la economía - juegan particularmente fuerte en Australia.

Si es así, nuestro libro corto proporcionará mucho efectivo que podemos invertir en inversiones largas.

Ha sido otra montaña rusa de un año. Uno que nos puso a prueba severamente, pero en el que desarrollamos nuevas herramientas y trajimos a varios nuevos miembros talentosos del personal. La estrategia subyacente permanece. A pesar de que los mercados se movieron cada vez más, nuestro libro corto se recuperó y la gestión de riesgos a su alrededor se ha mejorado significativamente.

Deseamos a todos nuestros clientes un feliz año nuevo.

El equipo de Brontë



Publicación de blog de 2017

¿Cuándo promedias hacia abajo?

La última publicación explicó por qué creo que una valoración completa no es una parte necesaria del proceso de inversión. Una nota de acciones decente es de 15 páginas sobre el negocio, una página sobre la administración, un párrafo o incluso una oración sobre la valoración.

La valoración normalmente puede ser un conjunto de preguntas del tipo "qué debo creer" para recuperar o no recuperar mi dinero.

Pero preferiría una simple modificación de este proceso. Esta es una modificación que no hemos hecho bien en Bronte (al menos formalmente) y deberíamos hacerlo mejor. Y esa es la cuestión de promediar hacia abajo.

--

Warren Buffett es famoso por su afición a "promediar hacia abajo". Si te gustó a \$10, deberías amarlo a \$6. Si baja "simplemente compre más". Y en el canon de la inversión en valor no encontrará muchas objeciones a ese punto de vista.

Pero promediar a la baja ha sido el destructor de muchos inversores de valor. De hecho, promediar hacia abajo es la forma icónica en la que los inversores de valor se destruyen a sí mismos (y a sus clientes). Después de todo, si amaba algo a \$ 40 y estaba equivocado, podría amarlo más a \$ 25 y es casi igual de probable que se equivocara, y le gustaría aún más a \$ 12 y podría ser igualmente incorrecto.

Y antes de que te des cuenta, te has duplicado tres veces, convirtiendo una posición del 7 por ciento en una pérdida del 18 por ciento.

Haz eso en algunas acciones y puedes bajar un 50 por ciento. Y en un mal mercado ese 50 por ciento puede ser 80 por ciento.

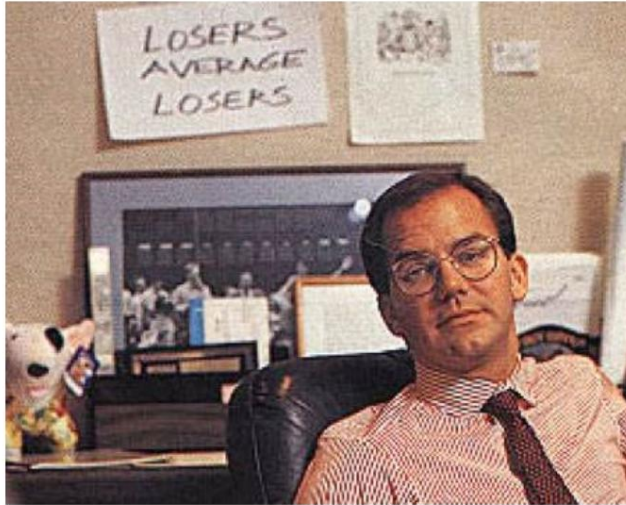
Y si no me creen esto tiene un nombre: Bill Miller. Bill Miller logró un récord sorprendente superando al S&P cada año durante quince años consecutivos y luego lo hizo estallar.

Miller tenía una (falsa) reputación como uno de los inversores de mayor valor de todos los tiempos: en realidad, es uno de los mayores perdedores bursátiles de todos los tiempos y un modelo de cómo no comportarse en los mercados.

Cómo no comportarse es ser un inversor de valor falso, comprando acciones en las que está equivocado y promediando a la baja de manera imprudente y repetida.

--

En el otro extremo, los comerciantes que (correctamente) piensan que las personas que promedian a la baja mueren. La exposición más famosa de esto es una foto de Paul Tudor Jones, con un papel pegado a su pared que dice que "los perdedores son los perdedores promedio".



Y, sin embargo, Warren Buffett y algunos de sus acólitos han promediado muchas veces y con éxito. Y, francamente, a veces he promediado con gran éxito.

Al menos a veces, el eslogan de Bill Miller es correcto: "gana el costo promedio más bajo". Paul Tudor Jones puede ser un gran comerciante, pero no es un parche para Warren Buffett.

--

Me encantaría tener un conocimiento enciclopédico de todas las empresas de mediana capitalización en Europa y poder comprar el extraño negocio sorprendentemente bueno cuando es pequeño y barato. Pero el

la tarea es demasiado grande. El mundo es complicado, y no puedo abarcarlo todo.

Pero cuando observo las tareas que puede realizar un taller de cuatro analistas, tengo una muy alta en mi lista de cosas que podemos y debemos hacer: debemos tomar la decisión de reducción promedio correcta con más frecuencia.

Así que he pensado mucho en esto. (La implementación deja un poco que desear).

--

En un panorama muy amplio: promediar hacia abajo cuando se tiene razón es muy dulce, promediar hacia abajo cuando se está equivocado es un desastre.

Al principio, la pregunta es "¿cuándo te equivocas?", Pero esta es una pregunta tonta. Si supiera que estaba equivocado, nunca habría comprado la posición en primer lugar.

Entonces la pregunta no es "¿estás equivocado?". Eso no va a agregar nada analíticamente.

En cambio, la pregunta es "¿en qué circunstancias te equivocas?" y "¿cómo lo dirías?".

--

Cuando lo pone de esa manera, se vuelve obvio que no debe promediar (mucho) hacia abajo en modelos de negocios altamente apalancados. Y mirando a Buffett, es muy bueno en eso. Compró quinientos millones de dólares en bancos irlandeses cuando colapsaron. Fueron aproximadamente a cero. Pero no se duplicó. Le gustaban menos del 90 por ciento, no le gustaban más del 95 por ciento.

Por el contrario, estas son las acciones en las que Bill Miller explotó: American International Group, Wachovia, Washington Mutual, Freddie Mac, Countrywide Financial y Citigroup. Todos eran modelos de negocio apalancados.

Por el contrario, probablemente puedas hacer un promedio bajo con Coca Cola: de hecho, Buffett lo hizo. Es realmente difícil calcular una circunstancia realista en la que Coca Cola sea un cero. Y si todavía es

creciendo, habrá un precio en el que tendrá razón, por lo que promediar hacia abajo contribuirá de alguna manera a obtener un costo promedio cercano o inferior a ese precio.

Por supuesto, incluso la Coca Cola no es del todo segura. Se podría imaginar un mundo en el que el problema subyacente fuera el litigio, en el que se descubre que algún ingrediente secreto es cancerígeno y en el que la empresa se enfrenta a un futuro incierto de demandas. No es probable - y si sucede te va a llegar al menos algún aviso de que es una circunstancia en la que podrías estar equivocado. Sea lo que sea, fuera de esa circunstancia sobre la que se le puede advertir, Coca Cola no es un modelo de negocio apalancado sujeto a la bancarrota y es casi totalmente improbable que se reduzca a la mitad cuatro veces seguidas. Puedes promediar eso hacia abajo.

Modelos de negocio apalancados operativamente

No todos los modelos de negocio son tan seguros como Coca Cola. De hecho, casi todos los modelos de negocios son más peligrosos que Coca Cola. Una acción minera sin apalancamiento financiero puede reducirse a la mitad cinco o seis veces. Si tiene una empresa minera que extrae carbón a 40 dólares la tonelada, no tiene deudas y el precio es de 60 dólares la tonelada, va a ser muy rentable. Pero los precios por debajo de \$ 40 (muy posible) tendrán ganancias negativas. Agregue algo de limpieza ambiental y algunos costos de cierre y es muy posible que una acción pierda el 95 por ciento de su valor. Promediando hacia abajo cuando baja un 40%, un poco más cuando se reduce a la mitad, y luego vuelve a reducirse a la mitad y aún perderá dos tercios de su valor. La diferencia entre promediar cosas así y hacer lo que hizo Bill Miller es solo de grado.

Todavía es un desastre. Y habrás probado el adagio de Paul Tudor Jones: los perdedores son los perdedores promedio.

Obsolescencia

Hay otra forma icónica en la que los inversores de valor pierden dinero: la obsolescencia técnica. Kodak se volvió obsoleto y fue una acción valiosa hasta la bancarrota. Las circunstancias en las que podría estar equivocado (la fotografía digital alcanza el 95 por ciento del mercado) podrían haberse establecido con bastante claridad en 1999.

Podría pensar que valía la pena ser propietario de Kodak como un "stock de colillas de cigarrillos": mucho flujo de efectivo y lidiar con el futuro más adelante. Hubo un caso de compra razonable para Kodak todo el camino. Pero la obsolescencia técnica siempre es una forma en la que debe estar equivocado. Cuando la amenaza es la obsolescencia, no se le permite promediar a la baja.

[Bill Miller promedió Kodak hacia abajo](#). Puaj.

Si pudiera mejorar nuestras notas bursátiles formales de alguna manera, me gustaría una descripción ex ante de las circunstancias en las que se nos permite promediar a la baja una acción en particular, y cuánto. Tenemos un valor predeterminado en Bronte, y el valor predeterminado en Bronte es que tenemos un porcentaje máximo para una acción (por lo general, el 9 por ciento, pero a menudo tan bajo como el 3 por ciento, según cómo evaluemos el riesgo de la acción) y como administrador del fondo Puedo gastarlo cuando quiera, pero no puedo gastarlo en exceso. Si tenemos una posición del 6 por ciento con un límite de pérdida del 9 por ciento y se reduce a la mitad, se me permite agregar tres puntos porcentuales más a la exposición. Pero eso es todo. Simon, siendo el administrador de riesgos, no está particularmente preocupado si agrega el extra cuando las acciones bajan un 30 por ciento de un 50 por ciento, pero no puedo agregarlo dos veces. Si es una posición en la que acordamos que podemos arriesgar el 9 por ciento, entonces yo puedo arriesgar el 9 por ciento.

No caeremos en la trampa del inversor de valor de perder el 18 por ciento en una posición del 7 por ciento. Hemos hecho una modificación de esto con el tiempo. Y eso es cada seis a nueve meses obtengo otro punto porcentual para agregar. Eso queda a discreción de Simon, pero la idea es que la forma más fácil de saber si estás equivocado es esperar. Después de uno o dos años, el problema subyacente generalmente se hará público. Si el tiempo no ha revelado nueva información, entonces podemos arriesgarnos más.

Pero podemos y debemos hacerlo mejor con descripciones ex-ante bajo las circunstancias en las que estamos preparados para agregar y circunstancias en las que no lo estamos. El problema es que puedes terminar en una mentalidad en la que siempre quieres sumar, en la que piensas que el mundo está en tu contra y que tienes razón y se demostrará que tienes razón.

Las descripciones ex ante claras del problema (que requieren un análisis comercial competente) podrían ayudar con ese problema.

El mal caso de promediar hacia abajo

La mala situación icónica para promediar a la baja es un modelo comercial apalancado que involucra fraude. Es sorprendentemente común porque las personas que ejecutan modelos de negocios altamente apalancados tienen incentivos muy fuertes para mentir o encubrirlo cuando las cosas se vuelven natillas. Puedo pensar en dos ejemplos recientes: Valeant y Sun Edison.

Para mi vergüenza, añadí a mi (pequeña) posición en Sun Edison a medida que caía. Puaj. Pero también se trataba de un modelo de negocio muy apalancado y, por tanto, por definición, el tipo de lugar donde los perdedores promedian los perdedores. No debería haberlo hecho, y no lo haré en el futuro.

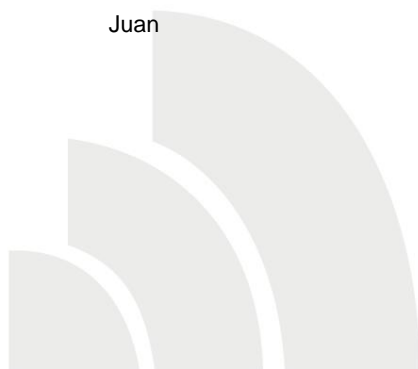
Pero los modelos comerciales altamente apalancados se aplican de manera bastante general. Cuando Bill Ackman llamó a Michael Pearson y le preguntó si había algún fraude en Valeant, ya tenía la mentalidad equivocada. Luego se sumó a una gran participación en una empresa con más de 30 mil millones de dólares en deuda calificada como chatarra. Perdedores promedio de perdedores.

Por cierto, nuestra regla de los seis meses (antes de que se le permitiera agregar) le habría ahorrado al señor Ackman muchas pérdidas adicionales. El tiempo ha revelado mucho sobre Valeant. Y también me habría salvado en Sun Edison.

--

Si bien creo que es absurdo que alguien me pregunte (según la última publicación del blog) una valoración de cada acción, creo que es completamente razonable que me pregunten "bajo qué circunstancias promediarías a la baja". Si no puede responder eso, probablemente no debería poseer las acciones. Debo insistir en ello con cada inversión larga.

Juan

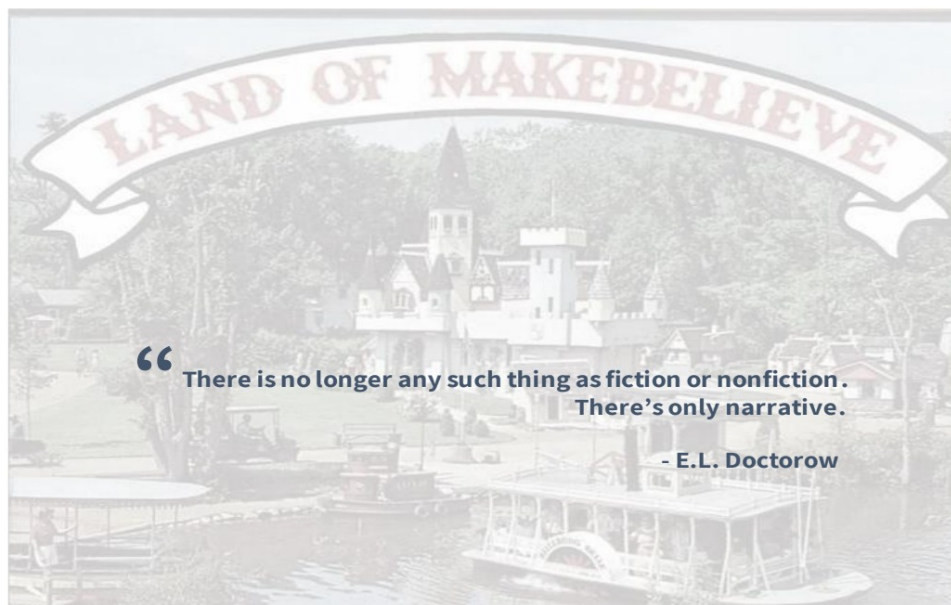




February 2022

Each age has its peculiar folly, some scheme, project, or phantasy into which it is plunged, spurred on either by the love of gain, the necessity of excitement, or the mere force of imitation.... Money has often been a cause of the delusion of multitudes. Sober nations have all at once become desperate gamblers and risked almost their existence upon the turn of a piece of paper. Men, it has been well said, think in herds; it will be seen that they go mad in herds, while they only recover their senses slowly and one by one. - Charles MacKay

Does it really matter what GameStop management does? Will the company's fundamentals—any company's fundamentals—have any bearing on its stock price in the world we are moving toward, where a group of amateurs on social media can move markets? Where a well-constructed tweet, or a particularly humorous meme, or an inspiring YOLO post can shift billions of dollars into a company's valuation? In such a post-GameStop-revolutionary future, is there really such a thing as a melting ice cube anymore? Or is every stock now—maybe the market itself—more like an untethered balloon? When you stick a pin in a balloon, it doesn't plummet toward the ground. It fires off at odd angles, sometimes shooting up to extreme heights, spinning and spiraling and seesawing—until it eventually runs out of air. Then it might drift back to the ground; or it might defy ratiocination and reason, get caught in a stiff breeze—and rise up, and up, forever. - Ben Mezrich, the Antisocial Network



INTRODUCCIÓN

Para el año completo que finalizó el 31 de diciembre de 2021, Broyhill generó rendimientos de renta variable entre bajos y medios veinte. Si bien los mercados más amplios también registraron otro año sólido en 2021, parece que la marea bajará en 2022 y muchos inversores nadarán desnudos. Sin embargo, hay un corolario que se pasa por alto en este cliché de inversión: la marea no baja en todas partes al mismo tiempo. Después de estar varado en un banco de arena durante años, parece que la marea finalmente está llegando para los inversores de valor. Con la mayoría de los mercados de un solo dígito alto a dos dígitos bajos en lo que va del año, nuestra cartera de acciones está ganando tanto en enero como en febrero. arriba ~ 3.5% en el año, generando

El desempeño general varió según las asignaciones de activos de las cuentas individuales, las posiciones heredadas y los flujos de capital. Los informes trimestrales detallados, que incluyen el rendimiento de la cuenta y el índice de referencia, las tenencias de la cartera y el historial de transacciones, se han publicado en nuestro portal para inversores. Tenga en cuenta que hemos realizado algunos cambios recientes en nuestra organización y en la forma en que informamos el desempeño en estas cartas. Esperamos que el resultado neto de ambos sea una mejor experiencia para los inversores y lo alentamos a que lea más sobre esto con mayor detalle al final de esta carta.

REVISIÓN DE RENDIMIENTO

Los principales contribuyentes al rendimiento durante la segunda mitad de 2021 fueron Avis Budget Group (CAR), Dollar Tree Inc (DLTR) y McKesson Corp (MCK).

GRUPO DE PRESUPUESTO AVIS

Avis aumentó un 166 % durante los últimos dos trimestres del año. La compañía alcanzó un nuevo récord de EBITDA trimestral: el EBITDA del tercer trimestre fue más alto que cualquier año completo en la historia de Avis, al tiempo que recompró casi \$ 1 mil millones de acciones y anunció otro aumento de \$ 1 mil millones en su autorización de recompra. Las acciones alcanzaron un máximo intradiario de \$545 después de informar ganancias, y finalmente cerraron en \$357, más del doble del cierre anterior. El comercio minorista frenético, provocado por los comentarios de la gerencia sobre la adopción de vehículos eléctricos, provocó una docena de interrupciones comerciales a lo largo del día. La manía se volvió tan intensa que TD Ameritrade dejó de permitir ventas cortas en Avis, ya que el interés corto representaba ~30% del flotante.

Desde una perspectiva fundamental, nuestra tesis de inversión en la industria de alquiler de automóviles se basó en algunos impulsores principales: luego de una reducción agresiva en las flotas de vehículos en los primeros meses de la pandemia, la recuperación de la demanda de viajes, combinada con una oferta reducida y una escasez de vehículos más amplia que infló los precios de los autos usados, crearon un panorama casi perfecto para ganancias inesperadas antes inimaginables. Desde una perspectiva técnica, el interés corto récord, combinado con recompras de acciones agresivas y ganancias extraordinarias, proporcionó a Wall Street Bets otro telón de fondo perfecto para coordinar un ajuste corto. Liquidamos toda nuestra posición en el anuncio de ganancias del tercer trimestre y continuamos buscando una buena dirección para enviar una tarjeta de agradecimiento a la comunidad de WSB, que convirtió temporalmente a un aburrido negocio de alquiler de autos en la compañía más valiosa del mundo.

Índice Russell 2000.

ÁRBOL DEL DÓLAR INC

Nuestra operación a corto plazo en Avis fue inusual para nuestro enfoque de inversión a largo plazo, pero ocasionalmente el mercado se da cuenta de los precios erróneos más temprano que tarde, y cuando lo hace, estamos más que felices de retirar nuestras fichas de la mesa y esperar al próximo oportunidad.

Nuestra inversión en Dollar Tree, que hemos mantenido durante casi cinco años, es más representativa de nuestro horizonte de tiempo y filosofía de inversión típicos, que busca activos mal cotizados con una mínima desventaja y el potencial de duplicar nuestro capital en 3 a 5 años. Esos dobles rara vez se desarrollan tan rápido como el aumento en los precios de los autos de alquiler. Apenas el trimestre pasado, destacamos a Dollar Tree como uno de los principales detractores después de que la compañía emitiera una guía débil debido a la creciente presión de los costos. Los inversionistas se sintieron frustrados con razón después de años de pasos en falso de la gerencia y comienzos en falso luego de la adquisición de Family Dollar.

En algún momento, esperábamos, el sentimiento sería el correcto. Si bien el momento de ese escenario es imposible de predecir, aumentamos nuestra posición en septiembre cuando las acciones cotizaron de nuevo a nuestro precio de compra original de 2017. A fin de mes, la junta aumentó la autorización de recompra de acciones existente de Dollar Tree a \$2500 millones, lo que representa aproximadamente el 13 % de la capitalización de mercado de la empresa en ese momento, lo que inició un cambio dramático en el sentimiento de los inversionistas. La gerencia también anunció que estaba en camino de tener 500 tiendas Dollar Tree Plus para fines del año fiscal, con otras 1500 tiendas planificadas para el año fiscal 22 y al menos 5000 previstas para el año fiscal 24. Además, la gerencia destacó el éxito de las Combo Stores de la compañía (que incluyen carteles de Dollar Tree y Family Dollar), destacando aumentos en las ventas y la utilidad bruta superiores al 20 % y al 30 %, respectivamente. Si bien solo hay 105 Combo Stores existentes, la gerencia espera agregar 400 más en el año fiscal 22, con el potencial de hasta 3000 en los próximos años.

En nuestra experiencia, las grandes ganancias a menudo se obtienen después de años de escaso rendimiento. La paciencia es verdaderamente una virtud en este negocio, ya que una inversión exitosa requiere confianza en su investigación y análisis, incluso cuando el mercado no está de acuerdo con usted por lo que puede parecer una eternidad. En este caso, después de tener Dollar Tree durante media década, las acciones casi se duplicaron, ganando un 77 % en los dos meses posteriores al anuncio de la gerencia. A pesar de las ganancias recientes, seguimos manteniendo nuestra inversión ya que las estimaciones de consenso todavía tienen que ponerse al día con la probable inflexión en el poder de las ganancias de los puntos de precios más altos. Y con la guía de Richard Dreiling, el ex director general de Dollar General, al que se le atribuye el cambio de DG a principios de la última década, creemos que las probabilidades de una ejecución exitosa han aumentado considerablemente.¹

CORPORACIÓN MCKESSON

Las acciones de McKesson agregaron otro 23% durante la segunda mitad. Incluso después de ganar un 44 % durante todo el año, la acción todavía cotiza con un 50 % de descuento en el mercado. Al igual que nuestra inversión en Dollar Tree, la confianza de los inversionistas en torno a McKesson languideció durante años, ya que la caída de los precios de los medicamentos genéricos comprimió los márgenes operativos y la incertidumbre de los litigios por opioides limitó los múltiplos de valoración. Pero los precios se han estabilizado, parece inminente un acuerdo mundial sobre opioides y las tendencias de prescripción se están recuperando rápidamente al mismo tiempo que se aceleran los ingresos relacionados con las vacunas.

Desde el año fiscal 2019, los ingresos han crecido un 7 % anual, impulsando el crecimiento de las ganancias por acción, que debería oscilar entre un 11 % y un 14 % hasta el año fiscal 22. Durante este período de tres años, McKesson ha generado \$15 mil millones en flujo de caja libre acumulativo (aproximadamente dos tercios de su capitalización de mercado al comienzo del período), devolviendo aproximadamente la mitad a los accionistas a través de recompras (las acciones en circulación han disminuido en 24 % sobre 6.000 millones de dólares de recompras) y dividendos (que han aumentado un 22 % durante este período), al tiempo que reduce el apalancamiento de 2,8x a 1,6x.

¹ [El ex CEO de Dollar General finalmente puede tener la oportunidad de arreglar lo que aqueja a Family Dollar](#)

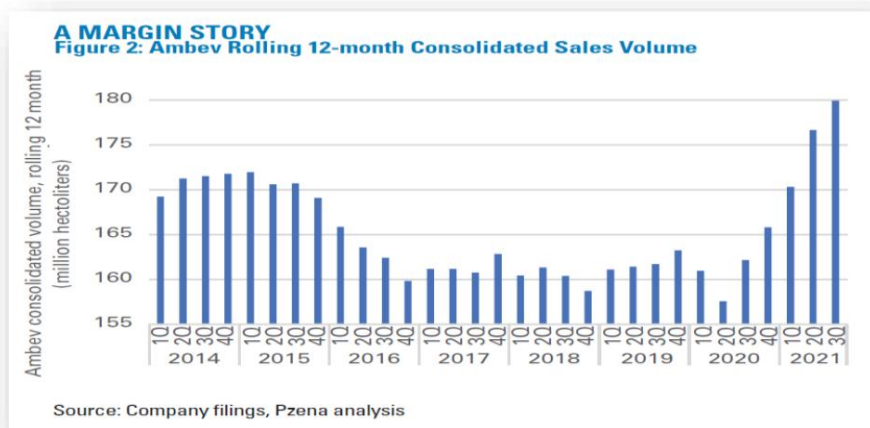
¿Suena como un negocio que debería cambiar de manos a la mitad de la valoración del mercado? No lo creemos. Incluso suponiendo que las acciones se negocien de nuevo a tres cuartas partes del múltiplo del mercado (en línea con el promedio de la última década), las acciones podrían tener una rentabilidad anual del 15 % al 20 % durante los próximos años.

Los mayores detractores del rendimiento durante la segunda mitad fueron Ambev (ABEV), ABI InBev (BUD) y Madison Square Garden Entertainment (MSGE), que disminuyeron entre un 15 % y un 16 % durante la segunda mitad de 2021. En particular, cada uno registró rendimientos positivos en medio del peor enero registrado en el mercado.

AMBEV Y ABI INBEV

Las acciones de Ambev y ABI lucharon para contrarrestar la caída de dos dígitos en los índices de los mercados emergentes en la segunda mitad del año. Las preocupaciones del consenso en torno a los vientos en contra de los costos de los productos básicos ciertamente no ayudaron, pero más allá de las presiones de los márgenes a corto plazo, ambas empresas continúan aumentando sus ganancias y sus fosos económicos. ABI controla más de una cuarta parte del mercado mundial de la cerveza de casi \$ 600 mil millones, según datos de Euromonitor, y se mantiene bien posicionado para un repunte en las ventas de la industria después de la pandemia.

Ambev, su subsidiaria que cotiza en bolsa, disfruta de una ventaja competitiva local aún más sólida, con casi dos tercios de la participación de mercado en Brasil, su mercado más grande, y una posición número uno o número dos en cada uno de sus otros mercados. Actualmente, las acciones cotizan más de un 50 % por debajo de los máximos alcanzados en 2018, ya que las monedas locales débiles han afectado los márgenes (la mayoría de los costos de los bienes de Ambev están denominados en dólares) y las preocupaciones macro han afectado a la región, que ha sufrido años de capital. salidas A pesar de estos vientos en contra, Ambev reportó un volumen récord en cada trimestre del año pasado, meses después de reportar su volumen más bajo en la historia durante la pandemia. Si el capital decide regresar a Brasil y a los mercados emergentes (más sobre esto más adelante), esperaríamos que Ambev sea el principal beneficiario ya que la acción sigue siendo uno de los nombres más grandes, rentables y líquidos del índice, operando en uno de los sectores más grandes y relevantes de la industria de consumo.



ENTRETENIMIENTO EN EL JARDÍN SQUARE DE MADISON

Nuestra inversión en el Madison Square Garden volvió a aparecer en la lista de los principales detractores, ya que la liquidez limitada y la cobertura limitada de los analistas exageraron los movimientos de las acciones a pesar de la escasez de nueva información. A los inversionistas les sigue preocupando que la reciente adquisición de redes deportivas regionales por parte de la gerencia haya diluido a la compañía como un puro entretenimiento en vivo y una obra de reapertura.

Si bien esperamos que la acción sea un gran beneficiario de la reapertura económica continua, más tiempo término, vemos una marca icónica con activos insustituibles, cotizando muy por debajo del valor de mercado privado. En mínimos recientes, estimamos que la acción se negociaba con un descuento sobre el valor de sus bienes inmuebles.

Y en caso de que nuestras grandes inversiones en tabaco no fueran suficientes para asustar a la multitud de ESG, creemos que MSGE está bien posicionado para capitalizar una gran oportunidad en las apuestas deportivas, ya que Nueva York ya se ha convertido en el mercado de apuestas deportivas más grande de Estados Unidos. recaudando \$1.6 mil millones desde su lanzamiento en enero.²

COMENTARIO DE MERCADO

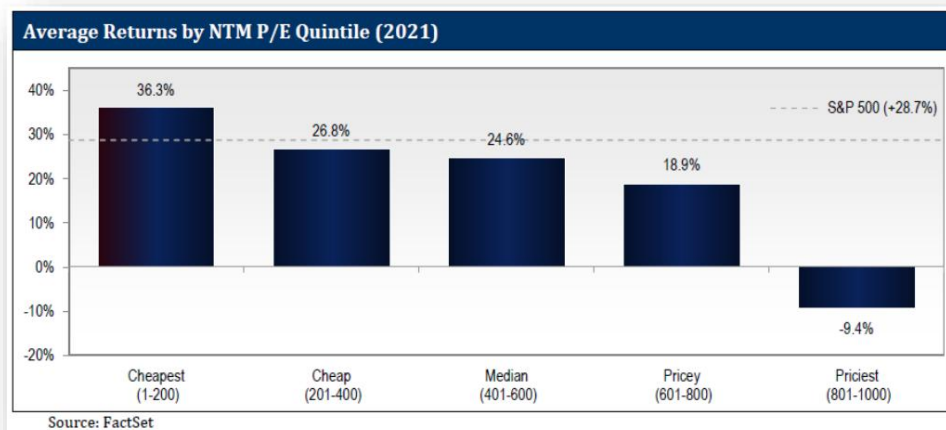
Todo el problema con el mundo es y que tontos los fanáticos son siempre ciertos ellos mismos, y gente mas sabia lleno de dudas. - Bertrand Russell

La ignorancia engendra con más frecuencia confianza que el conocimiento: los que saben poco, y no son los que saben mucho, los que afirman positivamente que esto o ese problema lo resolverá la ciencia. Nunca
—Charles Darwin

Los mercados alcistas a menudo se confunden con la genialidad.

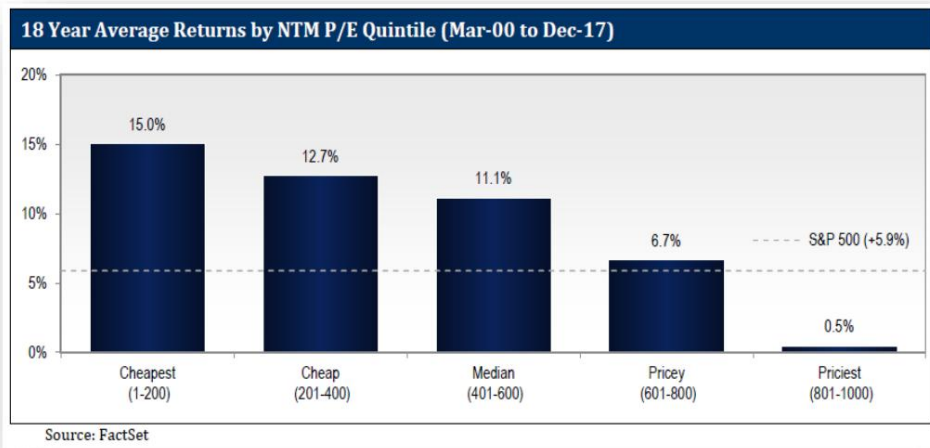
Un chimpancé que lanza dardos de vez en cuando da en el blanco, pero por mucho que le guste pensarlo, eso no lo convierte en el próximo Warren Buffet de lanzamiento de dardos (sea quien sea). Vemos muchos chimpancés que lanzan dardos en este mercado, ya que la mayoría de los inversores que administran capital hoy en día aún no han experimentado una recesión prolongada.

Eso puede estar a punto de cambiar. Los mercados de valores generaron otro año de rendimientos estelares en 2021, pero las similitudes con las ganancias de 2020 se detienen ahí. Las grietas que emergen debajo de la superficie han seguido creciendo hasta convertirse en fisuras más grandes a medida que las acciones en los negocios más especulativos han tenido un desempeño dramáticamente inferior. Más prometedora, quizás, es la creciente evidencia de que el valor ha regresado al lugar que le corresponde en el mundo. **En contraste con la experiencia reciente, en 2021, el quintil de acciones más barato registró los mejores rendimientos, mientras que las acciones más caras obtuvieron los peores rendimientos.**



² Nueva York se convierte rápidamente en el mercado número uno para las apuestas deportivas legalizadas en EE. UU.

La generación actual de inversores podría pensar que esto es inusual, pero de hecho, ha sido la norma durante la mayor parte de la historia. La única otra excepción es finales de los 90.



En el Psicología de Dinero , Morgan Housel escribe:

Las burbujas se forman cuando los rendimientos a corto plazo se elevan artificialmente en el mercado. El impulso de los inversores a corto plazo es principalmente a corto plazo. Ese proceso alimenta a los comerciantes a impulsar los rendimientos a corto plazo, atraen a más comerciantes. En poco tiempo, la subida de los que fijan los precios del mercado dominante con la mayor autoridad son aquellos con horizontes de tiempo más cortos.

La burbuja de las puntocom fue una época de planes de los contratos de opciones a corto plazo y comentarios de mercado actualizados al minuto. Los titulares comunes de esa era eran un volumen récord de operaciones . . . actualizados al minuto.

No es el tipo de cosa que asociarías con vistas a largo plazo.

Operaciones diarias, contratos de opciones a corto plazo y comentarios de mercado actualizados. Cuanto más cambian las cosas, más permanecen igual. Pero los árboles no crecen hasta el cielo (o el espacio exterior) sin importar cuánto capital fluya hacia el bosque de riesgo, y la gravedad ha comenzado a pesar sobre el quintil más caro de acciones.

Ya hemos visto caídas del 50% al 90% en los rincones más especulativos del mercado, incluidos, entre otros, SPAC, acciones de memes, exploración espacial, vehículos eléctricos, proteínas y medicamentos de origen vegetal, NFT y tokens criptográficos. , por señalar algunos. La realidad se está hundiendo y el sentimiento está cambiando temer por la codicia. Pero estas empresas aún representan decenas de miles de millones de valor, y la mayoría de los mercados de valores se mantienen a tiro de piedra de los máximos históricos. **Tesla sigue siendo un negocio de un billón de dólares, Dogecoin vale más que muchas empresas en nuestro libro y, a pesar de ver cómo su fondo insignia pierde más de la mitad de su valor, Cathy Wood aún administra más dinero que David Einhorn.**

Gotham Asset Management rastrea una canasta de más de 300 empresas no rentables, un buen indicador de los "perdedores de dinero" impulsados por narrativas en lugar de fundamentos. La cesta bajó un 6 % en 2021 y otro 20 % en las primeras semanas de 2022, pero sigue subiendo casi un 80 % desde el COVID, lo que sugiere que todavía queda mucho aire en esta burbuja.

El valor del valor ha comenzado a surgir en el nuevo año, pero en un horizonte a más largo plazo, apenas hemos arañado la superficie. El valor superó al crecimiento en un 16 % anual durante cinco años después de la burbuja tecnológica. **Dado el precedente histórico y los diferenciales de valoración extremos que observamos hoy, creemos que la fiesta del valor recién comienza.**

Si el declive tecnológico sirve de guía, eventualmente veremos cómo la debilidad se extiende al mercado en general. Como dicen, "Cuidado con los momentos en que los generales lideran pero los soldados no los siguen". **Contrariamente al consenso actual, los generales no son inmunes a las leyes de la gravedad.**

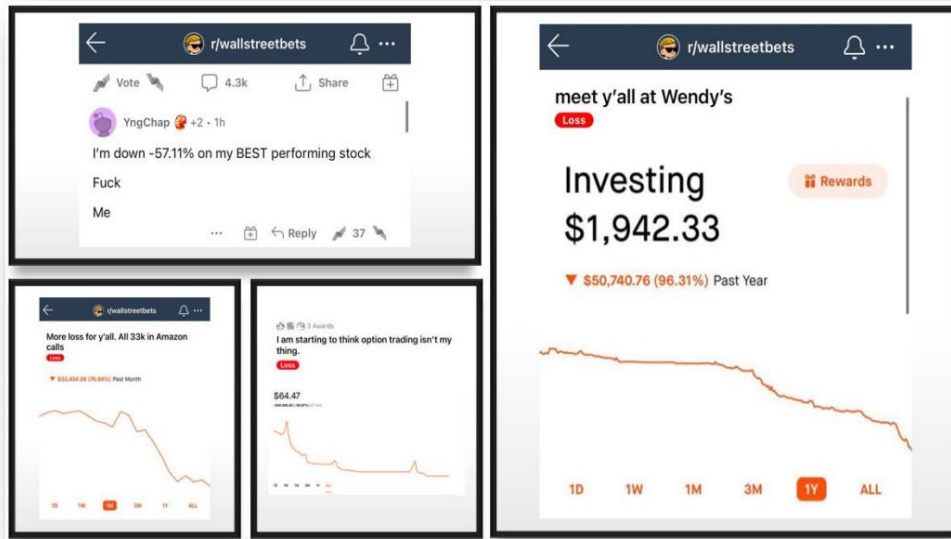
La historia proporciona una hoja de ruta útil. Los inversores que compraron las empresas más grandes de Estados Unidos en el apogeo de Nifty Fifty a finales de los años 60 y las mantuvieron durante cinco años, perdieron casi todo su dinero. Este se perfila para funcionar de manera similar.³ **La ley de los grandes números, el creciente escrutinio regulatorio y el aumento de la aglomeración y la concentración podrían comenzar a pesar sobre los líderes.**



³ Una diferencia notable esta vez es la creatividad en ciertos vehículos de inversión inversa. El ETF de innovación corta de Tuttle Capital (SARK), que busca explotar la debilidad en el ETF de innovación ARK insignia de Cathie Wood, ha regresado ~ 50% desde su inicio.

A medida que nos acercábamos al final del año, con los mercados de valores en máximos históricos, más de 300 empresas alcanzaron mínimos de 52 semanas. Eso sucedió solo otras tres veces en la historia, todas ellas en diciembre de 1999, según Leuthold Group.⁴ La carnicería se aceleró en enero cuando casi todas las demás compañías en el Nasdaq vieron cómo sus valores de mercado se reducían a la mitad desde su máximo de 52 semanas. en un eco del colapso de las puntocom. En ningún otro momento desde el estallido de esa burbuja ha ocurrido esto.

Las ruedas parecen estar cayendo de la carreta, y los simios nativos están inquietos.⁵



La popular revista de Silicon Valley, Wired, puede haber captado mejor la locura de las multitudes de hoy.

El año será recordado como el año de la cultura del dinero que las inversiones, burbujas de criptomonedas, desde memes de acciones tokenizadas y hasta las socializas IPO sin embargo, en TikTok, por ejemplo, uno de los formatos más populares es el estilo de cabeza parlante, mientras muestra el valor un hermano ofreciendo consejos de inversión,

En los últimos meses, se han lanzado más de 5000 nuevas criptomonedas. todos quieren

que esta pasando en la cultura del dinero en este momento se parece a esto: Las masas, frustrados por la rígida desigualdad social y la falta de oportunidades, están jugando a cualquier nueva Invierten sus redes sociales en juegos de lotería que son caros, comunidades, pues los juegos de lotería están diseñadas para ellas, Las inversionistas perdieron aproximadamente \$ 2.7 mil millones de fraude de inversión en 2020. los indicios apuntan incluso a

⁴ [Es diciembre de 1999 Basado en las acciones de NYSE tocando nuevos mínimos](#)

⁵ [El número de acciones de Nasdaq con una caída del 50% o más está casi en un récord](#)

Goldman Sachs destacó las constantes características de las manías financieras en una publicación reciente titulada Bubble Puzzle. El estudio identificó las siguientes narrativas que caracterizaron muchas, si no todas, las burbujas.

- Apreciación excesiva de precios y valoraciones extremas;
- Nuevos enfoques de valoración justificados;
- Mayor concentración del mercado;
- Especulación frenética y flujos de inversores;
- Crédito fácil, tasas bajas y apalancamiento creciente;
- Actividad empresarial en auge;
- Innovaciones narrativas y tecnológicas de la Nueva Era;
- Auge económico de ciclo tardío;
- La aparición de escándalos e irregularidades contables.

Sorprendentemente, a pesar de marcar cada una de estas casillas, el subtítulo de la publicación dice: "Una guía sobre las burbujas y por qué no estamos en una". Quizás a Wall Street le vendría mejor una definición más estadística de una burbuja en lugar de confiar en anécdotas del mercado y características cualitativas.

Para esto, podemos mirar a Jeremy Grantham, cofundador y director de inversiones de GMO, quien ha analizado cada burbuja en la historia durante las últimas décadas. La empresa define claramente una burbuja como una desviación de dos sigma de la tendencia. Y en sus matemáticas, **cada burbuja de dos sigma en el último siglo finalmente se desinfló y volvió a la tendencia.**

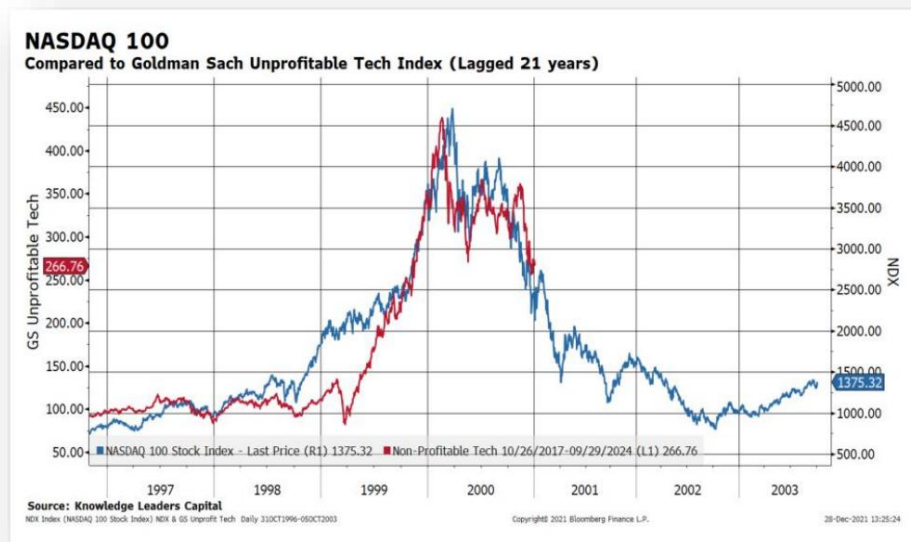
En un artículo reciente, Grantham destaca algunas burbujas que se convirtieron en superburbujas, alcanzando una desviación de tres sigma, antes de estallar. Los cinco (acciones estadounidenses en 1929 y 1999, acciones japonesas en 1989, vivienda estadounidense en 2006 y bienes raíces japoneses en 1989) finalmente volvieron a la tendencia, con una clave distinción.

Cuanto más subían, más dolor soportaban en el camino hacia abajo.⁶

Resulta que actualmente nos encontramos en medio de otra súper burbuja, lo que demuestra otra característica común de estos raros eventos de tres sigma. En las etapas finales del ciclo, todos ellos experimentan aumentos acelerados de precios 2x - 3x la velocidad promedio de un mercado alcista, junto con una reducción agresiva de la amplitud y, en última instancia, un bajo rendimiento dramático de las acciones más especulativas. Vimos esto de primera mano en 1999-2000, y lo estamos viendo de nuevo hoy.

⁶ [Que comience el alboroto salvaje](#)

Los promedios más amplios del mercado se han mantenido razonablemente bien hasta la fecha, pero si el análogo de 1999 sigue funcionando como lo ha hecho hasta la fecha, es posible que los inversores se enfrenten a unos años difíciles en el futuro.



El creciente número de anécdotas en nuestro archivo de "locura especulativa" continúa acumulándose a tal velocidad que ha sido casi imposible mantenerse al día.

- El año pasado, el insaciable apetito de los inversionistas por las acciones impulsó \$900 mil millones en fondos de acciones, más que el total combinado de los últimos 19 años.⁷ aunque imaginamos que ese número es un poco más bajo hoy en día.
- La financiación de empresas rompió todos los récords el año pasado. En 2020, la financiación de empresas globales alcanzó un récord de 294.000 millones de dólares. Las cifras del año pasado lo superaron cuando las nuevas empresas recaudaron \$621 mil millones.⁸
- Las empresas emergentes recaudaron más efectivo en el tercer trimestre del año pasado que durante todo el auge de las puntocom. El total trimestral fue más que cualquier año completo antes de 2018. Unas 180 empresas respaldadas por empresas se hicieron públicas, aportando más de \$ 500 mil millones en valor al mercado.
- Más de la mitad de las casi 500 OPI de este año ya cotizan por debajo de sus precios de oferta. Aún así, hoy en día hay más de 1000 unicornios en el mundo; casi el doble del total alcanzado en 2020.
- Haciéndose eco del (in) famoso Enron Field en Houston, el Staples Center de Los Ángeles está renombrando como Crypto.com Arena en un acuerdo de 20 años con una plataforma de criptomonedas. Incluso RadioShack está tratando de resucitar de entre los muertos, siguiendo el libro de jugadas de AMC/GME, anunciando que está "llevando la criptomoneda a la corriente principal" al convertirse en un intercambio.
- Y por último, pero ciertamente no menos importante, una ex estrella de la telerrealidad comenzó a vender pedos en un frasco por alrededor de \$1000 cada uno antes de hacer la transición a las ventas de "pedos digitales" en la cadena de bloques.

Mientras tanto, los directores ejecutivos y los expertos están vendiendo al ritmo anual más rápido registrado, habiendo liquidado un récord de \$69 mil millones en acciones el año pasado.⁹

⁷ [fondos de acciones recibieron más efectivo en 2021 que dos décadas combinadas](#)

⁸ [La financiación de empresas globales y la creación de unicornios en 2021 rompieron todos los récords](#)

⁹ [Elon Musk y otros líderes venden acciones a niveles históricos mientras el mercado se dispara y se avecinan cambios en los impuestos](#)

A muchos advenedizos ambiciosos y respaldados por empresas les gusta describirse a sí mismos como el Amazon de esto o el Google de aquello. Adivina qué. Amazon es la excepción, no la regla. Solo los unicornios más raros pueden generar crecimiento en el nivel durante tanto tiempo. Para la gran mayoría de los simples mortales, la realidad es muy diferente. Como explica Daniel Kahneman en su libro más reciente, *Ruido* :

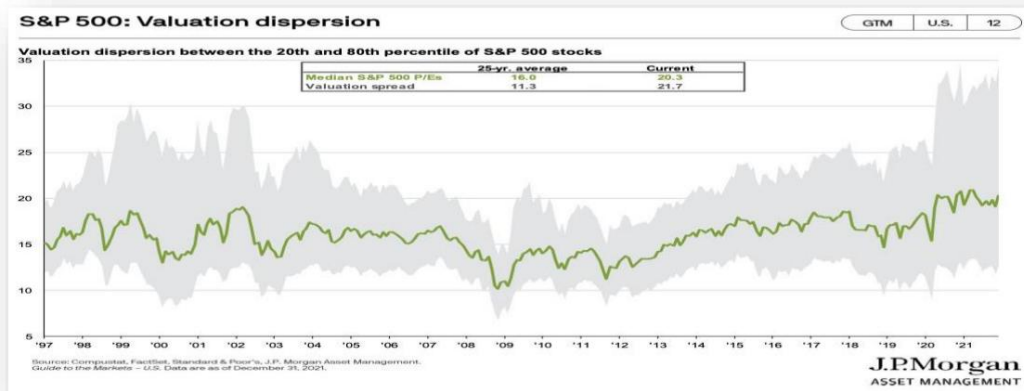
Las predicciones corregidas siempre serán más conservadoras que las intuitivas: nunca serán tan extremo, del significado no previene esas predicciones, más cerca del Si corrige tu a puesta en marcha de gran éxito valorada en 1.000 millones de dólares se convertirá en gigante que vale varios cientos de veces eso. a

Las predicciones corregidas no toman apuestas atípicas por . . . Debe recordar que los valores atípicos son, extremadamente raras. El error contrario es mucho más frecuente: cuando predécimos que los valores atípicos seguirán siendo valores atípicos, generalmente no lo hacen debido a la regresión hacia la media. Es por eso, por qué . . . para las predicciones corregidas son superiores a predicciones intuitivas.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Los activos de riesgo están en llamas, en medio de un "repunte de todo" con signos de espuma, especulación y asunción de riesgos excesivos en todas partes. Los mercados tienen un precio de perfección justo cuando la recuperación se está estancando y el estímulo se está desvaneciendo. A medida que las narrativas se han vuelto cada vez más engañosas, muchos precios se han desconectado de la realidad. Pero al final, los hechos ganan a la ficción. Y siempre hay algo que hacer. A medida que los inversores continúan deshaciendo sus apuestas especulativas sobre valores atípicos y corrigiendo sus muchas predicciones erróneas, **creemos que el pensamiento de la nueva era de hoy pronto será reemplazado por inversiones menos extremas y más conservadoras cuando la rentabilidad y el flujo de caja importan más que promesas vacías.**

Nos gusta esta configuración y creemos que el desarrollo narrativo debería ser un viento de cola para nuestra cartera durante años venir. Vemos un valor sustancial en nuestras inversiones y hemos aumentado nuestras mejores ideas, pero no estamos descansando en nuestros laureles. Nuestros oídos se animan cuando escuchamos a alguien describir una inversión como no invertible. Las bajas expectativas y las bajas valoraciones son una fórmula poderosa para el rendimiento futuro. Afortunadamente, a pesar de la burbuja récord actual en la especulación, hay muchas oportunidades desafortunadas y en las que no se puede invertir, ya que la dispersión de la valoración se mantiene cerca de los máximos históricos. Por lo tanto, aunque muchos inversores se quejan de las valoraciones altísimas, podemos construir una cartera extremadamente barata a través de una investigación ascendente centrada en las oportunidades pasadas por alto y desfavorables. De hecho, incluso llegaríamos a decir que el panorama de inversión actual es lo mejor posible para nuestra filosofía de inversión.



Nuestras inversiones en tabaco proporcionan un gran ejemplo de esta dispersión y otro eco de las oportunidades creadas durante la burbuja de las puntocom. Estas inversiones no se convirtieron en los principales contribuyentes del año pasado, pero estuvieron cerca.

Altria y Phillip Morris ganaron 24% y 21% en el año. Más importante que las ganancias disfrutadas junto con una marea creciente es su desempeño en 2022 cuando la marea comenzó a retroceder. Ambas acciones ganaron alrededor de un 8%, mientras que el mercado se desplomó un 5% en enero.

La configuración actual parece inquietantemente similar a la dicotomía que experimentamos a finales de los 90. Entonces, como ahora, los inversores, enamorados de las acciones del nuevo mundo, ignoraron a los incondicionales de la vieja economía. Un artículo de Altria sobre [Value Investor Club](#) en abril de 2000 destacó la oportunidad en un momento en que las acciones de Internet estaban en alza y las acciones de tabaco se consideraban no invertibles. Un litigio inminente amenazó con llevar a la industria a la bancarrota en ese momento; podría decirse que es un riesgo significativamente mayor que la amenaza que plantean los ESG en la actualidad.

En ese momento, Altria rindió entre un 8 % y un 9 % y se negoció a un múltiplo de un solo dígito, en línea con la valoración actual de las acciones en la actualidad. Tras la quiebra de las puntocom, las acciones aumentaron más del 600 %, mientras que el NASDAQ disminuyó más del 50 % durante la próxima década. Nuestro caso positivo para Altria hoy no nos lleva a un rendimiento del 600%, pero nos complacería apostar por el rendimiento de las acciones en relación con el NASDAQ durante la próxima década, si alguien está interesado.

.....

La actividad de la cartera continuó a un nivel superior al normal durante todo el año, ya que la volatilidad brindó una gran oportunidad para recortar las inversiones que se acercaban a nuestras estimaciones de valor razonable y aumentar o establecer posiciones en empresas de alta calidad que temporalmente se vieron desfavorecidas en un entorno más especulativo. Al final del año, nuestras cinco principales exposiciones eran inversiones en tabaco (Altria Group y Phillip Morris), McKesson Corp, LatAm Airports, Fiserv Inc y Equity Commonwealth.

Continuamos a la caza de nuevas oportunidades, atacando áreas de incertidumbre, aprovechando nuestra amplia red para generar ideas e investigaciones fundamentales profundas para identificar inversiones con un margen de seguridad y potencial de crecimiento material. El resultado de ese trabajo ha producido varios temas de inversión convincentes en toda la cartera. Discutimos algunos ejemplos a continuación.

PRESTADORES BARATOS

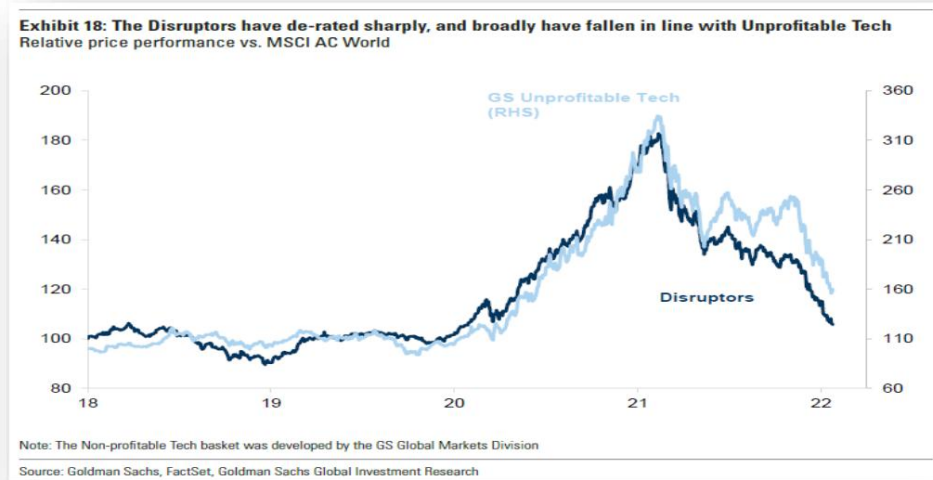
La concentración actual de líderes del mercado no es única. Es típico de anteriores olas de innovación.

Es probable que las empresas dominantes con marcas fuertes, altas barreras de entrada y capacidad de adaptación sigan teniendo éxito, pero las innovaciones disruptivas no siempre desplazan a los titulares.

La tecnología es a menudo aditiva en lugar de disruptiva. Muchas empresas de alta calidad en industrias maduras han bajado significativamente la calificación, dejando a muchos titulares con una apariencia muy barata.

Los que se adaptan pueden generar un rendimiento excepcional.

Creemos que nuestra reciente inversión en Fiserv es quizás el mejor ejemplo de esta oportunidad y esbozamos nuestra tesis de [inversión en el artículo que acompaña a esta carta](#).

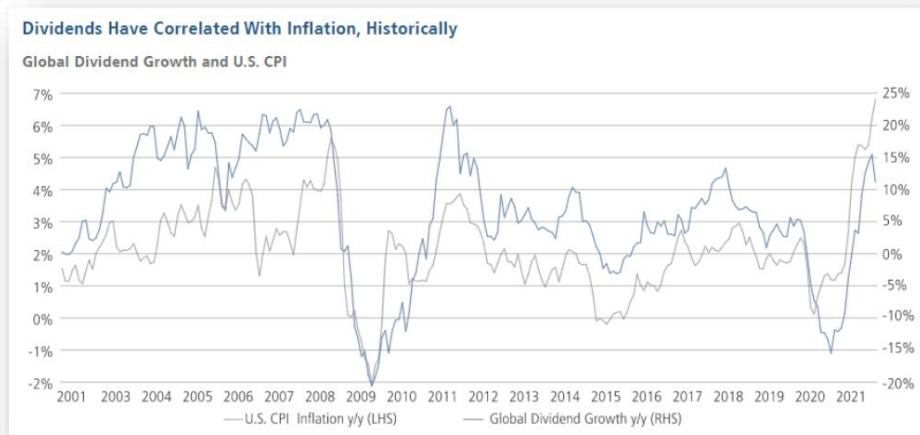


EL VALOR DEL VALOR

Las valoraciones son baratas, los fundamentos son sólidos y las acciones de valor ofrecen un crecimiento de beneficios superior y rendimientos de beneficios de dos dígitos. Los activos reales, como las acciones, han proporcionado históricamente la mejor reserva de valor a largo plazo. **Por lo tanto, si le preocupa la inflación o intenta crear una cartera antifrágil para sobrevivir a múltiples climas económicos, poseer acciones baratas parece ser una buena manera de comprar un seguro con un descuento.**

INGRESOS DE CALIDAD

Creemos que una estrategia de dividendos se puede mejorar en gran medida superponiendo una evaluación fundamental de la calidad del negocio impulsada por el valor. **Con los precios de los activos en máximos históricos, los rendimientos en mínimos históricos y el riesgo de una inflación creciente, Quality Income es una alternativa atractiva a los bonos.**



Fuente: investigación de estrategia absoluta

LA CALAMIDAD DE CHINA

Los rendimientos son mejores cuando el capital es escaso. En un mundo inundado de liquidez, encontrar esas oportunidades puede ser un desafío, pero no imposible. Vemos valor en los mercados de acciones y bonos chinos y estamos posicionados en consecuencia. La represión de China en el sector inmobiliario ha provocado una venta masiva de bonos de alto rendimiento.

Los diferenciales se han disparado y ahora están rindiendo más del 20 % frente al máximo del 14 % del año pasado en el punto álgido de la pandemia. En resumen, el crédito high yield asiático está valorando un gran riesgo a la baja. Actualmente, el mercado espera que casi todos los demás créditos entren en incumplimiento. Esto parece una exageración. **El aumento de los flujos de capital frente a la caída de los precios sugiere que los inversores están comenzando a darse cuenta de que los rendimientos de dos dígitos en el entorno actual de tasas bajas son demasiado difíciles de resistir.**

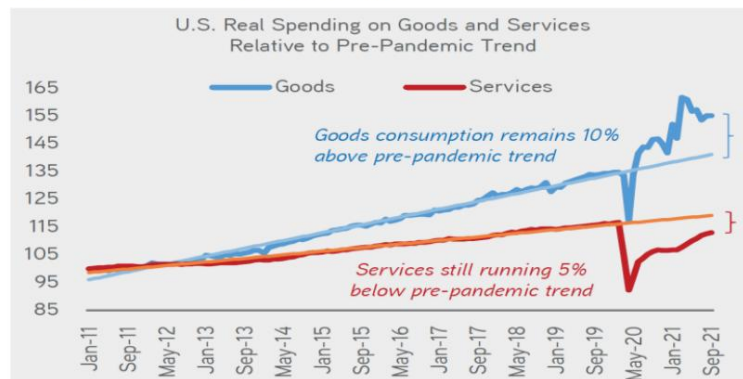
RENTABILIDADES DIFERENCIADAS

A diferencia de las estrategias tradicionales, las inversiones impulsadas por eventos responden a eventos específicos en lugar de la dirección de los mercados más amplios. Independientemente de si el mercado sube o baja, los catalizadores pueden impulsar las acciones al alza, desbloquear su valor y vincular su destino a un evento determinado en lugar de a los caprichos del mercado. Como resultado, estas inversiones pueden reducir la duración de la cartera y las lecciones a la baja en los mercados bajistas. **Después de fin de año, comenzamos a construir una nueva posición central en uno de esos valores y esperamos revelar esa inversión en nuestra próxima carta.**

EXPERIENCIAS COVID

La normalización posterior a COVID debería significar una disminución de la demanda de bienes (es decir, Peloton) y una creciente demanda de servicios (es decir, aeropuertos y alquiler de autos). El gasto de los consumidores en bienes sigue estando un 10 % por encima de la tendencia, mientras que los servicios todavía están un 5 % por debajo. **Creemos que es probable que la demanda de "experiencias" se acelere durante los próximos años. Es probable que las inversiones en viajes y ocio sean los principales beneficiarios.**

Services, Which Represent Almost 70% of Total Consumer Spending, Are Still Recovering

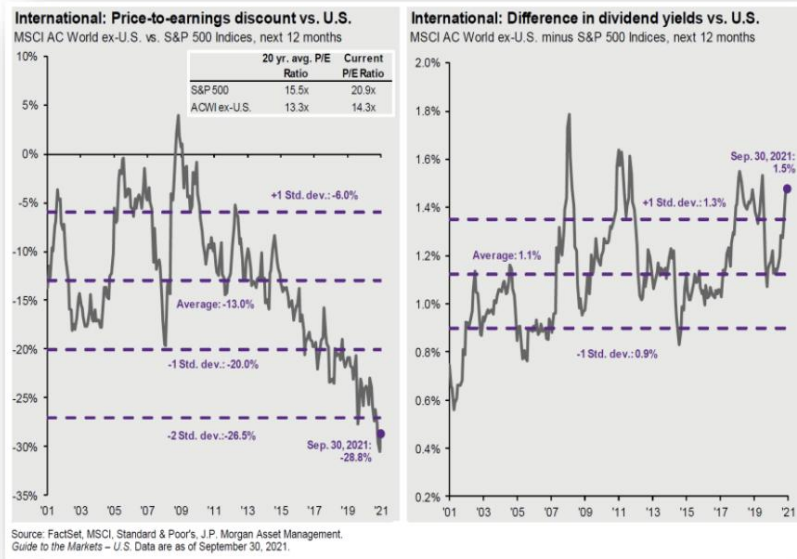


Data as at November 15, 2021. Source: Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, KKR Global Macro & Asset Allocation analysis.

RENTABILIDADES EMERGENTES

Una de las muchas consecuencias no deseadas de las burbujas es la mala asignación de capital a medida que la "liquidez" creciente se precipita hacia subsegmentos estrechos de la economía. Hoy en día, el flujo de fondos se está abriendo camino literalmente hacia el espacio exterior, matando de hambre a otros sectores del capital y preparando el escenario para rendimientos más fuertes. En 2021, el S&P rindió un 29 %, MSCI World rindió un 19 %, MSCI ex-US devolvió un 8 % y MSCI rechazado Emerging Markets un 3 % en el año.

Dada la brecha en las valoraciones de hoy, es poco probable que EE. UU. continúe con su espectacular rendimiento superior durante la próxima década. Continuamos viendo focos de valor fuera de los Estados Unidos, y estas inversiones representan una proporción creciente de nuestro libro de acciones en la actualidad.



LÍNEA DE FONDO

La capitalización del mercado global ha crecido en \$ 27 billones en los últimos tres años, casi 10 veces los tres años anteriores, sin embargo, las ganancias reportadas crecieron aproximadamente en la misma cantidad, según Andrew Laphorne de Soc Gen. En los EE. UU., los múltiplos se expandieron alrededor de un 10 % anual durante la última década, lo que impulsó la mayoría de los rendimientos de referencia y duplicó los múltiplos normalizados de 17x a 38x de ganancias.

Dicho de otra manera, casi todas las ganancias de los últimos diez años se derivaron de un punto de partida bajo y valoraciones crecientes. Esto, por supuesto, funciona en ambos sentidos. La historia y la lógica sugieren que una actuación repetida desde el punto de partida de hoy simplemente no es posible.

El sentido común y la aritmética básica sugieren que después de tres años de rendimientos por encima del 20 % anual, es probable que los mercados proporcionen rendimientos más escasos (si los hay) durante los próximos años.

En pocas palabras, los riesgos aumentan mientras que los rendimientos potenciales disminuyen. Mientras escribimos, una pizca de escepticismo y una dosis de realidad se están acercando a los inversores que, de otro modo, estarían ciegos ante la posibilidad de un mercado bajista. Aquellos que hayan resistido la tentación de olvidarse de la cautela estarán bien posicionados para obtener ofertas atractivas durante la próxima reducción. La mayoría de los inversores, por desgracia, es probable que se lleven a cabo con los pies por delante.

Caso en cuestión: ARK generó un rendimiento acumulado cercano al 600% o ~ 36% anual en su punto máximo. Sin embargo, el inversionista promedio en ARK ETF tiene una pérdida del 27% según Bespoke Group, ya que la mayoría de las entradas se produjeron cerca de la parte superior. Desafortunadamente, esto es bastante común para los toleteros que golpean las vallas. En ocasiones, los rendimientos espectaculares, aunque volátiles, pueden dar lugar a la fama y la fortuna de los gestores de inversiones de gran impacto, pero sus clientes rara vez les acompañan.

En Broyhill, estamos programados para mantenernos de pie y asegurarnos de que nuestros inversores hagan lo mismo. Priorizamos el retorno de nuestro capital antes que buscar el retorno de nuestro capital. Esto significa ser prudentes cuando otros no lo son, lo que nos posiciona para tomar riesgos calculados cuando otros no pueden hacerlo. Significa que preferimos el ritmo constante de la tortuga en lugar de arriesgarnos a quemarnos como la liebre.

Puede ser frustrante ver a esos conejos acelerar imprudentemente mientras nosotros avanzamos a un ritmo más medido y calculado. Pero creemos que esta es la mejor manera de asegurarnos de terminar el carrera con nuestros inversores todavía a bordo.

Estamos agradecidos por su continua confianza y colaboración. Venimos a la oficina todos los días esforzándonos por ganarlo, y reconocemos cuán afortunados somos de tener un grupo tan maravilloso de inversores a largo plazo con ideas afines que depositan su confianza. Usted enriquece nuestra red, fortalece nuestra ventaja competitiva y lo más importante, simplemente hacer que nuestro trabajo sea aún más agradable.

ACTUALIZACIÓN ORGANIZATIVA

Como se indicó en la introducción de esta carta, queríamos tomarnos un momento para aclarar cómo informamos el rendimiento y los cambios recientes que hemos realizado. Para ser claros, esto no cambiará su rendimiento real como inversor. Pero a medida que nuestra empresa y nuestras estrategias de inversión han evolucionado (consulte el apéndice), se ha vuelto cada vez más difícil cubrir todas nuestras bases en estas cartas. Por lo tanto, en el futuro, centraremos este comentario en nuestra estrategia de renta variable totalmente invertida por un par de razones. Primero, la mayoría de nuestros clientes invierten en esta cartera en conjunto o en combinación con otras clases de activos y vehículos de inversión. E igualmente importante, creemos que este cambio hará que sea más fácil para los inversores comparar nuestros resultados de inversión con los puntos de referencia de renta variable relevantes. Agradecemos sus comentarios aquí mientras refinamos este enfoque, ya que estas cartas se escriben en última instancia para usted.

.....

A medida que Broyhill continúa escalando, nuestras necesidades han evolucionado junto con la creciente complejidad de nuestro negocio. Entonces, en un esfuerzo por optimizar nuestras operaciones, recientemente tomamos la decisión de subcontratar algunas funciones a [Agile Fund Solutions](#). Agile nos [brinda una plataforma de calidad](#) institucional y un equipo experimentado para ayudarnos a administrar todo, desde el cumplimiento y las operaciones hasta los flujos de trabajo internos y la documentación de la cuenta. Lo que es más importante, Agile nos brinda el ancho de banda y la tranquilidad para concentrarnos en lo que hacemos mejor: investigar y ejecutar oportunidades de inversión en su nombre. Puede pensar en ellos como una extensión de nuestro equipo, con sede en Charlotte y dirigido por Brian Smith, director financiero. Si tiene alguna pregunta o necesita algo relacionado con su cuenta, no dude en comunicarse con Brian o su equipo en la dirección de correo electrónico de nuestro grupo, que es broyhill@agilefs.com.

También hemos tenido un par de cambios organizativos recientes notables. Tim LeRoux dejó la firma para buscar otras oportunidades. Y después de más de tres años en Broyhill, Caylynn Lewis ha pasado a un nuevo y emocionante puesto de liderazgo en una empresa emergente de tecnología de Silicon Valley. Les deseamos a ambos la mejor de las suertes en sus futuros proyectos. Mientras tanto, hemos comenzado la búsqueda de nuestro próximo Asistente Ejecutivo y Jefe de Personal estelar y estamos entusiasmados con el calibre de los candidatos que ya están en proceso. **Si alguien le viene a la mente como una opción potencial, háganoslo saber, ya que las referencias de amigos de confianza se colocarán en la parte superior de nuestra lista. Nuestra descripción de trabajo está disponible [aquí](#).**

Como siempre, no dude en comunicarse en cualquier momento si tiene preguntas. Nos alegra saber de usted.

Atentamente,



Christopher R. Pavese, CFA
Jefe de inversiones
Gestión de activos de Broyhill

APÉNDICE: ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN DE BROYHILL

A lo largo de los años, ocasionalmente hemos recibido preguntas de amigos y colegas sobre nuestra disposición a administrar capital externo. Debido a que nos fundamos como una family office unifamiliar hace casi medio siglo, es comprensible que la gente no esté segura.

Hemos preferido un crecimiento lento y constante, seleccionando cuidadosamente a los clientes adecuados en lugar de acumular activos lo más rápido posible. Nuestro negocio ha crecido a un ritmo igualmente medido. Comenzamos a administrar capital externo a través de SMA que reflejan nuestra cartera de acciones administrada internamente. Además del lanzamiento el año pasado de nuestro fondo de crédito oportunista, recientemente pusimos a disposición de los inversores estrategias adicionales, por lo que pensamos que sería útil proporcionar un breve resumen de nuestras ofertas aquí.

LA CARTERA DE RENTA VARIABLE TÁCTICA DE BROYHILL

Nuestro Core Equity Portfolio es nuestra estrategia de capital principal que refleja la cartera interna administrada por la familia Broyhill. El enfoque es concentrado, oportunista y agnóstico de referencia. Como resultado, no buscamos seguir o superar un índice de referencia arbitrario, sino generar rendimientos atractivos a largo plazo con menor riesgo que los índices bursátiles más amplios. Para hacer esto, empleamos periódicamente opciones y coberturas para administrar el riesgo a la baja y, a menudo, mantenemos grandes saldos de efectivo, lo que amortigua la volatilidad y brinda opciones sobre las oportunidades del mañana. El perfil de riesgo/recompensa de nuestra cartera insignia de renta variable es más similar a un fondo de cobertura clásico que a un índice de solo posición larga. Menos las dos y veinte. En relación con nuestros pares cubiertos, ofrecemos rendimientos más altos con una protección contra caídas similar, mayor transparencia, mayor eficiencia fiscal y tarifas más bajas.

LA CARTERA DE ACCIONES DE BROYHILL

Para clientes con una mayor tolerancia al riesgo o asignadores que prefieren administrar el efectivo ellos mismos, recientemente lanzamos una versión totalmente invertida de nuestra cartera principal de acciones, lo que permite a los inversores alinear mejor su exposición con sus propias necesidades. Después de enterarnos de la demanda de una estrategia con mayor exposición al mercado por parte de varios inversores institucionales a través de plataformas como Envestnet y Adhesion, decidimos ponerla a disposición de los inversores existentes a través de nuestras cuentas administradas por separado. Es importante destacar que este nuevo producto invertirá proporcionalmente en exactamente los mismos valores que nuestra estrategia principal, con una exposición bruta de hasta el 100 % en acciones. Como resultado, no requiere recursos adicionales del equipo de inversión, y el comercio está en gran parte automatizado junto con nuestra estrategia principal de acciones.

LA CARTERA EQUILIBRADA DE BROYHILL

Mientras que muchos inversionistas buscan en Broyhill nuestro enfoque conservador para la inversión en acciones, otros tienen todo o la mayor parte de su valor neto invertido con nosotros. Para estos inversores, ofrecemos Broyhill Balanced Portfolio, que combina nuestra estrategia de renta variable con clases de activos adicionales para proporcionar una mayor diversificación y exposición a alternativas. La exposición de renta variable estratégica de nuestra cartera equilibrada es del 50 % y oscilará entre el 25 % y el 75 % en función del conjunto de oportunidades. La estrategia aprovecha nuestra sólida red y nuestra larga historia de asignación a administradores externos para brindar a los clientes exposición a inversiones de nicho como fondos cerrados, asignaciones específicas a acciones de mercados emergentes y varias alternativas para complementar una cartera de solo posiciones largas.

LA CARTERA DE INGRESOS DE CALIDAD DE BROYHILL

Broyhill Quality Income es una cartera concentrada de baja rotación de negocios de calidad con balances sólidos y dividendos crecientes y sostenibles. Después de incubar la cartera internamente durante algún tiempo, recientemente pusimos la estrategia a disposición de los inversores externos que buscan generar ingresos adicionales en un mundo hambriente de rendimiento. Con precios de activos en máximos históricos, rendimientos en mínimos históricos y riesgo de aumento de la inflación, Quality Income ofrece claros beneficios en relación con una asignación pasiva de acciones y es una alternativa atractiva a los bonos. La estrategia está diseñada para atraer a los inversores que desean limitar su riesgo de mercado mientras mantienen la exposición a las acciones; están buscando una alternativa fiscalmente eficiente a los bonos y otras opciones generadoras de ingresos; están preocupados por el impacto de la inflación en los activos generadores de ingresos; y que desean una diversificación global para complementar su exposición a la renta variable nacional.

LA CARTERA DE INGRESOS ALTERNATIVOS DE BROYHILL

La cartera de ingresos alternativos de Broyhill está diseñada para inversores que buscan alternativas al efectivo y equivalentes con rendimientos cercanos a cero. Creemos que la estrategia es extremadamente atractiva para los inversores con efectivo al margen, reacios a volcarlo en acciones en máximos históricos o en bonos con rendimientos en mínimos históricos. La estrategia tiene como objetivo minimizar el riesgo de un aumento continuo de las tasas de interés, que podría eliminar rápidamente cualquier ingreso obtenido a través de bonos a través de pérdidas de capital, utilizando un enfoque conservador y equilibrado, diversificando el riesgo y las fuentes de ingresos en múltiples clases de activos (en lugar de simplemente metiendo dinero en un simple fondo de bonos vainilla). Como resultado, la cartera ofrece mayores rendimientos con menos riesgo de tasa de interés que una cartera de renta fija convencional.

FONDO DE OPORTUNIDADES DE CRÉDITO BAM

Durante décadas, Broyhill ha cultivado y fomentado relaciones con gerentes externos, completando una rigurosa diligencia debida e invirtiendo selectivamente solo con socios que consideramos los mejores en su clase. En 2021, dimos el primer paso para brindar a los inversores acceso directo a algunos de estos administradores externos. El Fondo de Oportunidades de Crédito BAM aprovecha el enfoque híbrido de inversión empleado por Broyhill durante una generación, mediante el cual las inversiones en administradores externos de nicho se complementan con inversiones directas. en crédito estresado y en dificultades. Actualmente, el fondo está cerrado a nuevos inversores, pero anticipamos lanzar fondos híbridos similares en el futuro. Manténganse al tanto.

Si desea obtener más información sobre cómo invertir con Broyhill, contáctenos en info@broyhillasset.com.

DIVULGACIONES

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Esta información no debe utilizarse como una guía general para invertir, o como una fuente de recomendaciones de inversión específicas y no hace recomendaciones implícitas o expresas sobre la manera en que una cuenta debe o debería ser manejada, ya que las estrategias de inversión apropiadas dependen de lineamientos y objetivos específicos de inversión.

La información presentada en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y no debe considerarse como una solicitud para comprar o vender ningún valor. Este documento contiene información general que no es adecuada para todos. La información contenida en este documento no debe interpretarse como una inversión personalizada. Consejo.

Las opiniones expresadas aquí son las opiniones actuales del autor y no necesariamente las de Broyhill Asset Management, LLC ("Broyhill"). Las opiniones del autor están sujetas a cambios sin previo aviso.

No hay garantía de que los puntos de vista y las opiniones expresadas en este documento se hagan realidad. Invertir en el mercado de valores implica ganancias y pérdidas y puede no ser adecuado para todos los inversores. No se realizan representaciones, expresas o implícitas, en cuanto a la precisión o integridad de tales declaraciones, estimaciones o proyecciones, o con respecto a cualquier otro material incluido en este documento.

Bajo ninguna circunstancia la información contenida en el mismo representa una recomendación para comprar, mantener o vender ningún valor, y no se debe suponer que las transacciones o tenencias de valores discutidas fueron o resultarán ser rentables. Existen riesgos asociados con la compra y venta de valores y opciones sobre los mismos, incluido el riesgo de que pueda perder dinero.

La inversión en algunos fondos privados está limitada a personas que son "compradores calificados" (tal como se define en la Ley de Sociedades de Inversión de los Estados Unidos de 1940, enmendada (la "Ley de Sociedades de Inversión")) e "inversores acreditados" (tal como se define en la Regla 501 (a) bajo la Ley de Valores). Dichos valores no se registrarán bajo la Ley de Valores ni calificarán bajo ningún valor estatal aplicable. El Broyhill Credit Opportunities Fund no está registrado.

El índice S&P 500 representa una canasta de acciones no administrada y de base amplia. Por lo general, se usa como un indicador del desempeño general del mercado. Los rendimientos del índice suponen que los dividendos se reinvierten y no incluyen el efecto de las comisiones o gastos de gestión. No puedes invertir directamente en un índice. Para obtener información adicional sobre otros índices o estrategias mencionadas aquí, puede contactarnos en info@broyhillasset.com.

Información adicional está disponible a pedido. Más información sobre Broyhill Asset Management LLC ("Broyhill") también está disponible en www.broyhillasset.com.

Ninguna parte de este material se puede copiar, fotocopiar o duplicar de ninguna forma, por ningún medio, o redistribuir sin el consentimiento previo por escrito de Broyhill.



ABOUT BROYHILL

Broyhill Asset Management is a boutique investment firm, initially established as a family office in 1980 and guided by a disciplined value orientation.

Located in the foothills of North Carolina's Blue Ridge Mountains, we operate outside of the fray and invest with a rational, objective, long-term perspective.

FIND THIS INTERESTING?

[CLICK HERE](#) TO TAKE IN REGULAR VIEWS FROM THE BLUE RIDGE



Bumbershoot
Holdings

Bumbershoot Holdings LP
363A 5th St., Florida 3
Brooklyn, Nueva York 11215

Queridos compañeros,

Tuvimos nuestro mejor año hasta el momento: registramos una ganancia de casi el 29 % y superamos a los principales índices.

Sin embargo, en muchos sentidos, 2021 fue una fantasía. mientras que "funcionó" para varios estilos y estrategias de inversión diferentes, incluida la nuestra, solo sirvió para hacer retroceder una visión de la realidad de la que he estado hablando durante los últimos dos años.

He estado destacando desde la carta de 2019 a los socios que "también hay que acertar con el precio". No estoy seguro de si eso significa que nos adelantamos o nos equivocamos, con una brecha en el medio por la pandemia, pero está empezando a funcionar hoy y está impulsando una rotación en los mercados en los que nos hemos estado posicionando durante algunos años. .

¿Que significa eso? Bueno, es complicado. Haré todo lo posible para atar todos los cabos sueltos en la sección Perspectivas de inversión, pero en general implica volver antes de la pandemia hasta mediados de 2019, cuando las tasas repo se dispararon por primera vez y la Reserva Federal "giró" sobre las tasas de interés y la expansión del balance a través de QE4/Not-QE4.5

Sin embargo, el resultado neto es un mensaje similar al del año pasado. Que el mundo económico está pasando por un período de política monetaria históricamente acomodaticia. Si bien muchas acciones se extienden, otras tienen niveles tan bajos de ganancias en efectivo que desafía la lógica... si se prevé que continúe una expansión. Comenzamos 2022 ligeramente positivos hasta principios de febrero y mirando hacia el futuro, estoy tan emocionado como en cualquier momento desde que comenzamos el fondo. Creo que tenemos ganancias sustanciales en nuestras posiciones más grandes.

Por Mes:	Bumber	S&P Ene-2021	¹	Russell	²	FTSE	³	Barclay	⁴
6.99%	-1.11%	7.30%	2.46%	5,00 %	-0,82%	1,05%			
febrero-2021	0,55%	1,15%	2,22%	6,14 %	1,19%	2,56%			
mar-2021	1,21%	-1,15%	-10,43%	0,88 %	3,55%	1,11%			
abr-2021	2,54%			2,07%	3,82%	2,04%			
Mayo-2021				0,11%	0,76%	1,02%			
junio-2021				1,83%	0,21%	0,77%			
julio de 2021		2,27%		-3,65%	-0,07%	-0,18%			
ago-2021		2,90%		2,13%	1,24%	1,05%			
sep-2021		-4,76%		-3,05%	-0,47%	-0,95%			
Oct-2021		6,91%		4,21%	2,13%	1,57%			
Nov-2021		-0,83%		-4,28%	-2,46%	-1,36%			
Dic-2021		4,36%		2,11%	4,60%	1,20%			

Bumbershoot Holdings LP

Rendimiento 2021

Año fiscal 2021	S&P ¹	russell ²	FTSE ³	Barclay ⁴
2021 28,75 %	26,89%	13,70%	14,30%	10,26%
Inicio 100,4 %	165,7%	116,6%	27,8%	53,3%



"Más peculiares son todas las acciones tecnológicas de "altos vuelos", que parecen parecerse a una reserva de activos de valor. Sin embargo, el comercio como "activos de trofeo" tiene poco sentido, ya que los costos de almacenamiento para una empresa no se parecen en nada a los de un activo duro. En general, creo que las valoraciones aquí han seguido su curso [...] las empresas han absorbido toda la liquidez que pueden manejar. Unos pocos [crecerán hasta alcanzar y superarán por mucho] los niveles de valoración actuales, pero para la gran mayoría... es casi imposible garantizar una rentabilidad positiva, incluso con una tasa de descuento mínima en el futuro. [...] la mayor parte del dinero en esta área necesitará encontrar un "hogar permanente" para no arriesgarse a devolverlo. Esto está impulsando una gran rotación, que ya está en marcha

Sin embargo, antes de llegar a eso... quiero tomarme un minuto para reflexionar sobre el año pasado. El objetivo a largo plazo para todos los inversores siempre debe ser el mismo: capital compuesto a tasas superiores a la media durante un período de tiempo muy largo. El único problema con la medición y el seguimiento de ese objetivo... requiere tiempo. Al igual que anclarse al momento presente en la meditación, no se puede recuperar una respiración pasada, ni se puede hacer que una respiración futura venga antes. No puedo apresurar los resultados de nuestro historial a largo plazo, incluso si quisiera. ... pero eso no significa que no debamos celebrar pequeñas victorias en el camino. Contrariamente al año pasado, cuando la pesadez de un año difícil era agonizante, se siente bien haber logrado algo positivo en este... aunque solo sea una parada intermedia en el camino. El viaje continúa...

Rendimiento

Bumbershoot Holdings LP generó un rendimiento bruto positivo de +28,75 % para todo el año 2021.

La asociación tiene una rentabilidad bruta total acumulada de +100,4 % desde su creación en octubre de 2015.

Mirando más de cerca el rendimiento, los rendimientos mensuales tendieron a correlacionarse direccionalmente con las acciones de "valor" de pequeña capitalización, aunque con la magnitud de nuestros rendimientos impulsados por el rendimiento específico de la empresa.

Desde una perspectiva de inversión, los rendimientos tuvieron un fuerte comienzo de año, ya que la recuperación significativa en el "valor" que se realizó en la última parte de noviembre-diciembre continuó acelerándose en los primeros dos meses de 2021. Esto se estancó a medida que el tiempo se extendía en los meses de verano con la confusión/complacencia de los inversores comenzando a establecerse a medida que los índices se mantuvieron elevados por la inversión ligera. Después de la pandemia luchó por recuperar el impulso. La "gran rotación" luego continuó y posiblemente incluso se aceleró hacia el final del año cuando las lecturas de inflación aumentaron y la Fed comenzó a hablar de una reducción/ajuste.

En general, fue un año positivo, aunque en retrospectiva se sintió más como la apertura de 2022 que como el cabeza de cartel. Para muchas de nuestras inversiones, el aumento en el precio de las acciones no siguió el ritmo del crecimiento de las ganancias o la mejora de los fundamentos.

La actividad de inversión se clasifica en cinco segmentos: Core, Micro, Value, Special Situation y Discrecional —aunque como se señaló anteriormente, la distinción entre ciertas categorías es difícil de distinguir, por lo que es un desafío atribuir la contribución específica de cada estrategia. El rendimiento estimado de P/L para 2021 por categoría es el siguiente:

Por categoría:		Por capitalización de mercado:	
Centro	19,9%	Grande	0,8%
Núcleo - Largo	25,7%	Medio	2,9%
Núcleo - Corto	-5,8%	Pequeño	19,7%
Micro	5,6%	Micro	5,5%
Valor	1,2%	Tipo de cambio -0,3%	
Situación especial	0,5%	Varios 0,1%	
discrecional	1,7%	Año fiscal 2021 28,8%	
Fx.	-0,3%		
Varios	0,1%		
Año fiscal 2021		28,8%	

Las ganancias principales fueron lideradas por Intrepid Potash (IPI:NYSE), Berkshire Hathaway (BRK-B:NYSE), Alphabet (GOOGL:NYSE), Cimarex (anteriormente XEC:NYSE) y Micron (MU:NYSE) entre otros. La contribución fue amplia y casi todos los puestos principales contribuyeron positivamente en algún grado.

Si bien Viking Therapeutics (VKTX:NCM) estuvo a la baja durante el año, pudimos aprovechar un aumento en el precio durante febrero para reducir/cubrir moderadamente nuestra exposición y transferir parte de la posición a Ligand Pharmaceuticals (LGND:NGM)— La antigua empresa matriz de Viking. Ligand aún posee casi el 10 % de las acciones de Viking, para acompañar su propia historia de crecimiento convincente. La posición combinada de Viking/Ligand contribuyó positivamente al rendimiento.

Las inversiones ligeras en Barrick Gold (GOLD:NYSE) y KVH Industries (KVHI:NGS), así como cualquier exposición corta en general, que continuó frenando los resultados consolidados.

La estrategia micro tuvo otro año sobresaliente liderado por Charles & Colvard (CTHR:NCM), tema de uno de los estudios de caso de 2020. Photonics (PLAB:NGS) y Select Energy Services (WTTR:NYSE) ayudaron a completar la contribución. PFB (anteriormente PFB:TSX), la inversión destacada de la carta a los socios de 2019, lamentablemente fue adquirida a finales de año. Si bien esto fue positivo para los resultados a corto plazo, obstaculiza los rendimientos a largo plazo, ya que la empresa todavía parecía tener una gran ventaja.

La categoría de valor registró una ganancia atribuible principalmente a las inversiones en Adams Resources (AE:NYSE) y Patriot Transportation (PATI:NYSE). Varias otras posiciones no reveladas también contribuyeron positivamente.

La cartera de situaciones especiales tuvo un año mixto, ya que elegimos algunos ganadores, pero también retrocedimos en algunos errores. Esto es parte del curso que trata sobre dificultades, fusiones arbitrarias y otras oportunidades impulsadas por eventos.

En términos de niveles de exposición, Bumbershoot terminó 2021 con más de 20 "posiciones de importancia" que representan más de 100 pb. En general, se ha mantenido estable en el rango de 20 a 25, con algunos siempre rebotando por encima o por debajo de ese umbral. La categoría principal finalizó el año en su nivel de exposición objetivo; mientras que las categorías secundarias se mezclaron frente a las ponderaciones objetivo de ~5 % AUM cada una.

Perspectivas de inversión

El panorama de inversión para 2022 presenta algo diferente.

La configuración estructural de la economía ha cambiado rápidamente: de una en la que la Fed debe hacer todo lo posible para protegerse contra una espiral deflacionaria, a una en la que ahora está monitoreando de cerca la amenaza de expectativas de inflación desbocada. La Fed todavía está muy a cargo, pero ha cedido el control.

O dicho de otra manera, estamos sin correa.

Porque la inflación no es un problema, al menos no desde una perspectiva monetaria. La Fed sabe cómo lidiar con la inflación...

En el mejor de los casos, podrá diseñar este "aterrizaje suave" del que hemos estado escuchando durante años. "¿Cuándo vas a dejar caer Magnum sobre nosotros?" Que puede subir las tasas y controlar la inflación sin dañar el mercado laboral y llevar la expansión a la recesión.

En el peor de los casos, no puede... y tendrá que presionar el botón de restablecimiento completo. Da la vuelta al juego de mesa. Subir las tasas de interés para aplastar la inflación impulsada por la demanda; y devolver todas las ganancias de la expansión junto con él.

De cualquier manera, es una situación que puede manejar en función de su capacidad única para controlar las tasas de interés: la principal superpotencia de la Reserva Federal de la analogía del héroe del año pasado. Por lo tanto, puede tolerar estar en espera mientras la economía se agota por un tiempo.

Sin embargo, no se equivoque, la inflación es un problema.

El economista Milton Friedman dijo célebremente: "La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario". El sufrimiento de ello, sin embargo, parece ser decididamente fiscal.

Una especie de "juego de calamares" de la vida real.

El año pasado, hablé de tres "distinciones importantes" en el caso de comprar acciones.

1. Riesgo de una desaceleración económica "normal"...
2. Subestimar hasta dónde llegaría la Fed para sostener la expansión...
3. Efecto de "derrame" en la economía real...

Estos todavía están enfocados porque las fuerzas del n.º 2 para evitar los riesgos obvios del n.º 1 debido a los efectos de la pandemia, eventualmente llevaron a filtraciones en el n.º 3, lo que permitió que esta política de inflación permisiva se filtrara más en la conciencia de las expectativas a largo plazo de la gente... que ahora está presionando a la Fed para que actúe... poniendo en peligro al #1 nuevamente. Uf.

Una de las citas más memorables de Jerome Powell de todo este período fue un comentario sobre el mercado laboral que se estaba calentando y la idea de no aprovechar la expansión demasiado pronto. Él dijo, "para llamar a algo 'caliente', necesitas ver algo de calor".

Bueno, estamos cocinando con gas ahora.

La Fed está sintiendo la presión; y está siendo forzado a actuar para volver a anclar las expectativas de las personas.

El impulso comercial ha terminado oficialmente.

Si eso también da como resultado el fin del comercio de reflación. y matar la expansión general, sin embargo, aún no se ha determinado. No creo que lo haga.

Regrese a la distinción #2—¡no subestime! La Fed ha estado hablando de los beneficios de las últimas etapas de expansión durante años. Acerca de reconstruir el espacio monetario a partir del límite inferior. No hay forma de que quiera ceder esas ganancias.

Y porque la DEFLACIÓN sigue siendo el verdadero enemigo...

Aunque antes de que empieces a llamarme Cathie Wood, déjame volver a hablar de esa parte del año pasado, porque el resultado me parece muy diferente.

"Esta dinámica siempre se posicionó como un equilibrio. Los superhéroes del Banco Central que intentan defenderse de los males de las fuerzas deflacionarias en la economía, a saber, la demografía, la globalización y la tecnología/eficiencia. Y al igual que en los cómics, al final los superhéroes siempre ganan... porque incluso cuando parece más sombrío... todavía ganan (2% a la vez...) a través de la inflación, creciendo a lo largo de los ciclos. Este era tradicionalmente el riesgo. Temporización de los ciclos. Los flujos y reflujos de liquidez en el comercio de reflación, el equivalente a verse obligado a acostarse temprano sin tener la oportunidad de pasar a la página siguiente para descubrir cómo

La inflación es solo un arco de relleno.

Estamos de vuelta en la parte "tradicional" del ciclo de riesgo. Flujo y reflujo de la liquidez. Movimiento de fondos entre varios sectores. Temporización de los ciclos.

Si el lado fiscal de la casa tomara la batuta, la inflación podría incluso ser una "ganancia" para la Fed en su búsqueda de espacio monetario.

La deflación es el verdadero supervillano. El que pone a prueba los límites de los poderes de la Fed.

Por lo tanto, la Fed hará lo que sea necesario para reducir el exceso del impulso de la burbuja comercial/de activos de los últimos años y volver a anclar las expectativas.

Tocará los frenos, pero no detendrá el automóvil.

La Fed no quiere dar marcha atrás. Ya sea correcto o incorrecto, todavía se está haciendo un gran esfuerzo para sostener la expansión...

Evitará el restablecimiento completo, a menos que sea absolutamente necesario para la santurronería del dólar estadounidense, el mercado de bonos y el sistema financiero.

"No crucificarás a la humanidad en una cruz de T-Bills."7

Como mencioné el año pasado, ¡yo no elegí esta estructural! Le estamos fallando a la gente y sigo creyendo que conducirá a una desigualdad aún mayor.

Pero esas son las reglas del juego por ahora... todo lo que podemos hacer es seguir jugando lo mejor que podamos.

Entonces, ¿qué significa esto para los activos que producen retornos?

SLLa expansión va a continuar... entonces creo que vamos a entrar en un período de estanflación sostenida.

Bajo crecimiento. Empleo apretado. Compresión de márgenes.

Esto impulsará la Gran Rotación en acciones a la que he estado aludiendo y construyendo durante algún tiempo.

Porque si bien esto hará que sea extremadamente difícil generar rendimientos considerables en sectores específicos, para otras empresas en los sectores de la economía de la "vieja guardia", esto podría conducir a un auge cíclico masivo.

Es una combinación del aumento caricaturesco en la oferta monetaria y la liquidez, combinado con un déficit de activos de "calidad" con ganancias en efectivo duraderas para respaldar la valoración.

"También hay que acertar con el precio".

Como Warren Buffett detalló acertadamente en su carta de 2000 a los accionistas, por cada burbuja "hay un alfiler al acecho". Para las acciones de fantasía de los últimos años... se acabó.

Sin embargo, para la mayoría de las acciones de mayor calidad, el comercio de dolor será lateral. Muchas de estas empresas han sido costosas, pero razonables... durante bastante tiempo.

Estos fueron los "lugares para esconderse" de la carta del año pasado. Si bien estos avanzaron años de crecimiento en términos de valoración, es posible que ahora necesiten digerir ese crecimiento a medida que las tasas se normalizan lentamente y los rendimientos aumentan.

Sin embargo, hay ciertos sectores del mercado donde el crecimiento de las ganancias cíclicas ha sido enorme; y, sin embargo, estas acciones están valoradas en múltiples históricamente bajos de flujo de efectivo y ganancias.

Barato, pero de alta calidad.

Defensivo, pero mostrando crecimiento.

Valor, pero tremenda ventaja.

Nadie cree que el ciclo pueda continuar, pero el riesgo vale la pena.

Nos estamos inclinando hacia eso, ya que creo que este año demostrará que la duda está equivocada. Y si es así... la carta del próximo año va a ser muy divertida.

Administrativo

No hay cambios que informar desde una perspectiva administrativa.

Del mismo modo, no hay mucho que actualizar en el frente del desarrollo comercial. El fondo continúa creciendo, aunque principalmente a través del rendimiento de nuestros activos existentes.

Cualquier apoyo para introducir el fondo a nuevos socios de capital es muy apreciado.

Impuestos

Se está preparando el formulario Anexo K-1 que informa la participación de cada socio en los ingresos/pérdidas para el año fiscal 2021. Se enviarán copias a cada LP.

Como recordatorio, implementamos con éxito una estructura de "alimentador maestro" en el transcurso de 2019 para poder transferir de manera más eficiente las ganancias a largo plazo en nuestro patrimonio personal co-invertido en la sociedad. ¡Estoy orgulloso de todo lo que hemos logrado y espero grandes cosas por delante!

Como recordatorio, implementamos con éxito una estructura de "alimentador maestro" en el transcurso de 2019 para poder transferir de manera más eficiente las ganancias a largo plazo en nuestro patrimonio personal co-invertido en la sociedad. ¡Estoy orgulloso de todo lo que hemos logrado y espero grandes cosas por delante!

Esperaré el recuento final de nuestro administrador, pero espero reconocer ingresos imponibles relativamente mínimos para el año fiscal 2021, a pesar de una ganancia considerable de valor de mercado en nuestra cuenta de inversión. Si bien esos aumentos estarán sujetos a impuestos cuando finalmente se realicen en algún momento en el futuro, el efecto fiscal es de naturaleza a largo plazo; y sigo esperando que avance una estrategia fiscal eficiente/ventajosa.

Resumen

Agregué una nota al resumen de la carta del año pasado de que quizás se haya pasado por alto la importancia del mensaje... y, por lo tanto, valdría la pena repetirlo:

"El riesgo de deterioro permanente del capital es solo el riesgo si tienes capital permanente; de lo contrario, el riesgo es la volatilidad".

Por favor, lea esa frase de nuevo. Las acciones suben... las acciones pueden bajar... pero el verdadero riesgo para los inversionistas siempre reside en el deterioro permanente del capital (es decir, quiebra, reestructuración, dilución, etc.). Siempre que uno mantenga la determinación de soportar la volatilidad, entonces no es un riesgo para la capacidad de capitalización a largo plazo. Sin embargo, en el negocio de administración de dinero... ese es el riesgo.

Drawdown lo suficientemente fuerte/rápido o bajo rendimiento durante el tiempo suficiente y es probable que se vea obligado a actuar. Por lo tanto, el riesgo pasa de evaluar una empresa por sus méritos a largo plazo a tratar de evitar pérdidas/volatilidad no realizadas a corto plazo y la necesidad de perseguir el impulso.

El punto es decir que estoy agradecido de tener una increíble base de inversores que, en general, ha actuado como capital permanente desde que inicié el fondo.

El enfoque de Bumbershoot Holdings es maximizar los rendimientos a largo plazo. Ese objetivo se centra en nuestra filosofía de inversión de 'calidad sobre cantidad', que se basa en un profundo análisis fundamental. Nuestra paciencia y la disciplina sigue siendo la base del éxito.

Tomo muy en serio la responsabilidad de administrar una parte de su dinero y sigo teniendo la gran mayoría de mi patrimonio personal co-invertido en la sociedad. ¡Estoy orgulloso de todo lo que hemos logrado y espero grandes cosas por delante!

Atentamente,



Jason Ursaner
Miembro administrador
Explotaciones de Bumbershoot

Correo electrónico: Jason@BumbershootHoldings.com
Teléfono - (914) 837-0396

1 Índice S&P 500 --

https://performance.morningstar.com/Performance/index_c/performance-return.action?t=SPX...

2 Índice Russell 2000 -- <http://www.ftserussell.com/index-series/index-tools/russell-index-performance-calculator>

3 Índice FTSE 100 --

http://performance.morningstar.com/Performance/index_c/performance-return.action?t=UKX...

4 Índice de fondos de cobertura BarclayHedge --

http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/Hedge_Fund_Index.html

5 Reserva Federal: ¿Qué pasó en septiembre de 2019? --

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-happened-in-money-markets-in-september...>

6 Meditación de atención plena --<https://www.youtube.com/...>

7 "Cruz de Oro" -- <http://historymatters.gmu.edu/d/5354/>

NOTA LEGAL

Esta carta se proporciona de manera confidencial y solo tiene fines informativos.

Todos los precios de mercado, datos y otra información no están garantizados por su integridad o precisión y están sujetos a cambios sin previo aviso. Todas las cifras de rendimiento son estimadas y no auditadas. Todas las opiniones y estimaciones constituyen un juicio de "mejores esfuerzos" y deben considerarse preliminares y con fines ilustrativos.

A partir de la fecha de publicación de esta carta, Jason Ursaner, Bumbershoot Holdings LP, Bumberings LLC y sus afiliadas (colectivamente, "Bumbershoot") pueden poseer, o haber vendido al descubierto, acciones y/u opciones en las empresas mencionadas en este documento; y estar preparados para obtener ganancias si cambia el precio de sus emisiones. Tras la publicación de esta carta, Bumbershoot podrá realizar transacciones con los valores de las empresas mencionadas. El contenido de este informe representa las opiniones de Bumbershoot. Toda la información se ha obtenido de fuentes que se consideran precisas y confiables; sin embargo, dicha información se presenta "tal cual" sin garantía de ningún tipo, expresa o implícita. No se hace ninguna representación en cuanto a la precisión, puntualidad o integridad de dicha información. Todas las expresiones de opinión están sujetas a cambios sin previo aviso; y Bumbershoot no se compromete a complementar y/o actualizar este informe o cualquier información contenida en este.

Cualquier inversión implica riesgos sustanciales, que incluyen, entre otros: volatilidad de precios, liquidez inadecuada y la posibilidad de pérdida total del capital.

Este documento no constituye de ninguna manera una oferta o solicitud de una oferta para comprar o vender ninguna inversión de seguridad para ninguna de las empresas mencionadas en este documento. Los inversores deben llevar a cabo una diligencia debida independiente, con la ayuda de expertos financieros, legales y fiscales profesionales, antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Divulgar:

IPI largo, BRK-B, CTRA, MU, VKTX, LGND, ORO, KVHI, CTHR, PLAB, WTRR, AE, PATI



enero, 2022

Hemos estado extremadamente ocupados invirtiendo en nuestra empresa y nuestros sistemas y procesos para servir mejor a nuestros clientes.

En este punto, deseamos agradecer a nuestros empleados por todos los sacrificios y esfuerzos que hicieron para asegurarse de que nuestro nivel de servicio nunca flaqueara durante los últimos dos años; todos han estado trabajando más duro que nunca para cumplir con las expectativas de nuestros clientes.

La "próxima generación" pasó mucho tiempo creando nuestra biblioteca de videos educativos desde nuestro equipo completo de enero de 2021

Vídeo de inicio: temas como bonos y acciones preferentes, interés compuesto, burbujas especulativas, inversión ESG y muchos más. Para obtener la lista completa, visite nuestro sitio web, claret.ca. También tenemos nuevos videos que se agregarán en los primeros meses de 2022, incluido "Volatilidad del mercado de valores: ¿riesgo u oportunidad?" y "Cómo el pensamiento a corto plazo perjudica su éxito de inversión a largo plazo".

Nuestro mayor compromiso en 2021 fue la conversión de nuestra plataforma tecnológica de una red de área local dentro de nuestra oficina

a tener toda nuestra red propietaria en la "nube". Hemos elegido a Microsoft y su sistema Azure como nuestro socio, ya que creemos que son los mejor posicionados para brindar servicio a nuestra red, que incluye Microsoft 365 Office, sus instalaciones de datos en Quebec y Ontario y, a medida que conocen los productos en profundidad, sienten que son los más capaces de defender cada punto final contra cualquier ataque cibernético que pueda causar estragos para nosotros y para nuestros clientes.

Queremos proteger su privacidad y la nuestra, y ofrecerle un entorno de información transparente y confidencial. Además, la empresa de ingeniería de TI que utilizamos para garantizar la cobertura 24/7 de nuestro sistema y el funcionamiento del equipo para optimizar nuestros niveles de servicio y la integridad de nuestros informes y protección de datos. En 2021, completamos nuestra migración de informes de clientes a Croesus y ahora tenemos portales de clientes para cada cliente y relación; si aún no ha iniciado sesión, hágalo, ya que todos sus documentos e informes trimestrales pueden estar disponibles para que los vea. a su conveniencia en la "privacidad" de sus propios dispositivos personales ya sea de escritorio o móvil. Puede almacenar estos documentos en un entorno seguro, eliminando la necesidad de mantener copias en "papel" si lo prefiere.

Hemos mejorado la documentación del cliente al consolidar todos los datos y riesgos y objetivos en dos documentos y la firma electrónica a través de DocuSign, que utiliza identificación multifactor para ciberseguridad, estará disponible en 2022.

Para aquellos que prefieren el contacto en línea, todo el personal profesional puede atenderlo usando Zoom, Microsoft Teams y Google Meet, y para aquellos de ustedes que prefieren reunirse en persona, estamos abiertos y felices de recibirlos en nuestra oficina a su conveniencia. .

2022 traerá más mejoras y cambios a medida que aumentemos nuestro personal profesional para garantizar mejoras continuas en el servicio para ustedes, nuestros clientes.

Muchos no han tenido tanta suerte como nosotros en 2021, pero esperamos sinceramente que 2022 sea mucho mejor para todos ustedes y para aquellos a quienes aman y apoyan.

Nos sentimos privilegiados de tenerlo entre nuestros clientes y amigos.

Gracias de nuevo,



Alain Chung, director de inversiones del equipo Claret



2021 en revisión

En primer lugar, nos gustaría desearles a todos nuestros clientes, colegas y amigos todo lo mejor en 2022 y esperamos que todos se hayan beneficiado de las vacaciones pasando tiempo con sus seres queridos, familiares y amigos, y relajándose haciendo cosas que disfrutan.

2021 fue otro año increíble que pocos habrían predicho y sorprendió a todos mucho más positivamente de lo esperado. Parece que el coronavirus (COVID 19) y sus muchas variantes llegaron para quedarse, pero el desarrollo exitoso de vacunas ha permitido que la vida vuelva a algún tipo de normalidad más rápido de lo que muchos anticiparon.

Sin embargo, los gobiernos, sin duda anticipando el colapso económico, han continuado imprimiendo dinero mucho después de que la amenaza original se disipara. Los mercados están inundados de capital a tasas de interés muy bajas, lo que crea un entorno en el que el "dinero libre" persigue "rentabilidades" en varias clases de activos: acciones, bonos, bienes raíces, criptografía, artículos de lujo, etc. Mientras que el dinero persigue "escasos". los precios de los bienes suben... Es muy probable que hasta que el dinero se vuelva más caro cuando las tasas de interés suban para frenar los aumentos de precios descontrolados, los precios elevados percibidos continuarán.



Las 11 cosas más "interesantes" o "sorprendentes" del 2021

1. Los gobiernos nunca dejan de dar dinero gratis. Entre el proyecto de ley de reconciliación que el gobierno de los EE. UU. está tratando de aprobar y el proyecto de ley C2 que el gobierno canadiense está impulsando, miles de millones y billones de efectivo seguirán fluyendo hacia la gente. Si quieres saber de dónde viene el dinero, dejando de lado la política, mira este [video de YouTube](#).
2. La inflación alcanzó un máximo del 6,8 % en octubre de 2021, una tasa que no se veía desde 1982 en EE. UU. Sin embargo, las tasas de interés no subieron... por ahora. La FED ha sido muy clara en que las tasas no subirán hasta fines de 2022... a menos que la inflación no disminuya. La inflación inducida por la pandemia (causada por la interrupción de los mercados laborales y la logística de suministro) es difícil de pronosticar. Solo sabremos más cuando nuestros gobiernos dejen de dar dinero gratis...

3. Las acciones de Tesla alcanzaron un máximo de \$ 1,243, un aumento del 74% desde su precio del 31 de diciembre de 2020, donde ya cotizaba a más de 900 veces sus ganancias en ese momento. Hoy, a \$960 aproximadamente, todavía se cotiza a más de 300 veces sus ganancias muy mejoradas. Para colmo, Elon Musk es nombrado "Persona del año" de la revista Time para 2021. Por cierto, Jeff Bezos de Amazon fue "Persona del año" en 1999, justo cuando el precio de las acciones alcanzó un máximo de \$ 113 durante Internet. Burbuja.... Posteriormente, el precio de las acciones de Amazon cayó a un mínimo de \$ 5,51 en 2001, ¡una enorme caída del 95%!
4. Robinhood salió a bolsa a 38 dólares la acción a finales de julio de este año. Después de una caída de un día del 8%, procedió a subir a un pico de \$85 en cuestión de 4 días antes de establecerse alrededor de \$40 en septiembre. Luego, descubrimos que la empresa no parece entender las reglas de margen que se aplican a las operaciones de sus clientes... y fue multada por la Comisión de Bolsa de Valores. A día de hoy, se cotiza por debajo de \$20, a 57 veces las ganancias, aproximadamente la mitad de su precio de salida a bolsa. Advertencia emptor...
El comprador tenga cuidado.
5. Rivian ha entregado solo alrededor de 150 camionetas eléctricas y se cotiza a una capitalización de mercado de más de \$ 100 mil millones... Lucid ha vendido un poco más de 500 autos eléctricos y está valorado en más de \$ 65 mil millones... Más cerca de casa, Lion Electric ha entregado 390 vehículos pesados totalmente eléctricos -vehículos de trabajo en los últimos 10 años y su capitalización de mercado está cerca de \$ 1.9 mil millones, una sombra del pico de \$ 6.7 mil millones alcanzado hace solo un año ... en una nota al margen, es extremadamente interesante revisar la lista de fabricantes de automóviles desaparecidos solo en los Estados Unidos. Búscalo tú mismo con este [enlace](#). Notarás que la mayoría de ellos quebraron entre 1900 y 1925, la época dorada de los automóviles...
6. Crypto ha ganado algunos seguidores principales ya que las regulaciones le han dado cierta credibilidad, pero vale la pena señalar que las monedas "digitales" en forma de tarjetas de crédito y débito han estado con nosotros durante algún tiempo... Además, los derivados criptográficos están contribuyendo a un gran precio. al igual que la liquidez limitada, ya que la mayoría de ellos están en manos de "manos de diamante", es decir, tenedores a largo plazo a pesar de la volatilidad y los riesgos.
7. Cathie Wood, que administra ARK Innovation ETF en los EE. UU. entre otros, es firme en su celo con respecto a las acciones "tecnológicas" y no se da cuenta de las valoraciones en niveles "de hemorragia nasal"... ¡y a los inversores no parece importarles!
8. A pesar de un crecimiento del 5% en su economía, un número con el que los países avanzados solo pueden soñar la mayor parte del tiempo, las acciones chinas han tenido un año bastante malo. El índice MSCI China ha bajado más de un 36 % desde principios de año. Varias empresas están considerando dejar de cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York para volver a cotizar en Hong Kong por razones políticas, de seguridad y reglamentarias. Recordemos a la mayoría de los lectores de esta carta que hace muchos años escribimos sobre el hecho de que la mayoría de las acciones chinas en los EE. UU. son acciones de entidades que solo están indirectamente relacionadas con las empresas reales en China. Son en realidad meros pagarés que permiten participar en la distribución de dividendos si los hubiere pero no tienen derecho a voto en las sociedades reales. Alibaba, Tencent, Didi y muchos más son ejemplos de ello.

9. El oro, la protección contra la inflación por excelencia durante los últimos 100 años, ha bajado un 6-7 % a pesar del aumento de las cifras de la inflación... corre el rumor de que está siendo reemplazado por Bitcoins... Es solo un comentario "improvisado" desde nuestro conocimiento en ambos es definitivamente limitado...
10. Se ha escrito mucho sobre el debate ambiental, social y de gobernanza (ESG) y la mayoría de los países han aceptado la COP26 como un plan para abordar el cambio climático. Aún así, es un poco como una quimera si no podemos convencer a India, China y otros grandes contaminadores para que cumplan con el mismo conjunto de regulaciones... parecemos olvidar, dado que ya pasamos esa etapa de crecimiento, la mayor parte del crecimiento económico es contaminante y los países más pobres quieren salir de su pobreza.
11. Aparte de la pausa por la pandemia, este mercado alcista se encuentra en su 12º año de existencia. Sin embargo, las tasas de interés se han mantenido relativamente bajas, lo que significa que no hay sobrecalentamiento en la economía... hasta ahora. EL hecho más preocupante es que los principales gobiernos del mundo están cargados de deuda... Le da un nuevo significado al dicho de Wall Street con respecto a los mercados: Los mercados alcistas escalan un muro de preocupaciones...

Mas uno

El mercado de valores es a veces un mecanismo de fijación de precios, a veces un mecanismo de valoración y la mayor influencia en el precio de los activos sigue siendo la oferta y la demanda. Lo único "no sorprendente" en 2021 y más allá es que, en Claret, seguiremos invirtiendo como siempre, centrándonos principalmente en empresas bien gestionadas, con ingresos, flujo de caja libre y un futuro con visión de futuro en industrias que tienen un largo viento de cola en el crecimiento.

¡Feliz año nuevo!

El equipo Claret





Carta Trimestral, Octubre – Diciembre 2021

	Oct	Nov	Dic	Q4 2021	Curreen Capital	2021	Desde inicio Anualizado 294,1%
Partners LP	5,30 %	0,74 %	8,05 %	14,61 %	50,74 %	S&P 500 11,03 %	28,71 %
	7,84 %	22,16 %		7,01%	-0,69%	4,48%	17,3% 245,7% 15,5%
MSCI World (Bruto de EE. UU.)				5,68%	-2,16%	4,30%	164,3% 12,0%

Querido compañero,

Nuestro fondo subió un 14,6% en el cuarto trimestre y un 50,7% en el año.

Curreen Capital invierte en patitos feos: oportunidades excepcionales que se malinterpretan y se subestiman. Nos enfocamos en spin-offs y empresas donde los directores y ejecutivos han comprado acciones. Invertimos principalmente en los EE. UU., el Reino Unido y Suecia.

Nací en Suecia, estudié en el Reino Unido y he vivido en los Estados Unidos la mayor parte de mi vida. Me atraen los patitos feos porque me veo como uno. Igual reconoce a igual, y me siento cómodo con la idea de que algunos inadaptados son sobresalientes, especialmente aquellos que han logrado la independencia y donde las personas clave han invertido su propio dinero. Me inclino por las inversiones que me recuerdan aspectos importantes de mi propia imagen y, a veces, puedo ver algo especial en ellas antes de que sea claro para el mercado de valores.

Nuestra estrategia de inversión actual

Finding New Ideas - "Ugly Ducklings"

Focus on spinoffs and companies where directors/executives have bought stock

Evaluation - 3 Key Criteria

- 1) Excellent businesses
- 2) Strong management team
- 3) Favorable upside-to-downside ratio*

*Focus on criteria 1 & 2 with fast growing businesses

Portfolio Management

Water the flowers and cut the weeds

Gestionamos nuestra cartera de patitos feos con una política de 'regar las flores y cortar las malas hierbas'. He escrito sobre esto varias veces en las cartas trimestrales del año pasado. Me doy cuenta de que "cortar las malas hierbas" suena simple, tal vez incluso trillado. Casi puedo oírte: "Vamos, Christian, a nadie le importa tu nuevo pasatiempo de jardinería". Pero este marco fue popularizado por Peter Lynch y respaldado por Warren Buffett, y por una buena razón. Esta simple política es impresionante, y quiero decirle por qué.

flores y malas hierbas

Una "flor" es una inversión en la que las cosas van tan bien como esperabas, o incluso mejor. Una "hierba" es una inversión en la que las cosas no van tan bien como esperabas. En este marco de gestión de cartera, la atención se centra en los resultados operativos: qué tan bien se maneja el negocio y qué está sucediendo en el mundo para ayudar o perjudicar su inversión. Cuando las operaciones están progresando bien y tienes una flor, como mínimo no deberías vender, y tal vez deberías aumentar tu inversión. Si las operaciones son decepcionantes, al menos no aumente la maleza, y debería considerar vender.

¿No es esto lo mismo que "eliminar a los perdedores y dejar correr a los ganadores"? No exactamente. Ambos aprovechan la misma característica fundamental del universo: la inercia, el impulso, la Primera Ley de Newton. Pero con el comerciante



paradigma de ganadores/perdedores, la pelota se detiene con el precio. Con flores/malas hierbas, la pelota se detiene con los resultados operativos. Sí, el mercado a menudo hace las cosas bien y los precios de las acciones a menudo se mueven con los resultados operativos. En esos momentos, ganadores/perdedores y flores/malas hierbas conducen a la misma recomendación: no agregues a tus perdedores/malas hierbas, y tal vez los vendas; No corte sus ganadores / flores, y tal vez agréguelos. La diferencia surge cuando su evaluación de los resultados operativos difiere del precio de las acciones. Luego vendes la hierba que sigue siendo "ganadora" y compras la flor cuyo precio de las acciones está cayendo.

Pero espere, hay más en este marco de administración de cartera/consejos de jardinería.

Contrarrestar mis propios mejores

impulsos Para mí, regar las flores y cortar las malas hierbas me ayuda a clarificar mi forma de pensar y contrarresta elementos de mi personalidad que son perjudiciales en el mercado de valores. En particular, soy optimista y leal, las cuales son características que estoy feliz de tener en mi vida. Pero mientras invierto, independientemente de las esperanzas que tenga sobre el éxito futuro de una empresa, trabajo para tener una visión clara de las malas noticias y las señales negativas. Si bien mi objetivo es ser leal a las personas en mi vida, la lealtad en el mercado de valores está condicionada al éxito continuo. Es un ambiente de "¿qué has hecho por mí últimamente?" Así que no importa cuán optimista sea, me resisto a regar una mala hierba. Y a pesar de mi tendencia a ser leal, cortaré una mala hierba si los resultados operativos decepcionan.

Cuando las cosas van bien, puede ser difícil aferrarse a una inversión exitosa que ha crecido "demasiado" o "se ha adelantado a sí misma", y soy propenso a darme palmaditas en la espalda cuando debería tomar las buenas noticias como una oportunidad. para agregar a una inversión exitosa. En mi vida, tiendo a verter agua fría sobre mi propia buena fortuna y busco razones por las que es temporal. Quiero estar conectado a tierra y evitar la manía en mi vida personal, pero estas no son las políticas a seguir cuando tienes una inversión pendiente en la bolsa de valores.

Compare manzanas y naranjas El

marco de gestión de la cartera Water the Flowers también es útil para comparar diferentes tipos de inversiones. Cuando comencé a invertir en empresas de rápido crecimiento en el otoño de 2020, me preocupaba no poder compararlas con otras oportunidades. En teoría, todavía no puedo determinar cómo un hipotético crecimiento rápido se compara con un negocio hipotético excelente pero de crecimiento más lento con una relación positiva y negativa muy atractiva. ¿Qué inversión es mejor? La herramienta de valoración de arriba a abajo no dice nada. Pero en la práctica, cada oportunidad es única, y si una es una flor y la otra es una mala hierba, entonces puedo actuar.

Actuar a pesar de la niebla de la

guerra El marco de gestión de la cartera Water the Flowers también es útil en los casos en los que hay información limitada sobre un negocio y su gestión. No siempre tengo suficiente información para decir que un patito feo es realmente una inversión sobresaliente. Por ejemplo, las spin-offs y las transformaciones a menudo tienen un historial limitado en su nueva forma, y tenemos que hacer conjeturas informadas sobre cómo se desarrollarán.

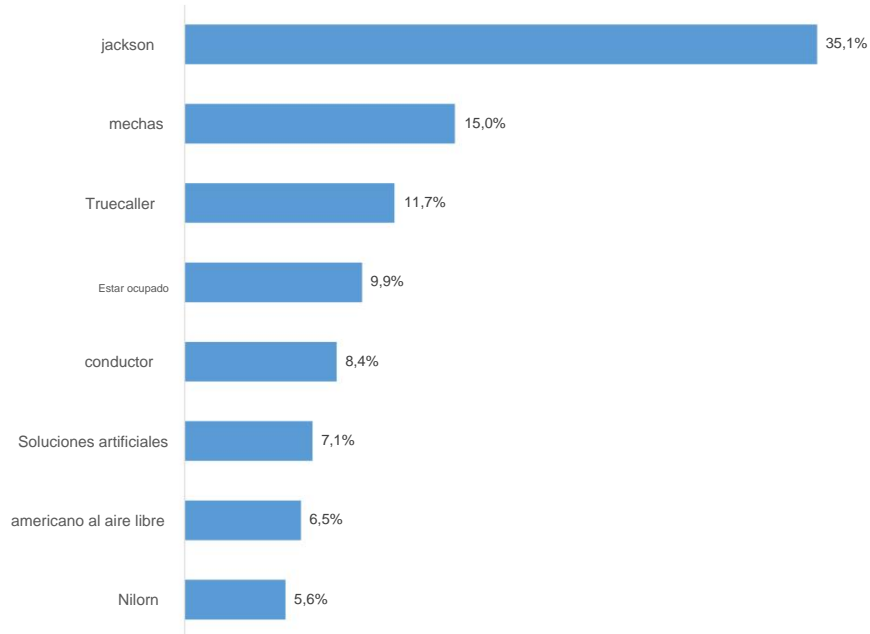
Pero soy optimista y, a veces, veo suficientes señales positivas de que estoy dispuesto a invertir nuestro dinero en una oportunidad en la que no puedo demostrar que tenemos algo especial. A medida que surge nueva información, puedo evaluar si el inadaptado se está convirtiendo más en una flor o más en una mala hierba, incluso cuando la información es difícil de cuantificar. Esto me permite actuar en casos donde hay información limitada y saber que tengo un marco que nos permitirá ajustar (agregar, reducir o vender la inversión) a medida que pasa el tiempo.

Así que sí, 'regar las flores y cortar las malas hierbas' es sencillo. La frase en sí es un patito feo, un marco de gestión de cartera incomprendido, subestimado y sobresaliente. ¡Claro que me encanta!



nuestro portafolio

A continuación se muestra una instantánea de nuestras inversiones al final del año, cada una como un porcentaje de nuestra cartera:



Nuestras acciones en el cuarto

trimestre de 2021 Cortamos una maleza con Conduent para regar una flor con Jackson. Compramos una oferta pública inicial reciente, Truecaller, y lentamente construimos una posición en un pequeño cambio que creo que crecerá rápidamente: Soluciones artificiales.

Conduent reportó resultados más débiles de lo esperado en su tercer trimestre e indicó que las ganancias operativas del próximo año no crecerían. Esto fue peor que el aumento de las ganancias que se produjo con el cambio de rumbo de la empresa y, a diferencia de los trimestres anteriores, la publicación de ganancias no fue seguida por la compra de acciones de directores y ejecutivos. Sigo complacido con el CEO de Conduent y creo que el negocio está cambiando, pero nuestra política es cortar las malas hierbas, así que vendí la mitad de nuestras acciones (recibimos \$5.94 por acción) e invertí las ganancias en Jackson y Artificial Solutions.

Agregamos a Jackson, que se ha convertido en una flor. En nuestra carta del tercer trimestre, destacué la información limitada sobre esta escisión reciente, y la gerencia ha abordado hábilmente muchas de las incógnitas. En cuanto a la asignación de capital, Jackson inició un dividendo y un plan de recompra de acciones para aproximadamente el 10% de la empresa.

Luego, la gerencia actuó rápidamente y recompró al menos el 5% de las acciones de Jackson a precios muy atractivos.

La gerencia refinanció su deuda a corto plazo en términos atractivos. Un director y un ejecutivo también compraron acciones en el trimestre. Cada una de estas acciones hizo que Jackson fuera más una flor. Promediamos hacia arriba (pagando \$32.78/acción) e hicimos de Jackson nuestra participación más grande.



Compramos una IPO reciente

Compramos una posición en Truecaller, una IPO sueca reciente donde las compras de acciones de ejecutivos y directores despertaron mi interés.

Truecaller es una empresa de rápido crecimiento que ofrece una aplicación móvil para identificar spam y estafadores. El principal mercado de la empresa es India, y también se está expandiendo rápidamente en otros mercados en desarrollo.

Truecaller gana dinero publicando anuncios a clientes freemium, vendiendo suscripciones (sin anuncios) a clientes premium y ofreciendo un servicio de verificación de número de teléfono a empresas.

Me gusta que Truecaller sea un negocio rentable y de rápido crecimiento que está abordando con éxito un gran problema.

Las llamadas telefónicas fraudulentas y no deseadas son rentables, y creo que esto impulsará la innovación continua por parte de los estafadores y los remitentes de correo no deseado. Los gobiernos, los fabricantes de teléfonos, las compañías de sistemas operativos de teléfonos y las redes telefónicas pueden y seguirán obstaculizando los esfuerzos de los estafadores telefónicos y los spammers, pero esta lucha es un centro de costos para ellos, y la innovación es un gasto. Para Truecaller, luchar contra las llamadas de spam y estafas es un negocio rentable, donde el dinero gastado para innovar puede generar un alto retorno de la inversión.

Los cambios en las reglas de Android de Google y iOS de Apple han dificultado que los nuevos participantes comiencen a combatir las estafas y las llamadas no deseadas: las aplicaciones ya no pueden simplemente tomar las listas de contactos de sus usuarios para crear rápidamente una base de datos de números de teléfono. Esto significa que las aplicaciones de identificación de llamadas existentes tienen una ventaja sustancial sobre los nuevos participantes en la creación y el mantenimiento de una base de datos de números de teléfono que vale la pena responder.

Truecaller es una de las aplicaciones de terceros más grandes que combate a los estafadores telefónicos y a los spammers, y el negocio es rentable y crece rápidamente. En teoría, creo que una empresa como Truecaller está mejor posicionada para combatir a los estafadores y spammers en una carrera armamentista de innovación continua. En la práctica, el crecimiento y el éxito financiero de la empresa sugieren que puede seguir creciendo de manera rentable en un mercado grande. Compramos nuestra posición a SEK 53,4 por acción.

Compramos una micro capitalización especulativa

También hemos construido lentamente una posición en Artificial Solutions, una pequeña empresa sueca que ayuda a las empresas a analizar el habla y el texto de sus clientes. Si alguna vez realizó una llamada telefónica y escuchó que la compañía "puede" grabar y monitorear la llamada, entonces su voz ciertamente ha sido grabada y analizada por una compañía como Artificial Solutions. El propósito del análisis es determinar lo que desea y su estado emocional, dirigir su consulta de manera económica y rentable y mejorar aún más el software de análisis de lenguaje.

Soluciones artificiales es un cambio que creo que se convertirá en un crecimiento rápido. La empresa ha cambiado su modelo de negocio de vender licencias y realizar trabajos de consultoría a vender un producto SaaS. Las ventas tardan aproximadamente un año en aparecer en los estados financieros, por lo que es poco probable que las muchas ganancias de ventas de la empresa en 2021 tengan un impacto antes del segundo trimestre de 2022. A pesar de la información limitada disponible, he visto suficientes señales positivas de que estoy dispuesto a invertir nuestro dinero. En Artificial Solutions, varios directores y ejecutivos han comprado acciones, en algunos casos repetidamente. El CEO ejecutó con éxito un cambio de modelo de negocio similar en otra empresa y trajo a miembros de su antiguo equipo a Artificial Solutions.

Soy optimista de que la empresa pueda ejecutar con éxito su recuperación y creo que la ventaja si tiene éxito es suficiente para justificar nuestra inversión. A medida que se desarrolle el cambio de rumbo de la compañía, usaremos nuestro agua, las flores y cortaremos el marco de malezas para moderar mi optimismo e informar nuestras acciones. Construimos nuestra posición a un precio medio de 7,18 coronas suecas por acción.



Una revisión de nuestro desempeño en 2021

Si bien la mayoría de las posiciones de nuestra cartera aumentaron en 2021, GetBusy, Wickes, Artificial Solutions y Koppberg nos costaron dinero durante el año. Cortamos Koppberg como maleza después de un rendimiento operativo decepcionante.

En Wickes, las noticias han sido mixtas. El negocio de "hágalo por mí" de la empresa se ha enfrentado a retrasos en la finalización de los proyectos (lo que pospone los ingresos) y la gerencia está dormida al volante sobre la asignación de capital (no tienen deudas, un sólido flujo de caja libre, un precio de acciones atractivo, sus pares están comprando back stock, y Wickes... solo ha pagado un pequeño dividendo). Por otro lado, los resultados generales han sido sólidos y el presidente ha comprado acciones en varias ocasiones. En GetBusy y Artificial Solutions, los resultados operativos han sido satisfactorios y los directores y ejecutivos han comprado acciones.

Truecaller y Nilorn fueron nuestros mayores ganadores porcentuales, aunque ninguno comenzó como una posición importante.

La mayor parte de nuestros rendimientos fueron impulsados por ganancias de más del 60 % tanto en CDON (nuestra posición más grande a principios de año) como en Jackson (nuestra posición más grande al final del año). CDON fue un crecimiento rápido que corté como una mala hierba, y Jackson fue un spin-off barato y desconocido que se convirtió en una flor.

Nuestras dos posiciones restantes son Conduent y American Outdoor. Ambas acciones tuvieron un buen desempeño a principios de año, pero terminaron 2021 muy por debajo de sus máximos. Reduje Conduent debido al desempeño operativo decepcionante, mientras que las compras de acciones de directores y ejecutivos me impidieron cortar American Outdoor como una mala hierba. Me gusta lo que están haciendo los directores ejecutivos de ambas compañías: Conduent es un jonrón si el cambio continúa, y American Outdoor tiene millas de pista en un mercado fragmentado, pero ambos han tenido resultados operativos decepcionantes. Una regla clave es 'no regar las malas hierbas', por lo que no agregaré a ninguno de estos negocios hasta que vea resultados operativos positivos.

Gracias Gracias

por ser parte de Curreen Capital y por confiarme su dinero. Agradezco que hayan sido pacientes y comprensivos en los buenos y malos momentos, y trabajo para mantener su confianza.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Cristian Ryther".

Cristian Ryther
646-535-8573

cryther@curreencapital.com



Apéndice

Inversiones de capital actuales

Aire libre americano (AOUT)

American Outdoor construye marcas en los mercados de armas de fuego, caza y accesorios para acampar. American Outdoor se separó de Smith & Wesson en agosto de 2020. El negocio supera a la competencia y participa en un mercado grande, fragmentado y atractivo. La gerencia reinvierte el flujo de caja libre para hacer crecer el negocio y recomprar acciones.

Soluciones artificiales (ASAI:SS)

Artificial Solutions es una empresa sueca que desarrolla y vende una plataforma SaaS que permite a los clientes (empresariales) utilizar un chat/voz-bot automatizado para interactuar con sus propios clientes. El negocio está intentando dar un giro que lo posicionaría para un crecimiento rentable.

Conductor (CNDT)

Conduent es una empresa de servicios de procesos de negocio. Maneja el procesamiento intensivo de transacciones para clientes gubernamentales y comerciales. Después de años de ventas débiles, ganancias decrecientes, conflicto con su mayor accionista (Carl Icahn) y la pérdida de su director ejecutivo, la empresa está cambiando. El nuevo CEO de Conduent está abordando los problemas clave de la empresa y está impulsando el crecimiento de las ventas.

Conduent cotiza actualmente con una atractiva relación alcista y bajista.

GetBusy (GETB:GB)

GetBusy proporciona sistemas de intercambio de documentos en línea, principalmente para contadores en el Reino Unido, y sus negocios en Australia, Nueva Zelanda y EE. UU. están creciendo bien. GetBusy salió de Reckon en agosto de 2017 y ha seguido creciendo desde entonces. GetBusy no gana dinero, invierte a través de mayores gastos para hacer crecer sus negocios existentes e intenta lanzar un nuevo producto.

Los negocios subyacentes son rentables y sostenibles en el Reino Unido y potencialmente en los EE. UU. y Australia/Nueva Zelanda.

Jackson Financial (JXN)

Jackson es el vendedor más grande de rentas vitalicias minoristas en los EE. UU. La compañía se enfoca en rentas vitalicias variables y se beneficia de una sólida red de distribución y economías de escala en el servicio al cliente. Jackson se separó de Prudential Plc en septiembre de 2021. La empresa utiliza el exceso de capital para hacer crecer el negocio, recomprar acciones y pagar dividendos. Jackson cotiza en una relación alcista-bajista extremadamente atractiva.

Grupo Nilörn (NILB:SS)

Nilorn diseña y entrega etiquetas y rótulos para marcas de ropa europeas. La empresa combina la entrega justo a tiempo con un diseño de calidad que puede elevar los productos del cliente ante los ojos del consumidor final. La dirección utiliza el flujo de caja libre para crecer

el negocio y pagar un dividendo. Los rendimientos del capital de la empresa son de alrededor del 30%. Nilorn cotiza en una atractiva relación alcista y bajista.

Llamador verdadero (TRUEB:SS)

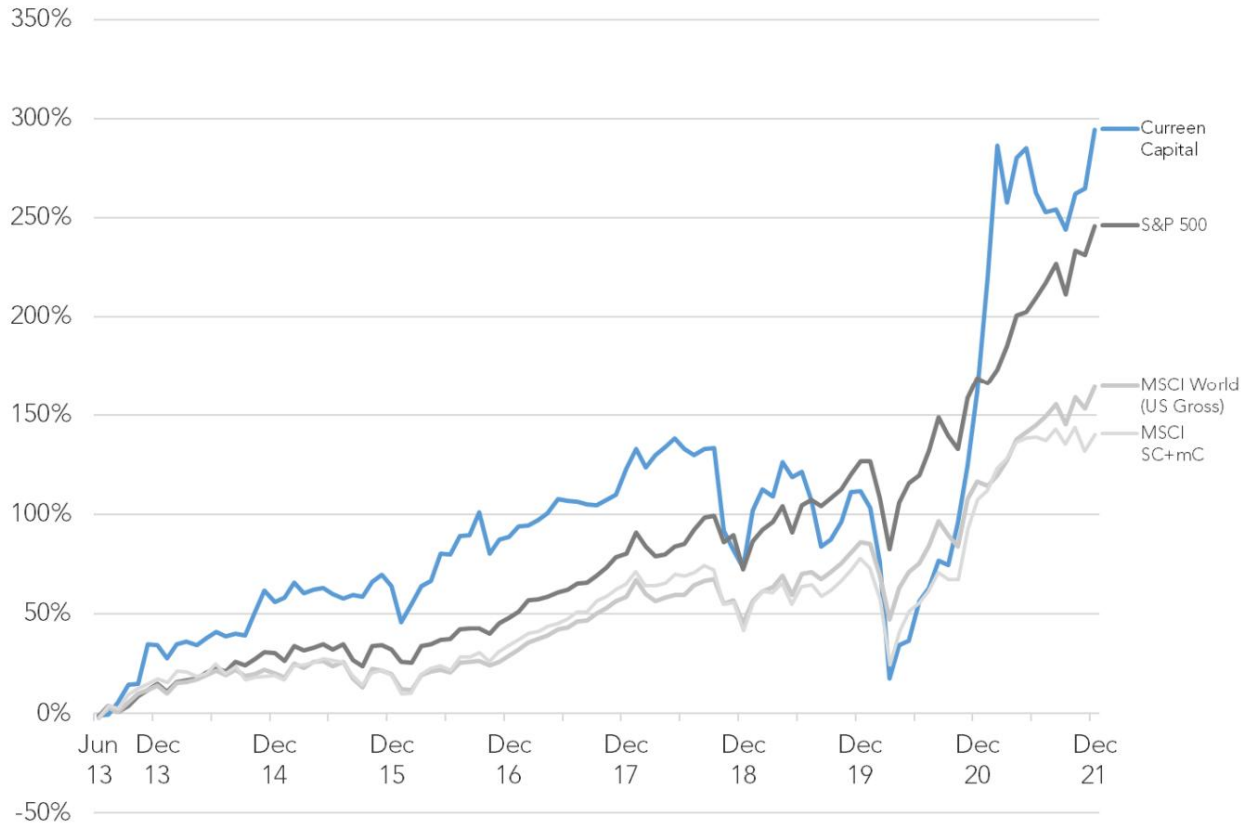
Truecaller es una empresa de software que ofrece una aplicación móvil que se utiliza principalmente para la identificación de llamadas. El principal mercado de la empresa es India, e históricamente se ha centrado en aumentar su base de clientes en los mercados emergentes. La empresa hizo una oferta pública inicial en octubre de 2021 y está dirigida por uno de sus fundadores. La empresa de rápido crecimiento es rentable.

Mechas (WIX:GB)

Wickes es una cadena minorista del Reino Unido centrada en la reparación y remodelación del hogar. Actualmente, el negocio se beneficia de los fuertes vientos de cola de la industria. La empresa se separó de Travis Perkins en abril de 2021 con exceso de efectivo y sin deuda financiera. El negocio no crece y la gerencia usa el flujo de caja libre para pagar un dividendo. Wickes cotiza en una atractiva relación alcista-bajista.



Cumulative Performance Since Inception



Rendimiento neto de comisiones, frente a alternativas

	Curreen	S&P 500	MSCI World	MSCI SC+mC	16,4 %	1,6 %	-0,2 %
2013*	34.29%	14.29%	16.26%	14,1%			12,7 %
2014	13.7%	5.06%	1.4%	5,3%			23,2
2015	12.0%	18.21%	21.8%	-0,5%			%
2016	-22.32%	-4.4%	23.05%	7,9%			-14,3
2017	23.55%	18.4%	52.7%	22,8%			% 25,7
2018	2021 Acumulativo 295.7%			-8,4%			% 16,5
2019	% anualizado 17.15%			28,1%			% 15,8
2020				16,3%			%
				22,2%			140,0
				164,3%			% 10,7
				12,0%			%

* Inicio del fondo el 1 de junio de 2013 hasta fin de año



DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

La información contenida en este documento con respecto a Curreen Capital Partners, LP (el "Fondo") es confidencial y de propiedad exclusiva y está destinada únicamente para el uso del destinatario. La información y las opiniones expresadas en este documento corresponden únicamente a la fecha que aparece en este material, no están completas, están sujetas a cambios sin previo aviso y no contienen información importante sobre el Fondo, incluida información específica relacionada con una inversión en el Fondo y divulgaciones de riesgo importantes relacionadas. Este documento no pretende ser, ni debe interpretarse o usarse como una oferta de venta, o una solicitud de cualquier oferta para comprar cualquier interés en el Fondo. Si se realiza alguna oferta, será conforme a un Memorándum de Colocación Privada definitivo preparado por o en nombre del Fondo que contiene información detallada sobre los términos de inversión y los riesgos, tarifas y gastos asociados con una inversión en el Fondo.

Una inversión en el Fondo es especulativa y puede implicar una inversión sustancial y otros riesgos. Dichos riesgos pueden incluir, entre otros, el riesgo de desarrollos de mercado adversos o imprevistos, el riesgo de incumplimiento de la contraparte o del emisor y el riesgo de falta de liquidez. Los resultados de rendimiento del Fondo pueden ser volátiles. No se hace ninguna representación de que el proceso de gestión de riesgos o los objetivos de inversión del Socio general o del Fondo se lograrán o serán exitosos o que el Fondo o cualquier inversión generará ganancias o no sufrirá pérdidas.

A menos que se indique lo contrario, la información de rendimiento contenida en este documento es para el Fondo y está neta de una tarifa de gestión anual basada en activos del 1,50 % y una asignación de rendimiento anual basada en las ganancias del 20 %. Al igual que con cualquier fondo de cobertura, el rendimiento pasado del Fondo no es una indicación de los resultados futuros. Los rendimientos reales para cada inversor en el Fondo pueden diferir debido al momento de las inversiones. Las declaraciones de 2013 a 2020 se prepararon sobre la base de estados financieros auditados, y la información de rendimiento de 2021 contenida en este documento aún no ha sido auditada o verificada de forma independiente. Si bien los datos contenidos en este documento se prepararon a partir de información que Curreen Capital GP, LLC, el socio general del Fondo (el "Socio general"), cree que es confiable, el Socio general no garantiza la exactitud o integridad de dicha información.

DESERT LION

— CAPITAL —

febrero 2022

FONDO DE CAPITAL DEL LEÓN DEL DESIERTO I, LP INFORME DEL 4T PARA EL PERÍODO TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2021

Estimados socios y amigos,

Desert Lion obtuvo una rentabilidad neta de +7,2 % en el cuarto trimestre de 2021, lo que eleva la rentabilidad neta total para 2021 a +9,6 %.

Los tres principales contribuyentes a nuestro desempeño en 2021 fueron Argent (+100 % interanual), Capitec (+42 % YOY) y Stadio (+92% YOY). Los principales detractores fueron Sibanye Stillwater (-17 % por debajo de nuestro precio de compra promedio), Naspers (-9 % por debajo de nuestro precio de compra promedio) y el tipo de cambio USD/ZAR (-8 % en la cartera total en USD). Esta carta contiene resúmenes actuales de los posicionamiento competitivo de todas y cada una de mis tesis sobre los impulsores de cara al futuro.

Soy optimista con respecto a las perspectivas para 2022. Como se analiza más adelante, es probable que los vientos en contra del precio de las acciones experimentados por dos de nuestros mayores detractores en 2021, Sibanye Stillwater y Naspers, se conviertan en vientos de cola este año. Si bien las empresas son tan buenas o mejores que en el momento de nuestra inversión, sus precios son materialmente más baratos, lo que implica más oportunidades de crecimiento y menos riesgo de deterioro. También estoy entusiasmado con las perspectivas de nuestros ganadores de 2021, cada uno de los cuales disfruta de vientos de cola estructurales además de fundamentos sólidos y una perspectiva convincente.

El ZAR terminó el año con una nota débil en 15,93 por dólar. Según la paridad del poder adquisitivo, el ZAR está actualmente infravalorado frente al USD. La inflación sudafricana registró un 5,9% en diciembre, en comparación con la inflación estadounidense del 7%. El Banco de la Reserva de Sudáfrica ha sido mucho más conservador en la expansión monetaria en comparación con los mercados desarrollados. La expansión de M2 está muy por debajo de la expansión de M2 de EE. UU., y las tasas de interés de Sudáfrica ya se han incrementado dos veces con +25 pb cada una durante noviembre de 2021 y enero de 2022. Fundamentalmente, creo que la debilidad del ZAR (en relación con el USD) es exagerada y hay una significativa probabilidad de que los movimientos de divisas puedan respaldar el rendimiento de 2022.

El Fondo está completamente invertido con una cartera de 12 empresas, las 5 principales de las cuales constituían el 76% de los activos al final del año. La naturaleza concentrada de nuestra cartera puede dar lugar a una mayor volatilidad; sin embargo, consideramos que nuestras inversiones son menos riesgosas en función de nuestro riguroso cumplimiento de los márgenes de seguridad y cero apalancamiento. Para la mayoría de los asignadores de capital, las inversiones de Desert Lion pueden proporcionar exposiciones diversificadas y rendimientos no correlacionados, a menudo "zigzagueando" mientras que otras áreas "zag". A medida que varias industrias e instrumentos financieros alcanzan puntos de inflexión, la diversificación y la exposición a valores fuera de lo común pueden volverse aún más convincentes.

¿La gran rotación?

¿Estamos entrando o ya en las primeras etapas de la gran rotación? ¿Qué significa eso para Desert Lion?

Creo que es muy probable que seamos testigos de los siguientes temas durante los próximos años:

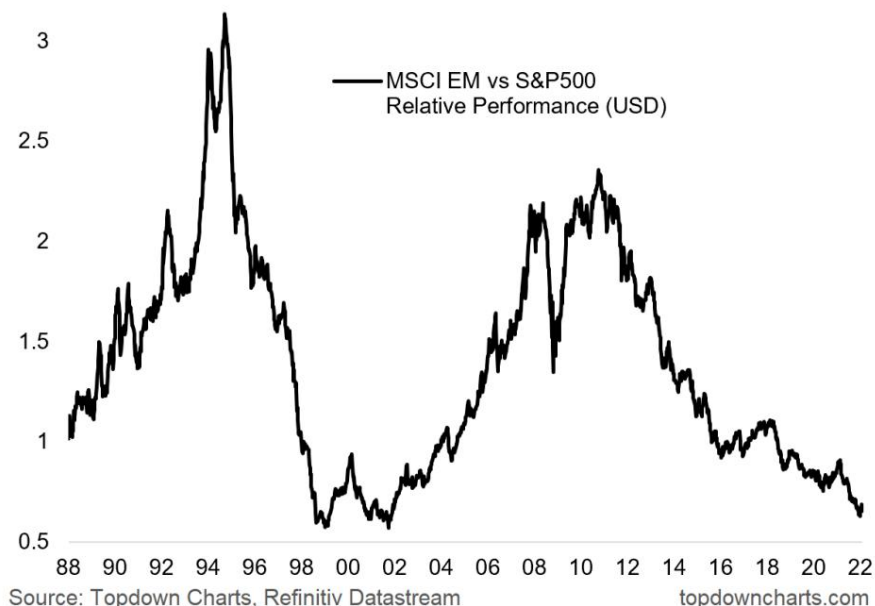
1. Liquidez que fluye de especulativamente cara a fundamentalmente barata

La respuesta a la pandemia global de COVID implicó una expansión monetaria masiva, transferencias de estímulo directo y tasas de interés reales muy bajas o negativas. Tendencias que incluyen la ludificación del comercio, niveles récord de participación minorista en los mercados, impulso en el crecimiento y acciones temáticas (o memes), criptografía impulsada por las redes sociales y NFT FOMO, TINA (no hay alternativa), creencia en la opción de venta de la FED y la extrapolación indefinida de los rendimientos recientes sin tener en cuenta el valor intrínseco, por nombrar algunos, absorbió la liquidez de otras partes y la condujo a excesos especulativos extremos. Funciona mientras funciona. Pero cuando el sentimiento cambia y se extrae liquidez del sistema, tales "valores" a menudo colapsan rápidamente ya que los fundamentos intrínsecos, si los hay, están muy por debajo. Es entonces cuando prevalece la cordura y el capital racional regresa a oportunidades que son fundamentalmente atractivas, ofreciendo un retorno de la inversión razonable con un margen de seguridad decente.

2. El regreso de los mercados emergentes

Los mercados se mueven en ciclos. El siguiente gráfico muestra el rendimiento del índice MSCI Emerging Market en relación con el del S&P 500 durante las últimas décadas. Como hemos visto en el pasado, llegará un momento en que el capital rotará fuera de los mercados populares y las valoraciones excesivas hacia el valor y los mercados previamente descuidados. Ese momento bien podría estar cerca. Estoy muy emocionado de ver qué sucede cuando el capital y la liquidez comienzan a reconocer las oportunidades en las que estamos sentados.

Emerging Market Equities vs S&P500



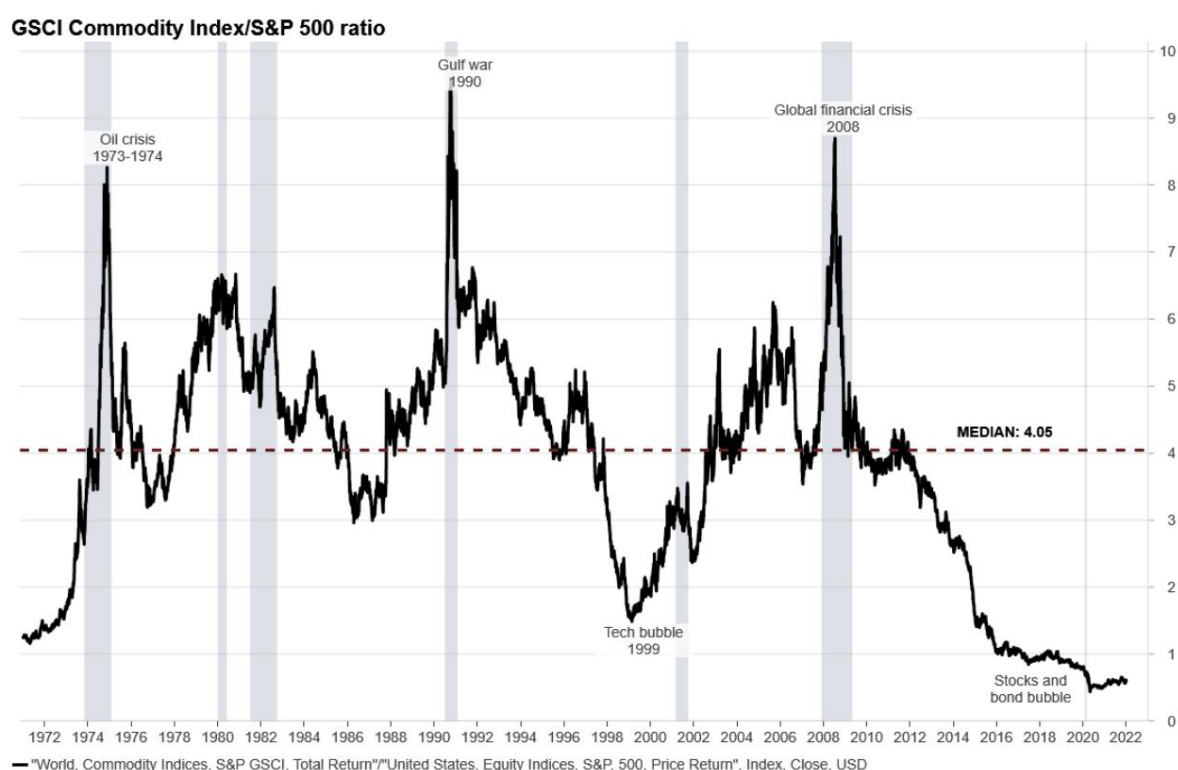
3. Tasas de interés más altas y/o inflación más alta

Cada vez es más claro que la inflación no es tan "transitoria" como lo propagan los banqueros centrales de los mercados desarrollados. Las políticas monetarias y fiscales extremadamente acomodaticias, combinadas con importantes interrupciones en la cadena de suministro y la producción, han llevado a aumentos generalizados de precios. El problema es que la mayoría de las economías están sobreendeudadas y no pueden digerir los gastos necesarios.

subidas de tipos de interés sin caer en recesión. Por lo tanto, la única opción que queda es mantener las tasas de interés artificialmente bajas e inflar la deuda.

4. Ciclo alcista de las materias primas

Como se muestra en el siguiente gráfico, el ciclo de las materias primas parece estar tocando fondo después de una caída estructural desde su punto máximo en 2008. La disciplina de capital mejorada tras los excesos del auge anterior, los mandatos de inversión ESG, las restricciones regulatorias, la nacionalización de recursos por parte de algunos gobiernos, etc., han llevado a una inversión insuficiente en nueva capacidad. El nuevo suministro tarda muchos años en estar en línea. Superponga una impresión de dinero sin precedentes, y es bastante plausible que los productos básicos se posicionen para un período prolongado de revisión de precios.



5. Presión sobre el USD

Estados Unidos se encuentra en la posición muy afortunada de tener la moneda de reserva mundial. Esto es un posición que ganó y merece, pero con ese privilegio viene una carga: proteger el valor de la moneda o la fe del mundo en la moneda se erosiona. No hay opciones fáciles cuando se trata del USD. Las tasas de interés están en mínimos históricos. Las tasas reales son negativas. Para atraer más inversiones en bonos de EE. UU., las tasas deben ser más altas, pero las tasas más altas ejercerán presión sobre la asequibilidad de los costos del servicio de la deuda para el gobierno de EE. UU. Una forma de lidiar con la deuda es inflarla manteniendo bajas las tasas de interés. Pero haga eso, y el valor de la moneda se deteriorará gradualmente.

Es poco probable que la Reserva Federal de EE. UU. suba las tasas a la par del régimen inflacionario al que nos enfrentamos. Por lo tanto, es probable que el USD esté bajo presión y pierda valor gradualmente, pero solo en relación con las alternativas que no se expandieron al mismo ritmo... lo que nuevamente nos lleva de nuevo a algunos mercados emergentes, acciones de valor y ciertos productos básicos.

Cartera: Principales participaciones

• Aguas tranquilas de Sibanye (JSE: SSW)

Sibanye Stillwater es uno de los productores de PGM (metales del grupo del platino) más grandes del mundo, con importantes operaciones en Sudáfrica y EE. y actividades de uranio, que aún no contribuyen a las ganancias y siguen sin reconocerse

por el mercado en el precio de SSW.

Como se discutió en la carta trimestral anterior, la compañía reportó ganancias récord para el período intermedio que finalizó en junio de 2021. TTM EPS fue de R12.03, colocando las acciones en un PE múltiplo de 5. La generación de efectivo es excelente y la compañía está efectivamente libre de deudas con excedente de efectivo neto.

El equipo de gestión continúa manteniéndose disciplinado en su asignación de capital, utilizando las ganancias en efectivo para saldar deudas, recomprar el 5 % de las acciones de la compañía con descuento, pagar un dividendo saludable (~11 % de rendimiento de dividendos anualizado) y expandir su estrategia de metales para baterías con adquisiciones de litio y níquel.

Durante 2021, los precios de PGM bajaron desde sus máximos debido a la escasez de chips y las preocupaciones sobre la fabricación de automóviles. Creo que estos choques de demanda son transitorios. Los precios de PGM ya se han recuperado de cara a 2022, y las perspectivas a largo plazo siguen siendo optimistas. Hay mucha demanda reprimida de vehículos y, combinada con las crecientes expectativas inflacionarias, es probable que la fabricación de automóviles se sobrepase una vez que se resuelva la escasez de chips. Si bien el cambio climático se está convirtiendo en un tema cada vez más importante a nivel mundial, creo que los motores de combustión interna estarán disponibles por más tiempo de lo que la mayoría espera. Los vehículos eléctricos de batería (BEV) requieren grandes cantidades de litio, cobre, níquel y cobalto, y simplemente no hay suficiente para respaldar el aumento proyectado en la producción de BEV. Los PGM son clave para una energía más limpia, y la demanda de algunos de los PGM continuará superando la oferta, ya que se ha asignado un gasto de capital limitado para aumentar la producción en los últimos años. Por lo tanto, la producción tardará algún tiempo en reaccionar a los precios más altos.

Rusia produce aproximadamente el 40% del paladio del mundo. Las tensiones actuales entre Rusia y Ucrania y los riesgos de sanciones brindan un mayor apoyo a las perspectivas del paladio, que ha tenido un déficit de producción y demanda durante algunos años. Si bien la sustitución tendrá lugar entre el paladio y el platino en los convertidores catalíticos con el tiempo, la incapacidad de sustituir los metales menores (el más importante de los cuales es el rodio) hace que sea muy probable que el precio de la canasta de PGM se mantenga sólido durante varios años más.

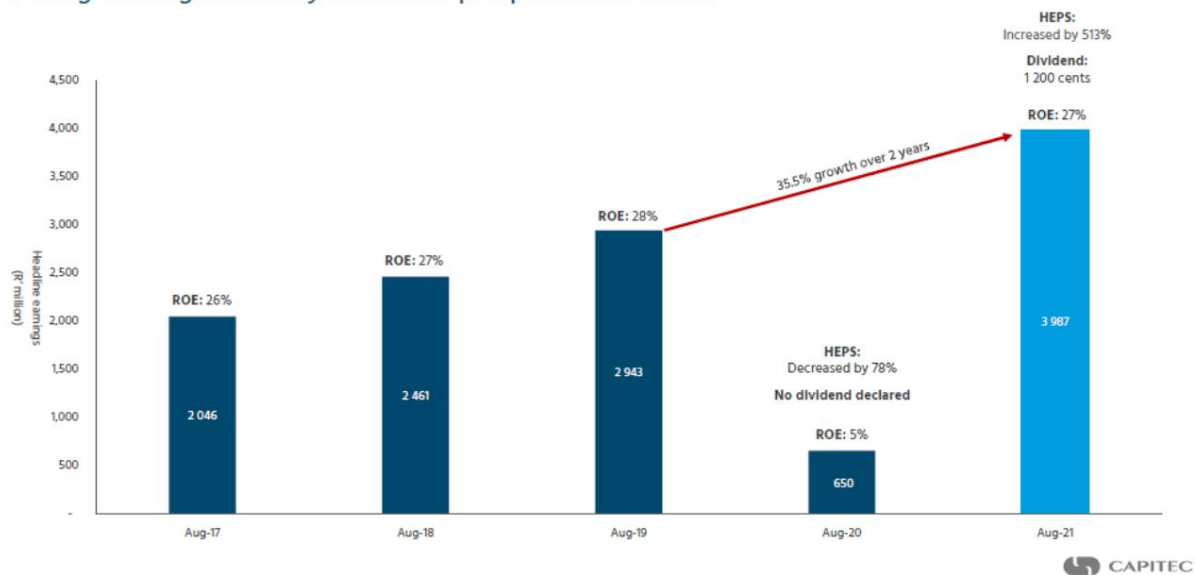
En resumen, Sibanye Stillwater es una empresa rentable y bien administrada con una excelente disciplina en la asignación de capital. Lo veo como una opción de compra que paga dividendos sobre la normalización de la fabricación de automóviles, las iniciativas de cambio climático, una subestimación de la relevancia de los motores de combustión interna y la inflación. Las actividades de litio, níquel y uranio de la compañía también los posicionan para participar en el impulso continuo hacia una energía más limpia y, hasta el momento, estas opciones no tienen precio.

Capitec (JSE: IPC)

Capitec es el banco de más rápido crecimiento en Sudáfrica y un jugador disruptivo de fintech. Originalmente adquirimos Capitec con un descuento a través de su antigua sociedad de cartera, PSG Group, antes de que se escindiera el activo. Para obtener una descripción detallada de Capitec, consulte nuestra carta del tercer trimestre de 2020.

Nos complace ver a Capitec de vuelta en su trayectoria de crecimiento anterior a COVID.

Strong earnings recovery exceeded pre-pandemic levels



El crecimiento de Capitec no se basa en préstamos de alto riesgo y, en cambio, proviene de ganancias de participación de mercado, adopción digital, ingresos por tarifas de transacción y ofertas de productos ampliadas. Ya

El banco digital líder de Sudáfrica, Capitec, también se beneficia del apalancamiento operativo positivo, ya que la creciente adopción digital permite que el negocio escale con bajos costos de insumos. Si bien algunos todavía ven erróneamente a Capitec como un proveedor de crédito de alto riesgo de juego puro, hizo la transición a un banco de pleno derecho y un jugador de tecnología financiera hace unos años. Los ingresos netos por transacciones y planes funerarios (populares en SA) ahora cubren alrededor del 100% de los gastos operativos, y la mayor parte del nuevo crédito se extiende a grupos de ingresos medios y altos con mejores calificaciones crediticias.

Con una relación préstamo-depósito del 61%, el negocio no depende de la financiación mayorista. Su índice de pérdidas crediticias es de alrededor del 5%, mientras que el margen de interés neto del 6% hace que los competidores se pongan verdes de envidia. El índice de adecuación de capital de 37% de Capitec está muy por encima de los requisitos mínimos y es el más alto de la industria nacional. Esto significa que el balance general es conservador y que hay mucho espacio para resistir shocks y/o invertir capital excedente para crecer y/o aumentar los dividendos.

En mi estimación, Capitec tiene una provisión de deterioro adicional de alrededor de R3.2bn (equivalente a alrededor de R27 por acción) que está sobre reservada y es muy probable que se libere en los próximos períodos de informes. Las ganancias reportadas, por lo tanto, todavía están subestimadas y creo que veremos un fuerte crecimiento de las ganancias en el futuro.

Para los críticos de la aparentemente alta relación precio-valor contable de Capitec, me gustaría ofrecer alguna perspectiva como alimento para la reflexión. Durante los últimos 20 años, Capitec ha realizado inversiones masivas en tecnología, distribución y su marca. Todos, o casi todos, de estos fueron gastados a través de

pérdidas y ganancias y no constituyen prácticamente nada en el balance. Este es el mejor banco digital de Sudáfrica con el crecimiento más rápido de clientes digitales activos. También fue votado como el "banco más genial" por la juventud sudafricana. ¿Estos activos, a saber, la capacidad digital, la distribución y la marca, realmente no valen *nada*? Tal vez algunos de los activos más valiosos de Capitec no se reflejen en las finanzas, y tal vez la relación precio-valor contable no sea tan alta como parece.

Espero que, con el tiempo, nuestros rendimientos en esta inversión sigan el crecimiento de las ganancias y los dividendos de Capitec. En nuestra opinión, la empresa tiene todos los ingredientes para componer a >20 % durante muchos años.

¿ Argenta (JSE: ART)

Argent es un conglomerado industrial con alrededor de 24 unidades operativas subyacentes en Sudáfrica, EE. UU. y el Reino Unido. Las operaciones incluyen comercio basado en acero, fabricación de productos de acero, puertas y vallas de seguridad, contraventanas, carritos a medida para comercio minorista tradicional y electrónico, sistemas de almacenamiento y distribución de combustible, productos de construcción de hormigón y barras de protección contra vuelcos para maquinaria de construcción. No es un negocio sexy, y con una capitalización de mercado de alrededor de \$ 50 millones, obviamente es fácil de ignorar.

Sin embargo, la compañía ha estado experimentando una transformación inadvertida. Solía ser una trampa de bajo valor de retorno... hasta que un nuevo accionista estratégico intervino hace unos años. Desde entonces, Argent ha estado optimizando la generación de efectivo, enajenando activos improductivos, adquiriendo activos de alto rendimiento y recomprando acciones.

Argent informó los siguientes resultados intermedios para el período finalizado en septiembre de 2021.

- Los ingresos aumentaron un 21%.
- EPS aumentó un 100% año tras año.
- La compañía recompró un 6% adicional de sus acciones en circulación durante el período anterior de 12 meses.
- La conversión de efectivo fue excelente en 93%.
- Sobre la base de la deuda neta, la empresa está libre de deuda.

Estos resultados se fortalecen aún más cuando consideramos que el período correspondiente anterior no fue una base baja.

Argent ejecutó dos adquisiciones más inspiradas. American Shutters es un importante proveedor de elegantes sistemas de contraventanas para puertas y ventanas y se relaciona bien con la oferta actual de Argent a través de productos como las puertas de seguridad Xpanda. Fluid Transfer Group es el fabricante líder en el Reino Unido de dispensadores y surtidores de reabastecimiento de combustible para aviación y también es un proveedor de sistemas de reabastecimiento de combustible marítimo y camiones cisterna de combustible estándar. Operando desde 1967, el negocio tiene una base de clientes global y está bien posicionado para capitalizar el regreso a los viajes aéreos normalizados.

En resumen, Argent está experimentando una transición sostenible hacia un modelo de mayor retorno del capital con un balance sin deudas, flujos de ingresos diversificados con la mayor parte de sus ganancias generadas en el Reino Unido y los Estados Unidos, y una excelente ejecución de asignación de capital. La compañía continúa recomprando acciones con descuento y ha recomprado el 38% en los últimos 5 años. Sin embargo, las acciones están profundamente deprimidas, cotizando a 5 PE y 0,7 de precio contable.

Consideramos que es una joya escondida con un camino claro hacia la creación de valor.

Stadio (JSE: SDO)

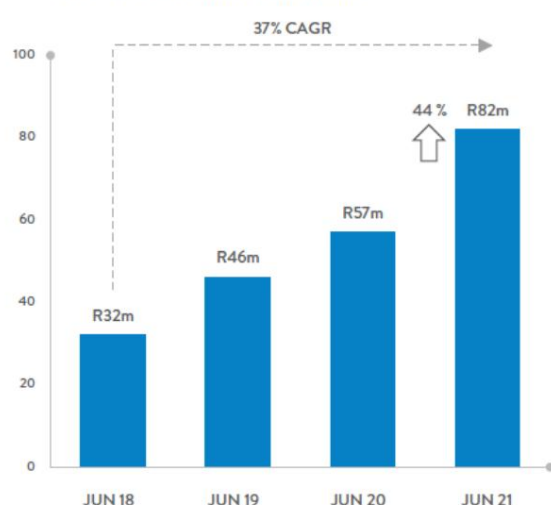
Stadio es un proveedor de educación terciaria (facultad/universidad) con fines de lucro que continúa creciendo rápidamente desde una base baja mediante la acreditación de programas académicos adicionales y la atracción de nuevas inscripciones a su oferta de 80 % en línea/20 % de contacto. Además de los vientos de cola demográficos y la alta demanda que impulsaron el crecimiento de Stadio, COVID aceleró el crecimiento y la adopción de sus programas en línea.

Las ganancias de Stadio en la primera mitad del año fiscal respaldan claramente nuestra tesis de una etapa temprana negocio que recientemente se volvió rentable y está creciendo EPS rápidamente a medida que se activa el apalancamiento operativo. A pesar de las interrupciones causadas por los bloqueos de COVID, el número de estudiantes aumentó +11% a 35,000, los ingresos aumentaron +17%, el EBITDA aumentó +34% y, como se destaca en el gráfico a continuación, el BPA aumentó un +41%.

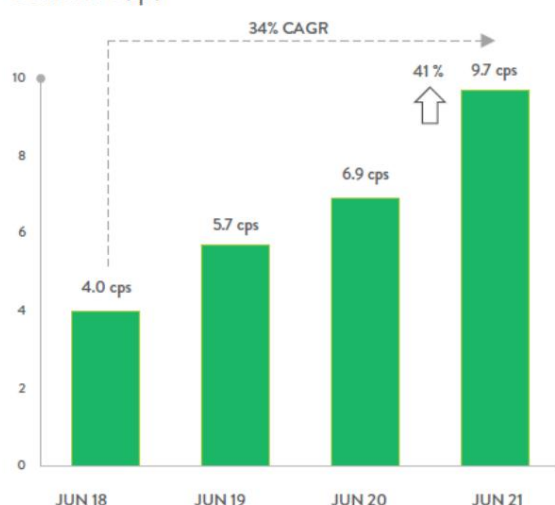
CORE HEADLINE EARNINGS

STADIO
— HOLDINGS —

CORE HEADLINE EARNINGS (R millions)



CORE HEPS (cps)



El balance de Stadio no está apalancado y la conversión de efectivo es superior al 100 % gracias a la inclinación de los estudiantes a pagar los estudios por adelantado. Todavía vemos un largo camino para el crecimiento de esta pequeña empresa de educación que ofrece un producto asequible y de alta calidad en un mercado grande y con muy pocos servicios.

Mustek (JSE:MST)

Mustek es un importador, ensamblador y distribuidor de productos de TI en el mercado sudafricano.

La empresa está bien posicionada para beneficiarse del cambio estructural en curso hacia el trabajo desde casa y el aprendizaje remoto en los sectores de educación básica y educación superior. Las inversiones recientes en líneas de productos periféricos, como equipos de red, energía sostenible y fibra, están comenzando a contribuir significativamente al rendimiento.

Al igual que Argent, Mustek es una historia de asignación de capital subestimada. El negocio está creciendo orgánicamente a un ritmo decente, generando montones de efectivo y recomprando acciones en el

barato. Mustek ha recomprado alrededor del 40 % de sus acciones en circulación desde 2014, y las recompras continúan.

Mustek ha estado aumentando EPS a una tasa compuesta promedio de +17% por año durante la última década. La empresa está libre de deudas con superávit de efectivo neto en el balance general. Las líneas de deuda disponibles y no utilizadas de R1.3 mil millones representan más del 150% de su capitalización de mercado total. Un comprador inteligente podría financiar una adquisición del propio balance de la empresa.

El precio actual de las acciones de Mustek sitúa la valoración en 0,7 precio-valor contable y 4 veces después de impuestos ganancias. Creo que este es un precio por debajo del promedio para una empresa que ofrece un balance similar a una fortaleza, continúa aumentando el BPA a un ritmo decente gracias al crecimiento orgánico y la recompra de acciones, y es un candidato principal para la acción corporativa.

¿ Karooooo (JSE: KRO / NASDAQ: KARO)

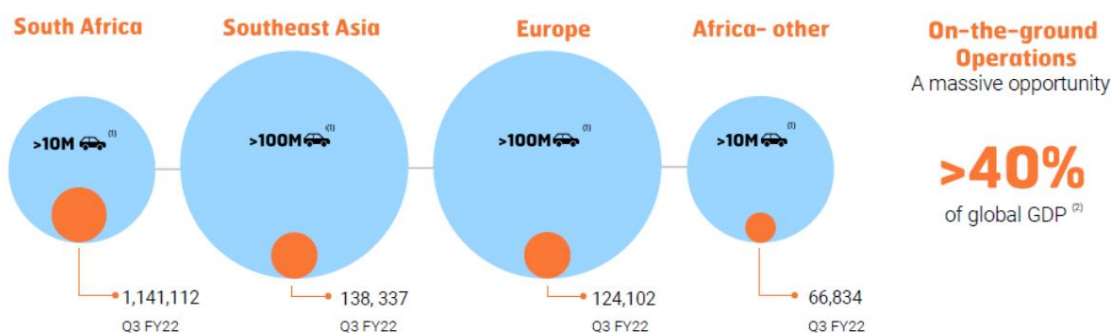
Karooooo es una empresa SaaS (Software-as-a-Service) que maximiza el valor de los datos recopilados a partir del monitoreo y seguimiento de activos móviles (cualquier cosa, desde mega camiones mineros hasta scooters, generadores e incluso prisioneros).

Los resultados del tercer trimestre informados por la compañía para el período que finalizó en noviembre de 2021 se desempeñaron en línea con nuestras métricas clave. El número de suscriptores aumentó un 18 % y los ingresos crecieron un 20 %. Karooooo tiene una alta visibilidad de ingresos con ingresos de suscripción recurrentes que representan el 98% del total. El margen GP fue del 68% y el margen EBITDA del 46%. El ciclo de vida del suscriptor se mantuvo estable en 60 meses, dando un LTV/CAS (valor de vida del suscriptor dividido por el costo de adquirir un suscriptor) de aproximadamente 4,5 veces.

Está claro que aquí hay una gran oportunidad de mercado direccionable total, y Karooooo es uno de los líderes en esta industria en la que "el ganador se lleva la mayor parte". Hay un camino muy largo para el crecimiento y uno puede entender por qué el CEO afirma apasionadamente que recién están comenzando.

EARLY STAGE OF A LARGE & LONG-TERM GROWTH OPPORTUNITY

Mobility is core to all on-the-ground operations



Karooooo management sigue evolucionando e innovando. Según el CEO Zak Calisto, ahora están pensando más allá de los vehículos conectados y creen que existe un importante valor de red sin explotar en el negocio. Por ejemplo, su nueva vertical: un comercio de vehículos en línea

plataforma llamada Carzuka: revolucionará el mercado de vehículos usados mediante la comercialización, el comercio, la financiación y el seguro de vehículos usados con un historial completo de seguimiento telemático. Carzuka actualmente está ganando terreno rápidamente en la fase beta y se espera que se lance en el primer trimestre de 2023.

La gerencia claramente está invirtiendo por delante de la curva. Se espera que la combinación de economías que se abren después de los bloqueos de COVID y los beneficios de las iniciativas de crecimiento que fluyen resulte en un crecimiento acelerado de EPS a partir de 2022. Estoy muy entusiasmado con las perspectivas de Karooooo.

¿ Naspers (JSE: NPN)

En mi opinión, Naspers/Prosus/Tencent ha pasado de ser uno de los favoritos de la JSE a una apuesta contraria con valoraciones atractivas. Creo que Tencent es un gran activo, una combinación de:

- i) una plataforma escalable dominante, una
- ii) gran cantidad de activos generadores de efectivo de alto margen, y
- iii) la mejor empresa de capital de riesgo del mundo (Tencent realizó 253 inversiones en nuevas empresas en 2021).

Las preocupaciones relacionadas con China justifican una prima de riesgo y una tasa de descuento más altas, pero no creo que Tencent esté enfrentando una crisis existencial, y no creo que su capacidad de ganancias haya disminuido. En todo caso, Tencent tiene incentivos para subestimar las ganancias, por lo que es probable que ganen más de lo que parece. A nivel de Prosus, el mercado aparentemente ignora la cartera que no es de Tencent: un gigante dormido en la entrega de alimentos, los clasificados en línea y los pagos en los mercados emergentes.

Naspers no está a favor en este momento. Con Tencent con un -40 % de descuento respecto de los máximos recientes y Naspers operando con un -60 % de descuento en su SOTP transparente, creo que poseemos una fantástica colección de negocios de tecnología con un enorme margen de seguridad integrado en el descuento.

¿ Otros puestos

Poseemos varias posiciones más pequeñas y estamos comprando más en:

- Un importador, ensamblador y distribuidor de pequeña capitalización de una variedad de bienes de consumo, que ha estado aumentando las ganancias por acción a una CAGR del 15 % durante los últimos 9 años, cotizando a aproximadamente 3 PE y 0,5 de precio contable.
- Un negocio mundial de minería de oro con costos de producción líderes en la industria y aumentos de volumen inminentes que aún no se reconocen en el precio.
- Un proveedor de nicho de equipos altamente especializados para la minería y exploración sector.
- Una sociedad de cartera de inversiones con eficiencia fiscal con un historial comprobado de creación de valor y ejecución de acuerdos, que cotiza con un descuento de aproximadamente el 50 % en relación con los activos subyacentes que están creciendo en valor.

Para concluir

Como siempre, le agradezco por confiarle a Desert Lion su capital ganado con tanto esfuerzo. Mi responsabilidad es contigo como socio y mi riqueza está invertida en Desert Lion junto con la tuya. Estoy motivado, comprometido y ansioso por generar rendimientos superiores y disfrutar de las recompensas contigo. En palabras de uno de nuestros socios fundadores, ¡que 2022 sea el año en que todo se una!

Todo lo mejor,



Rudi van Niekerk

APÉNDICE A: RENDIMIENTO

INFORME DEL 4T PARA EL PERÍODO TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2021

	Capital del león del desierto Fondo I (1) %	FTSE/JSE Todos Compartir Índice (2) %	Delta %
2T 2019 (3)	3.1	6.0	(2.9)
Q3 2019	(10.8)	(12.3)	1.5
Q4 2019	13,9	12.7	0.8
Año 2019	4,8	4,7	0.1
Q1 2020	(41,4)	(39,0)	(2.4)
Q2 2020	12,8	25,8	(13.0)
Q3 2020	20.4	3.5	16.9
Q4 2020	39.7	24.7	15.0
Año 2020	11.2	-1.0	12.2
Q1 2021	15,8	11,3	4.5
Q2 2021	(2,0)	2,8	(4.8)
3T 2021	(9,9)	(8,5)	(1.4)
Q4 2021	7,2	9,3	(2.1)
Año 2021	9,6	14,6	(4.9)
Acumulativo (4)	27,8	18,8	9.0
Anualizado (4)	9.3	6,5	2.8

Notas:

- (1) Clase estándar Desert Lion Capital Fund I, LP ("Desert Lion"), neto de todas las comisiones. Basado en una comisión de gestión anual del 0,75% (calculada trimestralmente por adelantado, cargada mensualmente); gastos de fondo de 0,5% pa (cobro mensual); obstáculo no compuesto del 6%; comisión de rendimiento del 25 % de los beneficios que excedan el límite máximo del 6 %; se aplica la marca de agua alta.
- (2) FTSE/JSE All Share Index ("ALSH" o "J203") convertido a rendimientos en USD.
- (3) Inicio 1 de abril de 2019.
- (4) Resultados netos para un socio comanditario en la clase estándar a partir del 1 de abril de 2019 al inicio. Los rendimientos individuales variarán según la clase y la fecha de inversión.

Descargo de responsabilidad:

EL RENDIMIENTO PASADO NO ES GARANTÍA DE RESULTADOS FUTUROS.

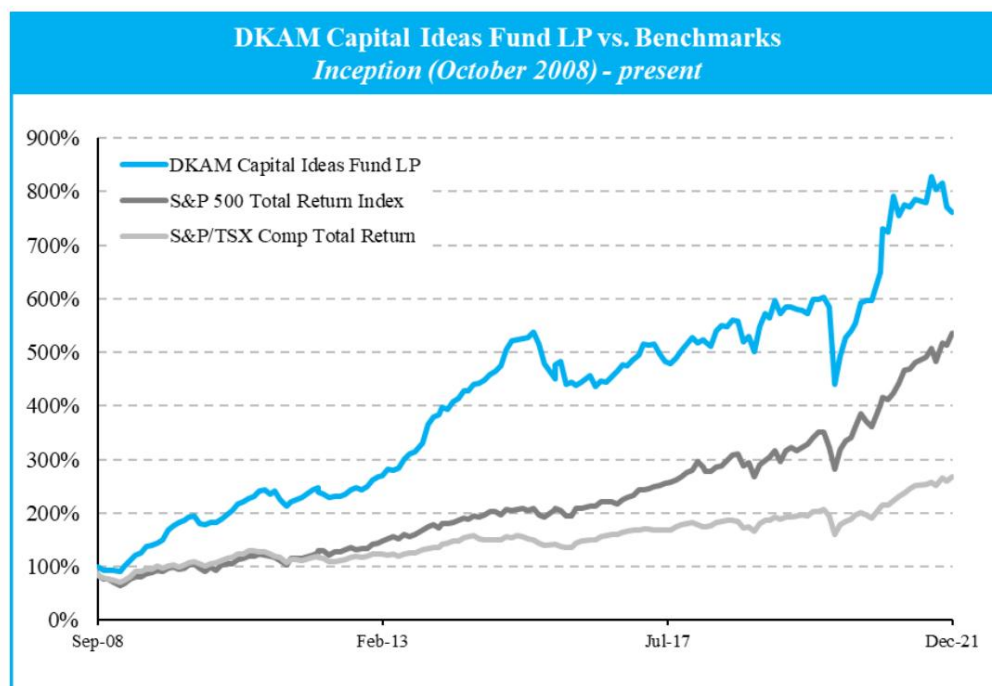
Los rendimientos netos presentados en Desempeño trimestral y YTD son netos de todas las tarifas, gastos y la asignación de incentivos atribuibles a un socio comanditario típico que paga una tarifa en el Fondo. Los rendimientos para un socio limitado que haya realizado suscripciones o retiros adicionales pueden diferir. Las cifras de rendimiento incluyen los dividendos reinvertidos. Esta comunicación es solo para fines informativos y no está auditada. Los totales pueden no coincidir debido al redondeo.

DIVULGACIONES

Esta carta (la "Carta") ha sido preparada únicamente para uso de inversores actuales y potenciales en Desert Lion Capital Fund I, LP (el "Fondo"), que es administrado por Desert Lion Capital Investment Management, LP (junto con sus afiliados, "Desert Lion Capital"), y se mantendrá en estricta confidencialidad. El destinatario acepta que el contenido de esta Carta es confidencial, cuya divulgación probablemente cause un daño competitivo sustancial e irreparable a Desert Lion Capital y/o sus vehículos de inversión y sus respectivos afiliados. Se prohíbe cualquier reproducción o distribución de esta Carta, en su totalidad o en parte, o la divulgación de su contenido, sin el consentimiento previo por escrito de Desert Lion Capital. La información contenida en este documento no pretende ser completa y no se asume ninguna obligación de actualizar o revisar dicha información. Pueden ocurrir otros eventos que no fueron tomados en cuenta y pueden afectar significativamente el análisis. Cualquier suposición no debe interpretarse como indicativa de los eventos reales que ocurrirán. Esta Carta no constituirá una oferta de venta o la solicitud de una oferta de compra que se puede hacer solo en el momento en que un destinatario calificado reciba un memorando de colocación privada que describa la oferta y el acuerdo de suscripción relacionado. Nada de lo contenido en este documento constituye asesoramiento de inversión, legal, impositivo o de otro tipo, ni se debe confiar en él para tomar una decisión de inversión o de otro tipo. Toda la información contenida en esta Carta está calificada en su totalidad por la información contenida en el memorando confidencial de colocación privada del Fondo. Un inversionista debe considerar cuidadosamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del Fondo antes de invertir. Esta y otra información importante sobre el Fondo se pueden encontrar en el memorando de oferta del Fondo. Lea detenidamente el memorando confidencial de colocación privada antes de invertir. La información contenida en esta Carta solo es actual a la fecha indicada y puede ser reemplazada por eventos de mercado posteriores o por otras razones. Las declaraciones relativas a las tendencias del mercado financiero se basan en las condiciones actuales del mercado, que fluctuarán. No se hace ni se puede dar ninguna representación o garantía (expresa o implícita) con respecto a la exactitud o integridad de la información en la Carta. Algunas de las declaraciones presentadas en este documento pueden contener declaraciones prospectivas. Estas declaraciones prospectivas se basan en expectativas, estimaciones y proyecciones actuales. Estas declaraciones no son garantías de desempeño futuro e involucran ciertos riesgos, incertidumbres y suposiciones que son difíciles de predecir. Si bien Desert Lion Capital cree que las expectativas reflejadas en cualquier declaración prospectiva se basan en suposiciones razonables, Desert Lion Capital no puede garantizar que se lograrán dichas expectativas y, por lo tanto, los resultados reales pueden diferir materialmente de lo que se expresa o pronostica en dichas declaraciones a futuro. Desert Lion Capital no asume ninguna obligación de actualizar las declaraciones prospectivas que aparecen en esta Carta. La inversión en valores implica un riesgo significativo y tiene el potencial de pérdida parcial o total de los fondos invertidos. La diversificación no asegura una ganancia o garantía contra pérdidas en mercados en declive. Los inversores deben considerar sus objetivos de inversión, riesgos, cargos y gastos de los fondos subyacentes antes de invertir. Los puntos de vista, las opiniones y las suposiciones expresadas en esta Carta son válidas a la fecha de esta Carta, están sujetas a cambios sin previo aviso, es posible que no se cumplan y no representan una recomendación u oferta de ningún valor, estrategia o inversión en particular. La Carta no pretende contener toda la información que pueda ser requerida para evaluar los asuntos en ella tratados. No pretende ser un documento de divulgación de riesgos. Además, la Carta no pretende proporcionar recomendaciones y no se debe confiar en ella para obtener asesoramiento fiscal, contable, legal o empresarial. Se alienta a las personas a quienes se les ha entregado este documento a hacer preguntas y recibir respuestas de Desert Lion Capital y obtener cualquier información adicional que consideren necesaria con respecto a los asuntos descritos en este documento. Ninguna de la información contenida en este documento se ha presentado o se presentará ante la Comisión de Bolsa y Valores, cualquier regulador bajo las leyes estatales de valores o cualquier otra autoridad gubernamental o autorreguladora. Ninguna autoridad gubernamental ha aprobado o aprobará los méritos de esta oferta o la idoneidad de este documento. Cualquier manifestación en contrario es ilícita.

Las referencias al MSCI Emerging Markets Index ("MXEF") y al FTSE/JSE All Share Index (código alfa JSE "ALSH" o código de índice JSE "J203") se basan en resultados publicados y, aunque se obtuvieron de fuentes que se cree que son precisas, no se han verificado de forma independiente. Se hace referencia al Índice de Mercados Emergentes MSCI solo porque representa un índice que normalmente se utiliza para medir el rendimiento general de las empresas de mediana y gran capitalización en los mercados de valores emergentes globales en más de dos docenas de países de mercados emergentes, incluidos Sudáfrica, China, India, Corea, México, Taiwán, Emiratos Árabes Unidos y otros. Los rendimientos del índice MSCI Emerging Markets incluyen ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas más dividendos reinvertidos, pero no incluyen tarifas, comisiones ni márgenes. Se hace referencia al FTSE/JSE All Share Index solo porque representa un índice que normalmente se utiliza para medir el rendimiento general de la Bolsa de Valores de Johannesburgo en su conjunto. Los rendimientos del FTSE/JSE All Share Index incluyen ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas, pero no incluyen la reinversión de dividendos, y no incluyen honorarios, comisiones y/o márgenes. El uso de estos índices no pretende ser indicativo de la composición de activos, volatilidad o estrategia de la cartera de valores mantenida por el Fondo. La cartera del Fondo puede o no incluir valores que comprenden el MSCI Emerging Markets Index y el FTSE/JSE All Share Index, tendrá una cantidad considerablemente menor que la cantidad de valores diferentes que componen el MSCI Emerging Markets Index y el FTSE/JSE All Share Index y participa o puede participar en estrategias de Fondos no empleadas por el índice MSCI Emerging Markets Index y el índice FTSE/JSE All Share, incluidas, entre otras, las ventas en corto y el uso de apalancamiento. Como tal, una inversión en el Fondo debe considerarse más riesgosa que una inversión en el índice MSCI Emerging Markets y el índice FTSE/JSE All Share. Además, los índices no están administrados, no incurren en tarifas, costos y gastos de administración, y no se puede invertir directamente en ellos.

Momento en el tiempo



A lo largo de los años, hemos estado eligiendo acciones y hay momentos en los que se presentan oportunidades inesperadas. Algunos pequeños y otros grandes. En esta edición del ROE Reporter, discutiremos cómo nos encontramos actualmente en una oportunidad histórica. La corrección actual del mercado ha sido mejor para algunas acciones y dramáticamente peor para otras. Sin duda, ha sido una corrección justificada para algunas acciones y una venta masiva de culpables por asociación para otras. Para un grupo seleccionado de acciones, estamos viendo múltiplos de ganancias extremadamente bajos niveles no vistos desde 2008/2009, o incluso desde 1995 para ciertas acciones. ¿Cómo puede ser este el caso con el S&P 500 solo un ~10% desde los máximos? Haremos nuestro mejor esfuerzo para ilustrar y justificar en esta edición del boletín.

Tema candente

Si bien la comunidad inversora sigue preocupada por la inflación, creemos que la inflación sorprenderá a la baja. Como se discutió en comentarios mensuales recientes, la inflación se vuelve preocupante cuando se convierte en "inflación descontrolada". De hecho, estamos observando que la inflación se está infiltrando en la economía en este momento. Sin embargo, está siendo empujado por choques de precios, muchos de los cuales están regresando a la baja, particularmente en los precios de las materias primas. Hemos cubierto esto extensamente

Donville Kent Asset Management

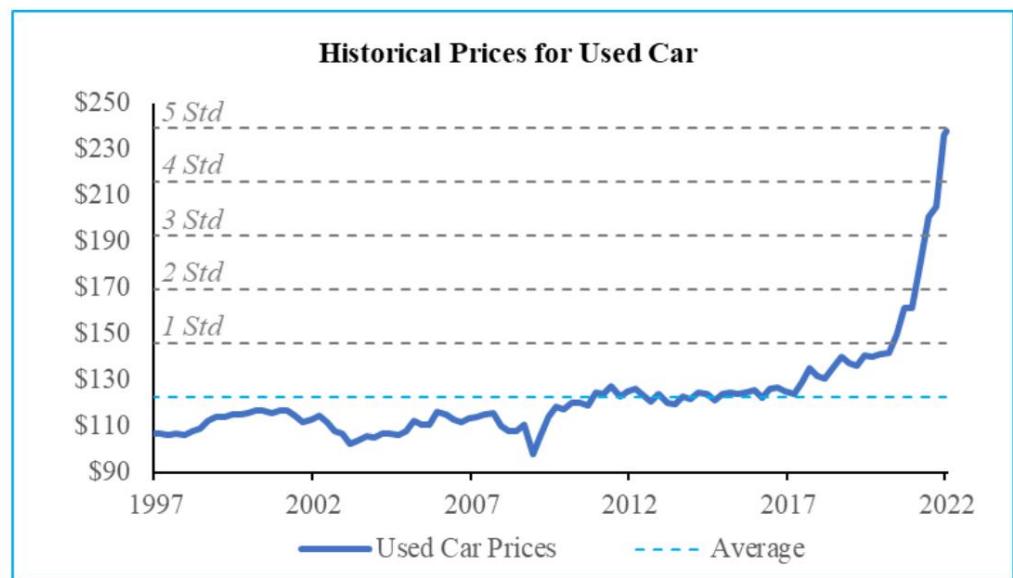
200 Bay Street – Suite 3120
 Toronto, Ontario
 M5J 2J3

416-364-8505

www.donvillekent.com

el año pasado, así que seremos breves. Deberíamos ver una reversión a la media en los precios de las materias primas, y probablemente incluso más bajos durante un breve período debido al aumento de la capacidad.

Un buen ejemplo son los precios de los automóviles usados, como se ilustra en el gráfico a continuación. Los automóviles comprenden una parte significativa del gasto del consumidor y, como tal, una gran parte de la inflación. Los precios de los autos usados ahora están 5 desviaciones estándar por encima de su promedio. En muchos casos, el precio de un automóvil usado es más alto que su equivalente nuevo. Obviamente, esta dinámica no es sostenible. En los últimos dos años, los precios de los automóviles usados aumentaron más del 70 %, lo que tuvo un impacto enorme en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) general. El punto es que si una media dinámica insostenible se revierte, habría un impacto deflacionario igualmente grande en el IPC informado. Tenga en cuenta las recientes caídas en el acero, la madera, el mineral de hierro, las DRAM, etc., y las comparaciones interanuales de la inflación se vuelven bastante pequeñas con bastante rapidez.



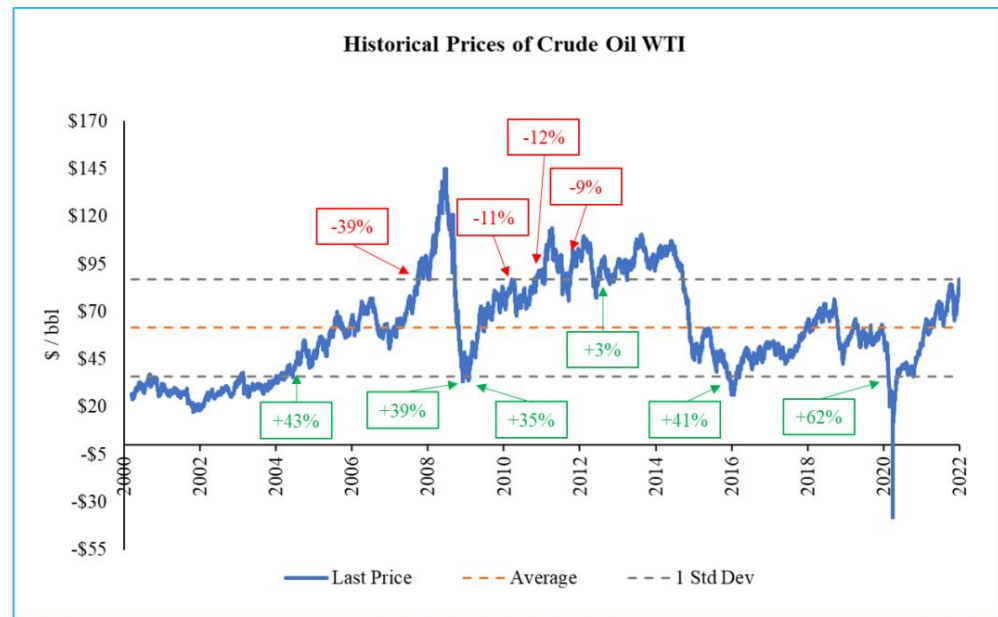
Cornerstone Macro publicó el pronóstico de inflación por debajo del cual proyecta que la inflación general caerá del 6,6 % en el cuarto trimestre de 2021 al 6,1 % en el primer trimestre de 2022. 1,4% en para el final del año. Esto es independiente de que la Reserva Federal aumente las tasas de interés y de muchas de las cifras de deflación año tras año que ya están en juego (por ejemplo, madera, acero, mineral de hierro y DRAM).

precios). Todo esto para decir que creemos que las subidas de tipos de interés están más que descontadas en el mercado. La desaceleración de la inflación sorprenderá al mercado, lo que debería ser positivo para las acciones de crecimiento.

	Año/Año % Cambio							
	1T21A	2T21A	3T21A	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22
IPC general	1,9%	4,8%	5,3%	6,6%	6,1%	3,9%	2,9%	1,4%
Gasolina (3%)	5,0%	48,8%	41,6%	51,7%	23,9%	8,4%	0,3%	-10,7%
Utilidades (3%)	3,1%	6,0%	8,2%	9,6%	7,0%	5,9%	4,1%	0,4%
Alimentos y Energía (21%)	3,8%	9,8%	10,2%	13,2%	9,0%	6,7%	4,2%	-0,2%
IPC subyacente (79%)	1,4%	3,7%	4,1%	4,9%	5,4%	3,2%	2,6%	1,8%
Bienes Menos Alimentos y Energía (21%)	1,6%	6,5%	7,8%	9,3%	10,2%	2,8%	-1,4%	-4,5%
Bienes básicos ex automóviles	1,3%	5,4%	6,5%	7,8%	7,6%	3,3%	-0,1%	-2,8%
Vehículos nuevos	1,4%	3,5%	7,6%	10,7%	12,0%	6,7%	-1,3%	-6,1%
Vehículos Usados	9,6%	32,0%	32,7%	30,6%	37,4%	5,8%	-7,8%	-10,9%
Servicios Menos Servicios de Energía (58%)	1,4%	2,8%	2,8%	3,4%	3,7%	3,4%	4,1%	4,1%
Refugio (33%)	1,6%	2,3%	2,9%	3,8%	4,2%	4,1%	5,0%	5,1%
Servicios de Salud (7%)	2,9%	1,6%	0,9%	2,2%	3,0%	4,1%	5,0%	5,3%
Servicios de Transporte (5%)	-3,4%	9,1%	5,0%	4,9%	6,8%	2,2%	3,2%	2,3%

Negociar versus invertir

Nuestro enfoque de inversión se centra en invertir en empresas que aumentan sus beneficios y reinvierten diligentemente los beneficios en sus negocios. Esperamos que estas empresas se capitalicen y valgan significativamente más en dos, cinco y 10 años a partir de ahora. Esto es muy diferente del comercio de productos básicos, donde un inversor necesita adivinar correctamente cuándo entrar y cuándo salir porque los rendimientos a largo plazo en estas industrias son abismales. El siguiente gráfico ilustra cómo se desarrolla el comercio de petróleo con las cifras anotadas en los recuadros que reflejan el rendimiento de 12 meses del ETF iShares S&P/TSX Capped Energy durante los siguientes 12 meses.ii



Como ilustra el gráfico anterior en 2009, 2016 y 2020, en teoría, el mejor momento para iniciar una operación de energía es cuando el precio del petróleo cae significativamente. Durante estos períodos, era un momento oportuno para apostar por las empresas de energía.

Sin embargo, con el petróleo cotizando actualmente cerca de \$ 90/bbl (equivalente a una desviación estándar por encima de los precios históricos promedio del petróleo), parece que ya se ha hecho dinero fácil. Este es un punto crítico para enfatizar ya que el comercio de energía en Canadá es importante y tiene un gran impacto en todas las demás acciones canadienses. El capital necesario para apostar por la energía tiene que venir de alguna parte, normalmente abandonando un sector para volver con fuerza más tarde una vez que el comercio de energía se ha agotado.

Negociación de pequeña capitalización con un descuento histórico frente a gran capitalización

La dinámica descrita anteriormente es similar a lo que estamos observando actualmente con empresas de gran capitalización frente a empresas de pequeña capitalización. Las empresas de gran capitalización se han comportado extremadamente bien y han superado considerablemente a las empresas de pequeña capitalización, lo que ha dado lugar a una oportunidad de compra verdaderamente histórica en el mercado de las empresas de pequeña capitalización. Las cifras que se indican en los recuadros a continuación reflejan el rendimiento de 12 meses del índice S&P Small Cap 600 durante los siguientes 12 meses.

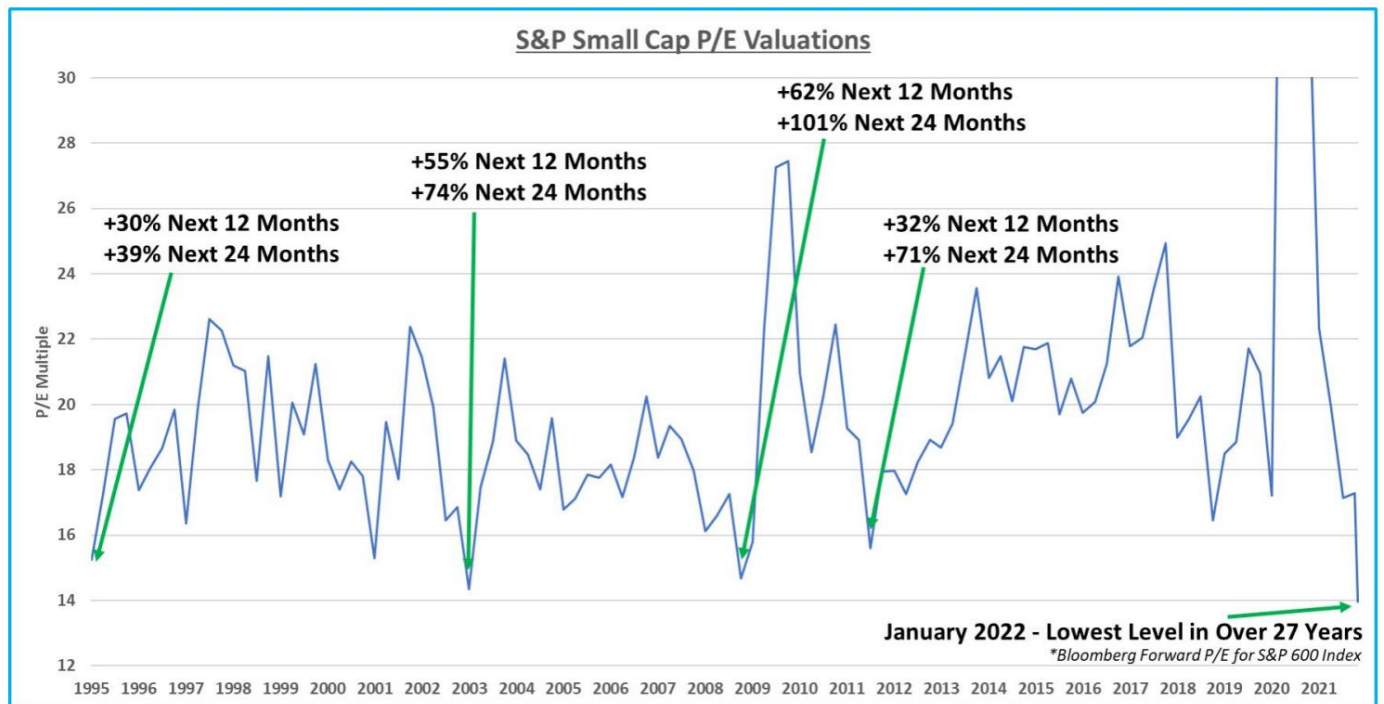
El gráfico a continuación se ha corregido aún más desde que el Financial Times imprimió este gráfico en 2021 y el descuento de valoración entre empresas de gran y pequeña capitalización se ha desplomado a niveles no vistos desde 1995.



Negociación de empresas de pequeña capitalización a una valoración históricamente barata

El gráfico más importante que respalda nuestras afirmaciones iniciales es el gráfico de precio de pequeña capitalización a múltiplos de ganancias. El gráfico anterior era de pequeña capitalización en relación con los grandes, versus el gráfico a continuación es simplemente la valoración de las acciones de pequeña capitalización utilizando las estimaciones a futuro de Bloomberg (datos trimestrales). Después de echar un vistazo a este gráfico, se vuelve bastante evidente por qué estamos haciendo referencia a esto como un momento histórico en el tiempo. Los datos de Bloomberg para este índice se remontan a 1995 y, a partir de enero de 2022, *actualmente estamos viendo las valoraciones de pequeña capitalización más baratas en ese lapso de 27 años.*

El siguiente paso necesario es ver cómo se comportan las acciones de pequeña capitalización una vez que alcanzan estas valoraciones bajas. Como muestra el gráfico, los rendimientos durante los próximos 12 y especialmente 24 meses desde los mínimos de las valoraciones son notablemente sólidos. Ahora que se encuentra en la valoración más barata, tendría sentido esperar rendimientos similares, si no mayores.



Valor versus crecimiento

Con todo esto en mente, es natural reflexionar: "¿Están todas las acciones cerca de valoraciones históricamente bajas?" La respuesta corta es "No, ni siquiera cerca". Esta corrección ha sido abrumadoramente punitiva para las acciones de pequeña capitalización, particularmente las acciones de crecimiento de pequeña capitalización. Muchas acciones de gran capitalización, especialmente las acciones de valor de gran capitalización, se han corregido levemente (o nada).

Se ha invertido una cantidad significativa de capital en acciones de valor, muy probablemente como una operación de seguridad, lo que las ha empujado a cotizar a múltiplos elevados a pesar de los bajos niveles de crecimiento previsto. Por el contrario, la venta masiva de acciones de crecimiento ha llevado a múltiplos bajos a pesar de los altos niveles de crecimiento y rentabilidad previstos. Los siguientes son solo algunos ejemplos que ilustran esta dinámica.iii



Valuation	19x EBITDA	16x EBITDA	16x EBITDA	11x EBITDA
Growth	6%	3%	9%	7%

*DKAM estimates for 2022 Revenue Growth and EBITDA



Valuation	14x EBITDA	6x EBITDA	8x EBITDA	9x EBITDA	9x EBITDA
Growth	78%	20%	100%	19%	15%

*DKAM estimates for 2022 Revenue Growth and EBITDA

Clasificación de acciones

El entorno de mercado actual nos está dando un verdadero déjà vu alrededor de marzo de 2020 y diciembre de 2018. Durante estos períodos (así como hoy), vimos varias empresas sobrevaluadas y sobrevaloradas y ahora estamos viendo muchas oportunidades en los nombres de alta calidad. que han resultado heridos por la metralla de las explosiones de empresas no rentables.

Acciones clasificadas por margen EBITDA

Compañía	Corazón	EBITDA Margen
Dye & Durham*	DND CN EQUIDAD	53%
VerticalScope	FORA CN EQUIDAD	41%
Con calma	PATRIMONIO CN GSY	40%
Nuevo	NVEI CN EQUIDAD	39%
Creador de jugadas	PMKR CN EQUIDAD	38%
tema	TOI CN EQUIDAD	36%
pubmático	RENTA VARIABLE DE PUBM EE. UU.	35%
Enghouse	ENGH CN EQUIDAD	35%
WeCommerce	SOMOS CN EQUIDAD	31%
Constelación	CSU CN EQUIDAD	30%
RediShred	KUT CN EQUIDAD	30%
AppLovin	APLICACIÓN DE RENTA VARIABLE DE EE. UU.	27%
pluribús	PLRB CN EQUIDAD	26%
DoubleVerify	DV US EQUIDAD	24%
NeoGames*	NGMS US EQUITY	24%
Impulsar	PRL CN PATRIMONIO	22%
Sangoma	STC CN PATRIMONIO	20%
VitalHub	VHI CN PATRIMONIO	17%
darX	GIVX CN EQUIDAD	dieciséis%
Imán	PATRIMONIO CN MAGT	dieciséis%
mineros	CIGI CN EQUIDAD	15%
AhoraVertical*	AHORA CN EQUIDAD	15%
Estanque de deseos	DESEO CN EQUIDAD	10%
Voxtur	VXTR CN EQUIDAD	10%
APLICACIONES Digital	Turbine US EQUITY	10%
East Side Games	EAGR CN EQUIDAD	10%
Adcore	ADCO CN EQUIDAD	9%
Converger	CTS CN PATRIMONIO	6%

*Proyecciones basadas en adquisiciones anunciadas pero no cerradas

**Basado en estimaciones de DKAM EBITDA de 2022

Un informe reciente del National Bank examinó las OPI para determinar el mayor impulsor de desempeño bursátil y finalmente concluyó que el margen EBITDA tiene la mayor correlación con el desempeño positivo. Pensamos que este sería un lugar interesante para comenzar. Hemos clasificado algunas de las empresas que seguimos más de cerca por margen EBITDA.iv

La rentabilidad es importante por muchas razones. Por un lado, reduce el riesgo de tener que depender de los mercados de capitales para financiar las operaciones. Las empresas con altos márgenes se autofinancian y pueden reinvertir las ganancias en sus negocios. Además, ser altamente rentable mejora en gran medida la opcionalidad. Una empresa puede pagar un dividendo, recomprar acciones, adquirir negocios, pagar deudas, etc. Aquí es donde se encuentran los compuestos a largo plazo.

Acciones clasificadas por crecimiento de ingresos

<u>Compañía</u>	<u>Corazón</u>	<u>Ventas 2022</u> <u>Crecimiento</u>
AhoraVertical* AHORA	CN EQUIDAD	440%
NeoGames* NGMS	US EQUITY	156%
Voxtur	VXTR CN EQUIDAD	136%
pluribús	PLRB CN EQUIDAD	130%
Impulsar	PRL CN PATRIMONIO	100%
pubmático	RENTA VARIABLE DE PUBM EE. UU.	84%
VitalHub	VHI CN PATRIMONIO	78%
Dye & Durham* DND	CN EQUIDAD	72%
East Side Games EAGR	CN EQUIDAD	68%
WeCommerce SOMOS	CN EQUIDAD	56%
Creador de jugadas	PMKR CN EQUIDAD	48%
Converger	CTS CN PATRIMONIO	45%
Sangoma	STC CN PATRIMONIO	43%
Estanque de deseos	DESEO CN EQUIDAD	40%
VerticalScope FORA	CN EQUIDAD	39%
AppLovin	APLICACIÓN DE RENTA VARIABLE DE EE. UU.	35%
DoubleVerify DV	US EQUIDAD	32%
APLICACIONES Digital Turbine	US EQUITY	32%
Nuevo	NVEI CN EQUIDAD	30%
Adcore	ADCO CN EQUIDAD	30%
Imán	PATRIMONIO CN MAGT	30%
RediShred	KUT CN EQUIDAD	28%
darX	GIVX CN EQUIDAD	27%
Con calma	PATRIMONIO CN GSY	20%
Constelación CSU	CN EQUIDAD	20%
tema	TOI CN EQUIDAD	20%
mineros	CIGI CN EQUIDAD	15%
Enghouse	ENGH CN EQUIDAD	12%

*Proyecciones basadas en adquisiciones anunciadas pero no cerradas

**Basado en estimaciones de ingresos DKAM de 2022

El siguiente paso importante es tener en cuenta el crecimiento. Una empresa puede tener altos márgenes, pero si no puede redistribuir de manera efectiva esas ganancias en su negocio, terminará siendo dueño de una trampa de valor. Los compuestos a largo plazo se encuentran en la intersección del crecimiento y la rentabilidad.

Como puede ver, hay muchas proyecciones de alto crecimiento para 2022. Algunas de estas tasas son más confiables que otras y algunas son más consistentes que otras. Esto debe tenerse en cuenta antes de tomar una decisión final de inversión.

Acciones clasificadas por valoración

Compañía	Corazón	EBITDA Múltiple
Dye & Durham* DND	CN EQUITY RediShred	4.6
KUT	CN EQUITY GSY EQUITY TRONK CN	4.9
Con calma	EQUITY Propel PRL	5.8
darX	CN EQUITY Adcore	6.3
pluribús	ADCO CN EQUITY	6.4
NeoGames* NGMS	US EQUITY Qulima	6.8
Colliers CIGI	CN EQUITY Now Vertical* NOW	7.7
PUBM	US EQUIDAD Enghouse ENGH CN	9.2
EQUIDAD VerticalScope	4,8 FORA CN EQUIDAD	9.4
		9.5
		10.6
		10.9
		13.9
Creador de jugadas PMKR	CN EQUIDAD	14,9
VitalHub VHI	CN EQUIDAD	15.0
Converge CTS	CN EQUIDAD AppLovin	15.1
APLICACIÓN EE. UU.	EQUIDAD on CSU CN	16.8
EQUIDAD East Side Games	EAGR CN	18.8
EQUIDAD Nuvei NVEI	CN EQUIDAD Digital	20.5
Turbine APPS	US EQUIDAD WeCommerce	22.1
Voxtur VXTR	CN EQUIDAD TOI CN EQUIDAD	24.2
WISH	CN EQUIDAD	26.1
		27.4
Topicus		28,9
Wishpond		31.6
DoubleVerify DV	US EQUITY MAGT CN	36.1
Magnet	EQUITY	76.1

*Proyecciones basadas en adquisiciones anunciadas pero no cerradas

**Basado en estimaciones de DKAM EBITDA de 2022

La valoración, el precio que paga un inversor por las ganancias futuras, debe considerarse junto con los márgenes y el crecimiento. Muchas acciones son baratas por una razón y muchas acciones son caras por una razón. En nuestra experiencia, tiene sentido pagar por compuestos de alta calidad en lugar de tratar de encontrar valor en el fondo de la caja de gangas. Sin embargo, las ganancias pueden ser dramáticas si uno puede obtener compuestos de alta calidad con un descuento. Esta corrección en las acciones de pequeña capitalización ha llevado a algunas ventas indiscriminadas, lo que nos permite encontrar acciones de alta calidad que están en oferta. La siguiente tabla ilustra las valoraciones baratas que estamos viendo. No hemos visto valoraciones tan bajas para empresas de crecimiento de calidad desde 2008/2009.

Finalmente, combinamos los márgenes de EBITDA, el crecimiento de los ingresos y la valoración para calcular una puntuación única para cada acción. Cuanto más alta sea la puntuación combinada, más atractiva será una acción. Esta clasificación es solo un punto de partida. Es una forma de estrechar la atención para asignar de manera más eficiente un análisis posterior.

Acciones clasificadas por combinación de margen, crecimiento y

Compañía	Corazón	Mercado		Ventas		EBITDA		valoración		
		Limite (\$ millones)		Crecimiento		Margen		Combinación	Precio a EBITDA	
AhoraVertical* AHORA	CN EQUIDAD	51	440%	15%				10.6	42,9	
Dye & Durham* DND	CN EQUIDAD	2.341	72%	53%	71	130%	26%	4.6	27.1	
pluribús	PLRB CN EQUIDAD							6.4	24.5	
NeoGames* NGMS	US EQUITY	760	156%	24%				9.2	19.5	
Impulsar	PRL CN PATRIMONIO	361	100%	22%				6.8	17.9	
RediShred	KUT CN EQUIDAD	66	28%	30%	1.114	84%		4.9	11.7	
pubmático	RENTA VARIABLE DE PUBM EE. UU.	35%	10,9	2.319	20%	40%	74	27%	16%	10.9
Con calma	PATRIMONIO CN GSY							5.8	10.3	
darX	GIVX CN EQUIDAD							6.3	6.9	
Sangoma	STC CN PATRIMONIO	581	43%	20%				9.4	6.7	
VitalHub	VHI CN PATRIMONIO	112	78%			17%		15.0	6.3	
Creador de jugadas	PMKR CN EQUIDAD	146	48%	38%	14,9				5.8	
VerticalScope FORA	CN EQUIDAD	504	39%	41%	14,3				5.6	
Voxtur	VXTR CN EQUIDAD	504	136%	10%	27,4				5.3	
Adcore	ADCO CN EQUIDAD	39	30%			9%		7.7	5.1	
East Side Games EAGR	CN EQUIDAD	303	68%			10%	20.5		3.8	
AppLovin	APLICACIÓN DE RENTA VARIABLE DE EE. UU.	17.961	35%	27%	16,8	1.991	45%	6%	15,1	3.7
Converger	CTS CN PATRIMONIO	2.597	12%	35%	13,9	481	56%	31%	26,1	3.4
Enghouse	ENGH CN EQUIDAD								3.4	
WeCommerce SOMOS	CN EQUIDAD								3.3	
mineros	CIGI CN EQUIDAD	8.045	15%	10.525		15%		9.5	3.2	
Nuevo	NVEI CN EQUIDAD	30%	39%	22,1	44.257	20%	30%	18,8	3.1	
Constelación CSU	CN EQUIDAD	15.436	20%	36%	28,9	3.868	32%	10%	2.7	
tema	TOI CN EQUIDAD	24,2	66	40%	10%	31,6	3.864	32%	24%	1.9
APLICACIONES Digital Turbine	US EQUITY	0%	36,5	3	0,71,5	%			1.7	
Estanque de deseos	DESEO CN EQUIDAD								1.6	
DoubleVerify DV	US EQUIDAD								1.6	
Imán	PATRIMONIO CN MAGT								0.6	

*Proyecciones basadas en adquisiciones anunciadas pero no cerradas y estimaciones DKAM 2022 para ingresos y EBITDA

Hemos cubierto muchas de estas empresas en artículos anteriores e incluimos más detalles cuantitativos y cualitativos, como escalabilidad, historial, calidad de la gestión y poder de fijación de precios. Nuestras mejores opciones en este momento son **GoEasy**, **VitalHub**, **Propel**, **GiveX**, **Sangoma** y **NeoGames**. A continuación, destacaremos un par que son nuevos en los mercados públicos.

NeoGames (NGMS) proporciona una plataforma tecnológica integral para loterías reguladas por el estado que proporciona todo lo que necesitan para ejecutar sus iLotteries (juegos en línea). Los servicios incluyen juegos, regulación y cumplimiento, procesamiento de pagos, gestión de riesgos y gestión de jugadores. NeoGames tiene una asociación altamente rentable con Pollard Banknote (NeoPollard) que complica sus informes financieros. La economía de la sociedad se informa como "Participación en las ganancias de la empresa conjunta" y su interés en los ingresos no se informa como ingresos en los estados financieros. Combine estos factores teniendo en cuenta la adquisición altamente acumulativa de Aspire Global anunciada recientemente, que creemos que se cerrará de manera inminente, y NeoGames es una de las acciones más baratas y de mayor crecimiento en el mercado. Hemos estado agregando a esta posición durante esta corrección.

GiveX (GIVX) se hizo público en diciembre de 2021 y está aún más bajo el radar que NeoGames. La empresa opera una plataforma fintech basada en la nube con PoS, participación, pagos y análisis. Nos gustan estas acciones por muchas razones, incluido el hecho de que ha estado operando de manera rentable durante los últimos 20 años y ha financiado su crecimiento con sus propios flujos de efectivo. En cambio, muchos de sus

los competidores, como LightSpeed, pierden dinero cada año y tienen que emitir capital adicional para financiar las operaciones. La pequeña capitalización de mercado puede ser engañosa, ya que GiveX representa algunas de las marcas más importantes del mundo, como Wendy's, 7-Eleven, Major League Baseball, Fairmont y LCBO para un total de más de 93,000 ubicaciones. Esperamos un crecimiento orgánico del 5 % en el negocio heredado, un crecimiento del 15 % en el negocio de PoS y un 10-15 % adicional por año a partir de adquisiciones internas, todo mientras opera con márgenes EBITDA de ~15 %. Participamos en la salida a bolsa y hemos ido aumentando nuestra posición durante esta corrección.

Pensamientos finales

La simple realidad es que las correcciones suceden. Los acontecimientos recientes incluyen diciembre de 2018, cuando la Fed estaba deliberando sobre un posible aumento de tasas, así como marzo de 2020, cuando la pandemia implosionó por primera vez. En ambos escenarios, el pánico de los inversores impulsó una gran liquidación, seguida de una rápida recuperación. Para obtener más evidencia, consulte nuestro Fondo, que se disparó un 79 % durante los 11 meses posteriores a marzo de 2020.

Consideramos que la corrección actual prepara el escenario para grandes cosas por venir. Dadas las ganancias estelares del tercer trimestre de 2021 anunciadas por nuestras compañías de cartera, las valoraciones de pequeña capitalización históricamente bajas y el castigo irracional de las acciones de crecimiento, definitivamente somos optimistas sobre las perspectivas para nuestras acciones de crecimiento de pequeña capitalización. Esta corrección ha sentado las bases para el próximo gran movimiento.

JP Donville y Jesse Gamble
info@donvillekent.com

Todas las estimaciones, proyecciones y cálculos han sido generados por DKAM. Esto no constituye un consejo para inversiones personales, sino más bien un desglose de cómo Donville Kent aborda el análisis de acciones.

ⁱ Fuente: Bloomberg.

ⁱⁱ Fuente: Bloomberg.

ⁱⁱⁱ Basado en análisis DKAM.

^{iv} Basado en análisis DKAM. Las proyecciones para empresas con cierres de ejercicio fiscal distintos al 31 de diciembre se han ajustado para proporcionar una comparación igual.

^v Basado en análisis DKAM. Las proyecciones para empresas con cierres de ejercicio fiscal distintos al 31 de diciembre se han ajustado para proporcionar una comparación equitativa.

^{vi} Las proyecciones para empresas con cierres de ejercicio fiscal distintos al 31 de diciembre se han ajustado para proporcionar una comparación equitativa.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Se advierte a los lectores que el material contenido en este documento debe utilizarse únicamente con fines informativos. donville kent gestión de activos inc. (DKAM) no pretende decir ni sugerir qué valores de inversión los miembros o lectores deberían comprar o vender por sí mismos. Los lectores siempre deben realizar su propia investigación y diligencia debida y obtener asesoramiento profesional antes de tomar cualquier decisión de inversión. DKAM no será responsable de ninguna pérdida o daño causado por la confianza del lector en la información obtenida en cualquiera de nuestros boletines, presentaciones, informes especiales, correspondencia por correo electrónico o en nuestro sitio web. Nuestros lectores son los únicos responsables de sus propias decisiones de inversión.

La información contenida en este documento no constituye una representación por parte del editor ni una solicitud de compra o venta de valores. Nuestras opiniones y análisis se basan en fuentes que se consideran confiables y están escritos de buena fe, pero no se hace ninguna representación o garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión o integridad. Toda la información contenida en nuestros boletines, presentaciones o en nuestro sitio web debe verificarse de forma independiente con las empresas mencionadas. El editor y el editor no son responsables por errores u omisiones. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. El valor unitario y los rendimientos de las inversiones fluctuarán y no hay garantía de que un fondo pueda mantener un valor liquidativo específico. El fondo está disponible para inversionistas elegibles para invertir bajo una exención de prospecto, como inversionistas acreditados. Los inversores potenciales deben confiar únicamente en la documentación de oferta del Fondo, que describe los factores de riesgo al tomar una decisión de inversión.

El S&P/TSX Composite Total Return Index, el S&P 500 Total Return Index y el Russell 2000 Total Return Index ("los índices") son similares al DKAM Capital Ideas Fund LP ("el fondo") en el sentido de que todos incluyen acciones que cotizan en bolsa Las acciones de América del Norte de varias capitalizaciones de mercado en varias industrias, y reflejan tanto los movimientos en los precios de las acciones como la reinversión de los ingresos por dividendos. Sin embargo, existen varias diferencias entre el fondo y los índices, ya que el fondo puede invertir tanto en largo como en corto, puede utilizar apalancamiento, puede tomar posiciones concentradas en acciones individuales y puede invertir en empresas que tienen capitalizaciones de mercado más pequeñas que las que están incluidas. en los índices. Además, los índices no incluyen comisiones ni gastos, mientras que los datos del fondo presentados son netos de todas las comisiones y gastos. La fuente de los datos de los índices es Bloomberg.

DKAM no recibe compensación de ningún tipo de ninguna de las empresas que se mencionan en nuestros boletines o en nuestro sitio web. Las opiniones expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. El DKAM Capital Ideas Fund, los empleados, los escritores y otras partes relacionadas pueden ocupar posiciones en los valores que se analizan en nuestros boletines, presentaciones o en nuestro sitio web.



INFORME TRIMESTRAL #22: PERIODO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2021

Rentabilidad y valor liquidativo²

Rentabilidad bruta de cartera trimestral: 8.9%; rentabilidad bruta móvil doce meses +18.9%

Cada uno de los últimos años para el podcast "Equity Mates" (el mejor uso es "Spotify" pero ahora lamentablemente disponible visualmente en "YouTube" que muestra mi uso extensivo de notas y una cabeza para la radio) he hecho un primer año "Predicciones audaces". La idea es hacer predicciones financieras/económicas sensatas pero no necesariamente convencionales para el próximo año.

Hace unas semanas revisé públicamente las predicciones para 2021; Aparte del evento de probabilidad del 100 % que NO se produce (una elección federal australiana), lo que estaba claro era que los mercados financieros cambiaron materialmente durante 2021 a mediados de febrero. Algunas cosas se unieron en poco tiempo para cambiar el panorama:

- El pico de las principales acciones con sede en China a mediados de febrero de 2021 después de algunas ganancias sorprendentes, en parte causadas por el fondo de cobertura Archegos; como guía, KraneShares CSI China Internet ETF, que posee muchas de las principales acciones tecnológicas chinas, cayó de 103 dólares estadounidenses a mediados de febrero a un mínimo reciente de 37 dólares (antes de la distribución);
- Los movimientos continuos en China hacia la "prosperidad común" que han debilitado el sentimiento de los inversionistas estadounidenses hacia las principales empresas de ese país, junto con requisitos contables y de divulgación más estrictos para mantener las cotizaciones estadounidenses de empresas con sede en China;
- En Australia, la "salida" de las vacunas, los brotes posteriores de COVID, los cierres, una asombrosa tasa de aceptación de vacunas y luego la variante Omicron que ha causado estragos en la economía y las finanzas gubernamentales; y
- Cambios de fin de año en la política monetaria por parte de la Junta de la Reserva Federal que reconoce tardíamente que la inflación de EE. UU. ahora, en su opinión, no parece ser "transitoria".

Con una deuda extremadamente barata, los mercados de valores no fueron sorprendentemente los beneficiarios de cantidades significativas de actividad de adquisición, que van desde la fusión de Square (ahora Block), con un precio de acciones en su punto máximo de US \$ 125 mil millones en el día (2 de agosto de 2021) y Afterpay (~US\$29 mil millones) – resultado combinado de ~US\$250 millones (beneficios >600x) - hasta la adquisición de Prime Media a principios de noviembre por parte de SevenWestMedia a un múltiplo EV/EBITDA efectivo de 3,5x.

Lo que fue bastante diferente entre 2021 y 2020 fue el desempeño ecléctico de las acciones. Los beneficiarios de COVID de 2020 en tiendas minoristas en línea más pequeñas se agotaron (por ejemplo, Kogan de \$ 19.40 pico a > \$ 21 a mediados de febrero hasta precios recientes de alrededor de \$ 8) se reflejó en las empresas de tecnología estadounidenses de "segunda línea", donde surgió un mercado bajista genuino de lo que en muchos casos fue un pico sincronizado de mediados de febrero (más o menos) con sus contrapartes chinas. Nuestra venta corta favorita en 2021 aprovechó esto.

1 Se remite a los lectores a las notas al pie 2 y 20 - 25 que explican la derivación de los números. Todas las devoluciones son antes de impuestos a menos que se indique lo contrario. Al nivel actual de los activos netos, la imposición de costos se estima en un 0,9 % mensual durante el transcurso de un año completo (excluyendo los gastos relacionados con la obtención de capital) y se devenga en su totalidad mensualmente de acuerdo con las mejores estimaciones de la gerencia. Se remite explícitamente a los lectores al descargo de responsabilidad de la página 18.

2 La tabulación mes por mes del rendimiento de la inversión y las exposiciones se proporciona en la página 17, junto con las métricas de exposición.



La rentabilidad del capital (precio) del S&P500 del 26,9 % en 2021 fue la octava rentabilidad anual superior al 13 % en los últimos diez años; **solo 2018 ha sido un año negativo en la última década**. Alrededor del 9% del rendimiento de 2021 (es decir, un tercio) provino de las ocho acciones de tecnología de mega capitalización a continuación; habiendo obtenido una rentabilidad media del 45 % en 2021 (y más del 16 % solo en el último trimestre), ahora cotizan con una relación P/U final ponderada de 41,5x (excluyendo TSLA), con un valor de casi 4,5 puntos P/U respecto al P final del S&P500 /E de más de 27x.

	peso	P/G† Trimestre	Año fiscal 2021		peso P/U† Trimestre FYTD CY21			
---	2,01%	24.0	-0,9%	-3,3% 23,1% NFLX	0,67% 54,3		-1,3% 14,1% 11,4%	
AAPL	6,86%	31.7	25,5%	29,7% 33,8% AMZN	3,64% 65,2		1,5% -3,1%	2,4%
MSFT	6,30%	37.4	19,3%	24,1 % 51,3 % NVDA	1,83 % 90,7		42,0% 46,9% 125,5%	
GOOG 4.19%		27,9	8,6%	15,5% 65,2% TSLA		2,15% 34,2	36,3% 55,5% 49,8%	
Cra			16,4%	22,4% 45,3%				

† LTM final P/U

Para que el S&P500 tenga un año negativo en 2022, los inversores deben concebir un escenario en el que estos valores retrocedan. Tal vez el precio por sí solo sea suficiente en un año en el que el dinero puede contraerse de una manera volátil desconocida, o las expectativas de inflación se incrustan. Hay otras dificultades obvias en las cadenas de suministro (precio y volumen) para cuatro de ellos. El costo de la cobertura de valores a través de S&P500 ha sido prohibitivo, ya que estas mega capitalizaciones han ofrecido rendimientos asombrosos.

En el contexto de estas acciones tecnológicas, encontramos que sus contrapartes de China son mucho más baratas después de un año desesperado para muchas de ellas; nuestra exposición es actualmente a través de una "canasta": KraneShares CSI China Internet ETF descrito en la presentación de la AGM. Además, el precio de estas acciones tecnológicas de EE. UU. frente a algunas de sus contrapartes de productos básicos (notable oro y petróleo) está fuera de escala. Somos cautelosos con las acciones petroleras dada la volatilidad del producto subyacente, pero estamos investigando una serie de grandes. Hemos aumentado gradualmente nuestra exposición al oro a través de ETF de minería.

Esperamos que 2022 sea especialmente ecléctico, con probables cambios bruscos entre "comprar la caída" en nombres de crecimiento (mega capitalización Y ángeles caídos), actividad corporativa continua y un regreso más concertado al "valor". Las expectativas de ganancias de S&P500 parecen simplistas con un crecimiento de ~10% en EPS a 223 – casi un escenario de "ella tendrá razón compañero". Improbable.

Nuestra exposición australiana se centra en situaciones especiales individuales (como YBR, que se describe detalladamente más adelante en este informe) y dos empresas globales, Ansell y Lend Lease, con una mayor evaluación de productores de materias primas seleccionados. Es muy difícil entusiasmarse con las empresas australianas de mayor escala dados los múltiplos exigidos y nuestra opinión no consensuada de que una economía cargada de deudas simplemente no podrá soportar un panorama de inflación global más alto.

En este QR#22, creemos que vale la pena mirar hacia atrás y resaltar dos lecciones de valores que ayudaron al desempeño reciente:

un. cómo los inversores rara vez obtienen los rendimientos de los fondos en los que invierten porque "compran caro y venden barato"; este fenómeno nos brindó una excelente oportunidad de venta corta; y

B. incluso las empresas de bajo crecimiento y estructuralmente comprometidas tienen un valor, por modesto que sea, y, a veces, el mercado de valores valora a la empresa incluso más bajo, en este caso hasta un punto absurdo por debajo de cero; tarde o temprano, a ese precio, alguien se dará cuenta.



Las dos lecciones tratan sobre nuestras posiciones en ARK Innovation Fund (ARKK) (corto) y Prime Media (largo durante el trimestre). También revisamos otra obra de valor extremo, Yellow Brick Road (YBR), con una valoración más profunda de la que hemos hecho pública anteriormente, dada la amplitud de la actividad transaccional en el sector. Reconocemos las opiniones binarias de la gestión del mercado de valores, pero creemos, incluso para los pesimistas, que se nos está otorgando un amplio margen de seguridad. La falta de comprensión de la estructura y las cuentas de YBR, y la falta de voluntad de los inversores para dedicar tiempo a una empresa capitalizada en acciones de \$ 40 millones, donde dos tercios de las acciones pertenecen a cuatro titulares, ofrece una idea clara de por qué es muy probable que las acciones tengan un precio incorrecto.

Nuestra venta corta favorita de 2021: lecciones de ARKK de Cathie

En la publicación trimestral de junio (QR n.º 20), enunciamos el caso de venta en descubierto de la empresa BNPL que cotiza en ASX, Sezzle Inc. (ASX: SZL). En ese momento las acciones costaban \$9.00; cerraron a \$3.02 el 31 diciembre, más del 66% en seis meses. Sezzle fue una de las peores de un grupo malo de empresas con modelos de negocios deficientes y sin fosos de sustancia, que ha visto caer severamente los precios de las acciones en el sector. Incluso Afterpay (ASX: APT) cotiza a \$83 (por debajo de los \$118 de hace un año) incluso después de la oferta de adquisición de Square/Block (SQ).

Sin embargo, nuestra apuesta corta favorita de 2021, que agregó valor en el último trimestre (cayendo más del 14 %) fue en el ETF de EE. UU., ARK Innovation Fund (ARKK). ARKK es administrado por ARK Investment Management (ARKIM), fundada en 2014 por Cathie Wood, su (ahora) administradora de cartera cristiana devota de 66 años. ARKIM se enfoca en invertir en lo que cree que son los beneficiarios de la disrupción y la innovación con un enfoque en IA, secuenciación de ADN, robótica, almacenamiento de energía y tecnología blockchain³. Los puntos de vista de ARKIM son interesantes pero, en mi opinión, tienen el hábito potencial de caer en contra del famoso comentario de Bill Gates de que "siempre sobreestimamos el cambio que ocurrirá en los próximos dos años y subestimamos el cambio que ocurrirá en los próximos diez". Además, esta opinión está respaldada por la publicación de ARKIM de varios modelos financieros⁴ para proporcionar un telón de fondo para sus extravagantes valoraciones de Tesla, que carecen de cualquier tipo de credibilidad contable⁵.

ARKIM ha sido una impresionante historia de éxito a lo largo del tiempo, pero ARKK encapsuló (¿es?) muchos de los excesos de este éxito y los problemas observados en el tipo de entorno de mercado de 2021, en particular:

- Inmolación monetaria cuando una idea o concepto simplemente no es suficiente y el precio pagado es ridículo frente a la oportunidad de mercado o el período de tiempo para la monetización rentable;
- El impacto de la comercialización de fondos superando el análisis financiero (así como comercial) completo;
- El impacto de comprar una pequeña cantidad de valores con oleadas y oleadas de flujo de entrada;
- Expectativas poco realistas de los inversores minoristas (compra de rendimientos pasados); y
- Los problemas cuando los inversionistas se enamoran de usted en una estructura abierta como una Fondo de inversion.

El aspecto favorable de analizar ARKK fue que no se trataba de un caso de "rima" histórica. La historia se repetía.

³ ark-funds.com/about 4

⁴ <https://github.com/ARKInvest/ARK-Invest-Tesla-Valuation-Model> 5 El

autor escribió el capítulo original (en 1995) que ahora se incluye en el Análisis de equidad industrial FIN332 de Kaplan Professional sobre el construcción de un modelo financiero básico de una empresa



Con el tiempo, hemos visto numerosos imperios de fondos mutuos de estilo de crecimiento que se desmoronaron después de un período de desempeño estelar, abrumados por la afluencia y evitando el análisis financiero de las inversiones subyacentes. El niño del cartel de la década de 1990 que se fue al infierno fue Janus Funds; en la gestión de Tsai de la década de 1960.

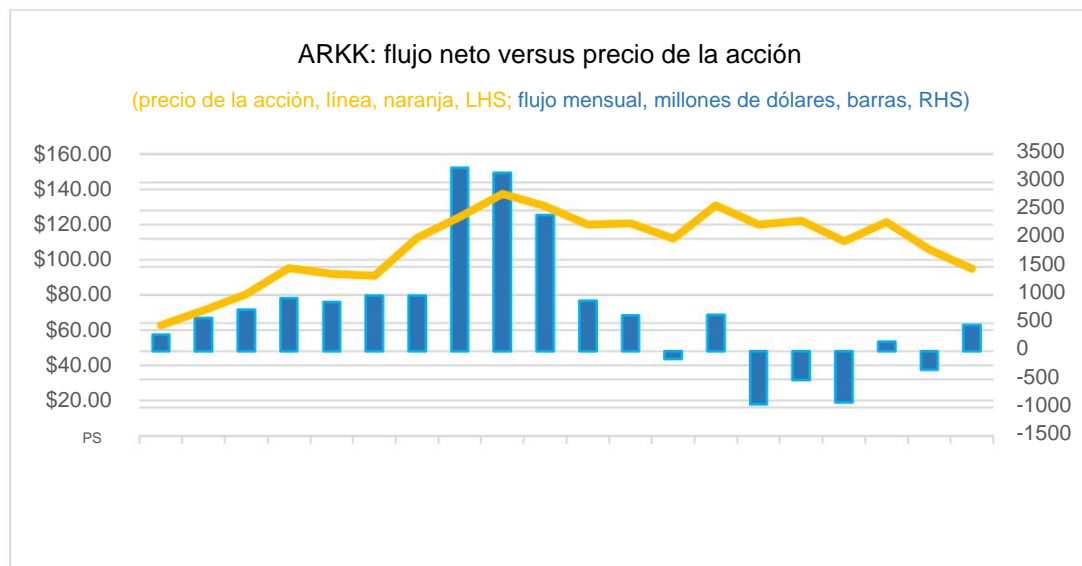
ARKK hace que lo que sucedió en Janus parezca pedestre. En abril de 1999, Janus cerró su "Twenty Fund" (enfocado en solo 20 inversiones) a nuevos inversionistas, y el tamaño del fondo creció de poco más de US\$6.500 millones a más de US\$25.000 millones en menos de dieciocho meses. El 30 de abril de 2020, cinco semanas después de que el mercado de "colisión de COVID" tocara fondo, ARKK tenía activos netos de 2900 millones de dólares estadounidenses. No del todo sincronizado con esa fecha, pero en el año posterior al 31 de marzo de 2021, el NAV de ARKK aumentó en un 175 %. Por lo tanto, si ARKK hubiera sido una estructura de extremo cerrado y no hubiera pagado distribuciones, el tamaño del fondo en marzo de 2021 habría sido de alrededor de US\$8 mil millones.

En realidad, fue un poco más de \$ 22 mil millones y alcanzó su punto máximo a mediados de febrero de 2021 en ~ US \$ 28 mil millones. Entonces, en menos de diez meses, el tamaño de ARKK, como resultado del rendimiento y las entradas, se había multiplicado por nueve.

Los cínicos y los experimentados saben lo que sucede en estas situaciones: cualquiera que sea el rendimiento declarado del fondo en sí, los rendimientos reales de los inversores están dominados por su mal momento de comprar alto y vender bajo, impulsado por FOMO, y luego desesperarse.

Como muestra el gráfico⁶ a continuación, las entradas mensuales más grandes (3250 millones de dólares y 3170 millones de dólares) se dan en diciembre de 2020 y enero de 2021, justo antes del pico, con 2400 millones de dólares en el mes pico de febrero de 2021.

Entonces, mientras que el precio de las acciones (NAV) de ARKK aumentó de \$ 55,33 a fines de abril de 2020 a los \$ 95 (+72 %) actuales en 19 meses, el rendimiento de los inversores durante este período es en realidad **negativo**.



⁶ Fuente: etfdb.com



¿Cómo puede ser esto? El precio de entrada medio de los inversores y las entradas se centran en torno a los picos; el día de entrada neta promedio a ARKK desde abril de 2020 se realiza a un precio promedio de \$ 114.75.

Los inversionistas han vendido acciones en días de salida neta a un precio promedio de \$117. Pero han comprado 2,2 veces más unidades de las que han canjeado, y el precio de ARKK a finales de 2021 es de 94,59 dólares.

La mayor inversión de ARKK durante este período ha sido Tesla, con un promedio de alrededor del 10% del fondo.

ARKK se ha visto obligado a vender acciones de Tesla, a pesar de tener un precio objetivo de 3.000 dólares estadounidenses por acción, principalmente porque TSLA se ha revalorizado en torno a un 40 % desde el pico del fondo a mediados de febrero de 2021; el 90% residual de la cartera acumula una caída de alrededor del 44% desde el 18 de febrero de 2021 (ver algunos ejemplos en la tabla adjunta). Cualquiera que sea nuestra visión de TSLA, ha sido un faro brillante en un mar de detritos para ARKK.

La siguiente tabla evalúa de manera simple los valores propiedad de ARKK en el segundo trimestre de 2021 al 30 de abril de 2021 y otras acciones calientes en ese momento, a través del cambio en los precios de las acciones desde el pico de ARKK y las acciones de tecnología de segunda línea, especialmente las de China, en la semana del 16 de febrero de 2021:

	18-Feb-21	now	Δ %age	ARKK wt April 21	Fwd P/E	P/sales	US\$m Equity Cap
BIDU	298.01	149.50	-49.8%	3.12	16.1	2.8	52,100
CHWY	110.29	58.88	-46.6%	0	175	2.7	21,620
CRSP	146.66	75.04	-48.8%	2.81	15	6.4	5,630
DOCU	260.99	152.34	-41.6%	2.27	60.6	14.3	28,590
LMND	145.18	41.75	-71.2%	0	n/a	24	2,660
PINS	85.99	36.30	-57.8%	0	34.6	10.3	24,300
PLTR	25.17	18.21	-27.7%	1.49	92.6	24.7	37,970
PTON	138.45	35.74	-74.2%	0	n/a	2.9	12,720
ROKU	452.99	228.20	-49.6%	5	122	12.4	30,800
SFIX	76.79	18.89	-75.4%	0	n/a	0.9	2,080
SHOP	1,384.57	1,376.00	-0.6%	3.57	278	44	183,570
SPOT	354.88	233.70	-34.1%	3.32	526	0.3	44,680
SQ	270.85	161.53	-40.4%	4.85	85	5.9	83,640
TDOC	283.10	91.81	-67.6%	6.26	n/a	7.5	15,050
TSLA	787.38	1,062.90	35.0%	10.54	122	24.7	1,020,000
WKHS	31.22	4.38	-86.0%	0	n/a	372	778
Z	181.25	63.83	-64.8%	3.52	47	2.9	5,270
ZM	417.91	182.50	-56.3%	3.4	40.5	14.4	55,200
Average			-47.5%	50.15			
Av ex-TSLA			-52.5%	39.61			

Hemos reducido levemente nuestra posición corta en ARKK en la actualidad, pero en nuestra opinión, aún representa la operación de "canasta" más fácil frente a la visión optimista del cambio a corto plazo y la continuación de los precios de mercado fuertes en el campo del "crecimiento", ilustrado a través de la tendencia predominante. métricas de la tabla anterior.

Además, dado que ARKK es una estructura abierta, las posibilidades de sufrir salidas significativas y encontrar dificultades para vender sus "mejores" acciones ahora están siempre presentes. Si puede crecer de \$ 3 mil millones a US \$ 27 mil millones en diez meses, tal vez pueda hacer lo contrario, aunque durante un período más largo.



Los rumores de la desaparición de Prime fueron ridículamente exagerados

En QR#15 (marzo de 2020) notamos que las acciones de Prime Media (ASX: PRT) cotizaban a 10c, valorando el capital de la empresa en \$36,6 millones. Ese precio cubría, en ese momento, capital de trabajo y efectivo de más de \$ 27 millones y dos propiedades (Watson, ACT y Jones Bay Wharf en Sydney) que figuraban en el balance general a menos de la mitad de su valor de mercado de \$ 12 millones. Entonces, el negocio estaba aparentemente valorado en menos de cero. Señalamos que debería producir un flujo de efectivo antes de intereses y antes de impuestos de \$ 20 millones por año durante la duración del acuerdo de programación existente con SevenWest Media (SWM) hasta julio de 2023. La estructura también tenía \$ 75 millones en créditos de franqueo con pago de impuestos que quedaron efectivamente atrapados debido a los modestos niveles de ganancias.

Por supuesto, el acuerdo de programación, extendido por última vez en julio de 2018 a cambio de un pago inicial de \$ 15 millones, actuó como una píldora venenosa potencialmente mortal con cláusulas de cambio de control que impiden que cualquier persona que SWM no apruebe adquiera PRT. Después del fiasco de finales de 2019, eso significaba cualquiera que no fuera él mismo.

Por lo tanto, SWM teóricamente podría haber obligado a PRT a pagar un pago inicial atroz en julio de 2023 que habría minado su pila de efectivo e insistido en una parte proporcional aún mayor de los ingresos de Prime. Este arreglo, un secreto mejor guardado en las llamadas de ganancias que los códigos numéricos que acceden a las Joyas de la Corona, fue razonablemente fácil de calcular a partir de las presentaciones públicas en alrededor del 52%. Ejecutamos varios escenarios de "estilo de muerte" de pago por adelantado de \$ 20 millones para una renovación, una disminución del 7,5 % anual en los ingresos nominales, el aumento de los costos fijos y una participación en los ingresos del 57 % con SWM, y aun así obtuvo una valoración de 13c por acción del negocio y 16c para la empresa.

En el año fiscal 2020 y el año fiscal 2021 combinados, PRT ganó \$ 65,3 millones de flujo de efectivo antes de impuestos y de intereses, de los cuales \$ 11,1 millones provinieron de incentivos gubernamentales de Jobkeeper y una subvención regional de noticias, y expandió el saldo de efectivo y capital de trabajo neto a poco menos de \$ 66 millones (incluidos alrededor de \$ 4 millones de ingresos diferidos). Por lo tanto, nuestros \$20 millones por año fueron conservadores y no demasiado desviados.

En nuestra opinión, los esfuerzos de SWM para adquirir PRT a fines de 2019 fueron amateurs, ya que intentaron endilgar acciones de SWM cargadas de deuda⁸ a los accionistas de PRT sin contraprestación en efectivo e intentaron adquirir las acciones de un accionista mayoritario (Bruce Gordon) a aproximadamente la mitad del precio al que Los mismos SWM le habían vendido. En nuestra opinión, este fiasco fue una de las peores ofertas de adquisición que habíamos visto en Australia en cuarenta años.

Sin embargo, con tres partes inteligentes que tenían intereses creados y dinero encerrado, algo tenía que ceder; Los activos de los medios australianos pueden no ser tan atractivos como los de mediados de la década de 1980, pero todavía tienen un brillo para muchos. El 1 de noviembre, nuestra paciencia fue recompensada con una transacción corporativa estructurada, impulsada conjuntamente por SWM y PRT, que fue tan buena como los malos esfuerzos de finales de 2019. PRT acordó vender su negocio (y propiedad) a SWM por el equivalente de 36c/acción, de los cuales 26c se pagarían como dividendo franqueado y 10c como retorno de capital.

⁸ Las acciones de SWM posteriormente disminuyeron un 85 % de ~ 40c a 6c antes de recuperarse a un nivel de 70c, más del 50 % por encima de los precios vigentes en octubre de 2019



Este esquema inmensamente efectivo desde el punto de vista fiscal, con un valor de hasta 11 centavos por acción en créditos de franquero para un contribuyente no elegible, más pérdidas de capital (máximo 12,5 centavos) ha sido recompensado con acciones de PRT cotizando por encima del precio teórico de 36 centavos prácticamente desde entonces para reflejar el deseo de nuevos inversores de la eficacia fiscal.

¿Cuál es la lección? El precio de transacción de PRT es extremadamente bajo, aproximadamente 3,5x EV/EBITDA⁹ siendo menos de la mitad de transacciones estadounidenses similares, tal vez reflejando el dominio absoluto de SWM. Sin embargo, cuando se le paga por ser propietario del negocio, como era el caso con cualquier precio de las acciones de PRT por debajo de los 12 centavos, entonces realmente no importa. Las acciones de PRT subieron un 67 % durante el trimestre hasta nuestra salida de venta en efectivo por encima del precio de la transacción, además recibimos un dividendo totalmente franquero de 2c/acción en septiembre. Más de un cuatro bolsas de un negocio que todos criticaron, desde finales de marzo de 2020. Es posible que el negocio haya sido cuestionado, pero el precio fue notable.

Estructura de la cartera

Hemos aumentado nuestra divulgación para ilustrar las veinte principales posiciones largas de E72 en orden alfabético al 31 de diciembre de 2021:

(E) Grupo de agencias	Liberty Broadband (stock de rastreadores)
Ansell	Macerico
Bayer AG	Algodón Namoi Limited
Compañía de L'Odet	praemium
Regalías Deterra	Regeneron
descubrimiento inc	Spotify
corporación financiera EL	Tesoro ASA
Exor NV	VanEck Gold Miners/Junior Gold Miners ETF
Fideicomiso HAL	Virtu Financial
KraneShares CSI China Internet ETF	Camino de ladrillos amarillos limitado

De estos valores, solo Regeneron no estaba presente en la cartera a fines de septiembre.

Las transacciones de cohorte enfatizan el valor extremo en Yellow Brick Road

Hemos discutido Yellow Brick Road (ASX: YBR), el agregador de hipotecas australiano y corredor/franquiciador dos veces anteriormente: en QR # 14 (diciembre de 2019) y en la AGM de 2020 celebrada en enero de 2021. Sin embargo, en los últimos tres meses, el principal empresa comparativa cotizada, Finsure, anunció su propuesta de venta por parte de los propietarios de la matriz. Además, YBR ha hecho su primera presentación de empresa desde octubre de 2017 y otras transacciones en la industria este año son comparables.

Como consecuencia, hay mucha más información disponible públicamente que permite una evaluación más granular de YBR y explica por qué hemos ocupado un puesto en la empresa desde mediados de 2018.

⁹ Precio de transacción de \$132 millones menos \$34 millones en efectivo menos \$12 millones de propiedad versus EBITDA de \$25 millones (Página 40 Informe de expertos independientes de Lonergan Edwards del 22 de noviembre de 2021)



Cambios positivos en la industria

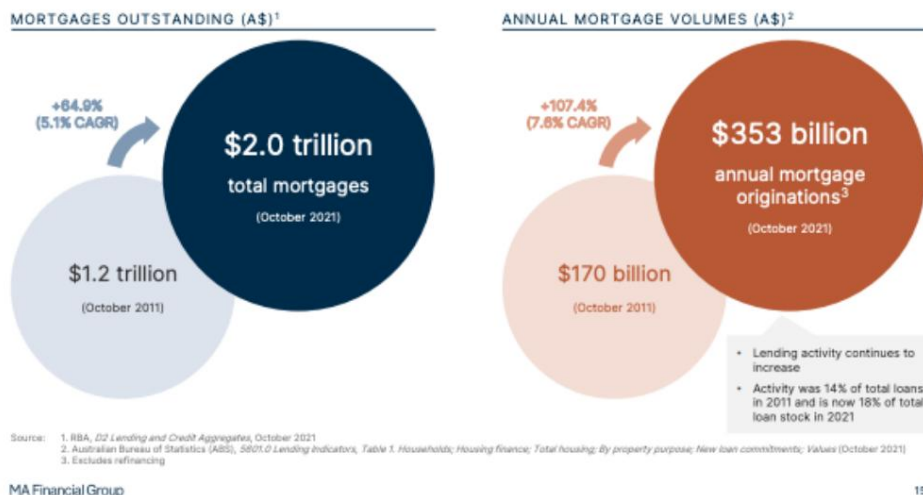
En enero de 1990, el PIB nominal de Australia rondaba los 389 000 millones de dólares australianos¹⁰; el crédito a la vivienda –ocupada por el propietario e inversionista– fue de \$75.400 millones¹¹ o el equivalente al 19,3 % del PIB, nueve meses antes de la “recesión que teníamos que tener”.¹²

Apenas 32 años después, el PIB nominal ronda **los 2,12 billones de dólares** (2122 millones de dólares) y el crédito para la vivienda superó los 2 billones de dólares en noviembre de 2021. Por lo tanto, el PIB nominal ha crecido alrededor de un 5,45 % compuesto anual durante este período; el crecimiento del crédito a la vivienda durante el mismo período es casi exactamente el doble: 10,85% de crecimiento compuesto anual.

Por lo tanto, el crédito a la vivienda es un poco más del 94 % del PIB, marginalmente por debajo de los picos del segundo trimestre de 2018, y no ha estado por debajo del 90 % desde principios de 2015, hace casi siete años. A su vez, con la duración promedio de los préstamos antes de la venta o refinanciación de la propiedad que se reduce gradualmente a menos de cinco años, este mayor stock de préstamos se está traduciendo en un mayor flujo de crédito, y la cantidad de originaciones de hipotecas se está duplicando por año desde octubre de 2011¹³: Comisiones para todo el mundo.....

Large addressable market (and growing)

The mortgage market is a \$2 trillion market with \$353 billion in annual mortgage originations



Hay dos cambios clave en la industria hipotecaria australiana en los últimos seis o siete años:

- Una de larga data de corredores tomando una mayor cuota de mercado de la hipoteca originaciones, ahora tan altas como dos tercios, frente a la mitad en 2014; y

¹⁰ Oficina Australiana de Estadísticas

¹¹ Banco de la Reserva de

Australia ¹² Paul Keating, Tesorero Federal 25 de noviembre de 1990 a Press Gallery. Solo para demostrar que nada cambia, Australia venció Inglaterra por 10 terrenos en la primera prueba de cenizas en Brisbane ese día.

¹³ Fuente: Presentación financiera de MA sobre la adquisición de Finsure 15 de diciembre de 2021 (Comunicado ASX)



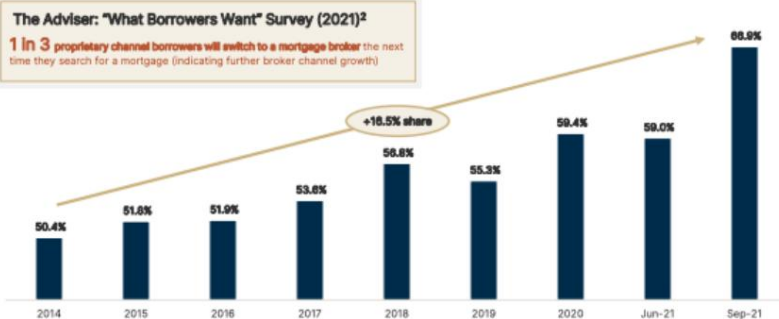
- Las fuentes de financiación del mercado hipotecario se están diversificando rápidamente y se alejan de los principales bancos, con jugadores globales gigantes como Blackstone (LaTrobe) y KKR (Pepper) que ahora operan en el mercado de titulización/almacén en Australia. Como cualquier participante global, necesitan una cosa: distribución.

Estas características se ilustran en dos gráficos a continuación, nuevamente extraídos de la presentación de la adquisición de Finsure por parte de MA Financial:

Positive tailwinds: Customers are gravitating towards brokers

Broker market share continues to rise as customers seek improved choice, a wider spectrum of options and a trusted adviser to assist them through the mortgage application process

BROKER MARKET SHARE¹



Source: 1. Mortgage & Finance Association of Australia (MFAA), Industry Intelligence Service 12th Edition
 2. The Adviser, What Borrowers Want Survey, September 2021

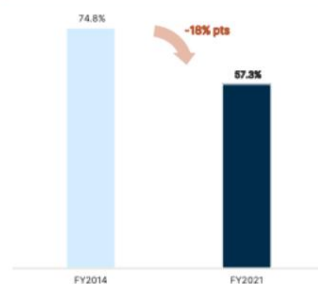
MA Financial Group

16

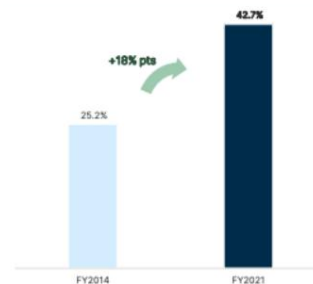
Positive tailwinds: Lending evolution as non-majors continue to win share

Increasing market share of non-major lenders is reliant on broker distribution channels. Owning the strategic distribution infrastructure to support this thematic is a valuable asset

MAJORS' SHARE OF BROKER VOLUME¹



NON-MAJORS' SHARE OF BROKER VOLUME²



Source: AFQ Competition Index, June 2016, AFQ Competition Index, September 2021
 Notes: 1. As at 30 June 2018
 2. As at 30 September 2021

MA Financial Group

17

Dados estos cambios, el papel de un agregador de hipotecas se ha vuelto mucho más importante. Los agregadores de hipotecas actúan como intermediarios entre los corredores hipotecarios y los prestamistas, proporcionando a los corredores acceso a los prestamistas en su panel de agregadores. "Brown the Broker" no podrá suscribir negocios en una estructura de almacén titulizada que opere de forma independiente y necesita acceso a una amplia variedad de productos para atender adecuadamente a su base de clientes. Los agregadores pueden operar como un acuerdo de servicio directo o hacer que el corredor subyacente opere como parte de un sistema de franquicia, por ejemplo. Elección de hipoteca donde los servicios proporcionados al corredor son mayores y los márgenes para el agregador son correspondientemente mayores. Continuaremos con esto luego.



Entonces, ¿cómo pagan los corredores y cómo se contabiliza este flujo de pago?

Los corredores, a través del agregador, reciben un pago por adelantado de la institución que financia con éxito el préstamo hipotecario, en el momento de la originación, así como una tarifa de seguimiento durante el tiempo que el préstamo permanece en los libros de la institución de financiación. Este componente de los servicios financieros fue prácticamente el ÚNICO que permitió futuras comisiones de seguimiento después de la Comisión Real de Hayne, a pesar de la recomendación¹⁴ de las Comisiones en contra de tal estructura. Dicho sin rodeos, aunque gran parte del trabajo de la comisión fue de alto nivel y reivindicó la decisión de instituir tal investigación (y los bancos NO desean tener una), esta recomendación habría diezmando el mercado de préstamos hipotecarios.

El agregador cobra una pequeña tarifa y transfiere la mayor parte de la comisión, por adelantado y en el futuro según se reciba, al corredor subyacente.

La última encuesta de la MFAA¹⁵ ilustra que el bróker "promedio" gana una tarifa inicial de alrededor de 65 pb y una tarifa final de ~15 pb. Desde un punto de vista contable, el pago inicial es fácil: se registra tal como lo escribe el agregador/corredor. En promedio, la remuneración del corredor (antes de las acciones con franquicias o agregadores) es de alrededor del 58 % por adelantado y del 42 % de las tarifas de seguimiento en el libro existente de hipotecas que se suscriben.

Esto se puede ilustrar de manera transparente en las cuentas de YBR, donde el negocio generó comisiones de originación de \$ 85,1 millones en el año fiscal 21 sobre hipotecas suscritas por \$ 13,6 mil millones (62 pb) en comparación con \$ 67,6 millones sobre \$ 11,6 mil millones en el año fiscal 20 (58 pb) (consulte la tabla comparativa a continuación).

Lo que me gusta, pero los inversores (y Kenneth Hayne QC) no, es el seguimiento, porque es contabilidad de seguros. Literalmente. Las cifras de seguimiento en los libros de los agregadores se verifican mediante análisis actuariales y deben coincidir con la experiencia del libro de préstamos. Cuando se registra un rastro en las cuentas, se registra como un "valor actual neto" que se deshace gradualmente cada año a medida que el banco con el que se escribe el préstamo paga el rastro de efectivo al corredor. A una tasa de descuento del 6 % con un préstamo a seis años que utiliza reembolsos de capital e intereses, el período de prueba del primer año reservado para obtener ganancias equivale a alrededor del 18 % del valor registrado del período de prueba, cayendo a alrededor del 15,4 % en el año 6.

Entonces, las comisiones de seguimiento que ve en las cuentas de YBR (y Finsure) son efectivamente un cambio en el cálculo del VAN; si las suposiciones no cambian y los nuevos negocios se suscriben más rápido de lo que se agotan, los ingresos del sendero aumentarán. En el caso de YBR en el año fiscal 21, cayó drásticamente como resultado de la reducción de la vida promedio ponderada del préstamo de 4,8 años a 4,2 años; la tabla a continuación muestra el impacto de esto con un rastro bruto que cae al equivalente de 67 pb del libro de préstamos (cf Finsure en 89 pb)

El valor presente neto depende de la duración esperada del préstamo y de una tasa de descuento. Cuanto más larga sea la vida esperada del préstamo y menor sea la tasa de descuento, mayor será el valor de seguimiento. Existe una consistencia respetable entre las dos cohortes más cercanas, Finsure e YBR de las cuentas indicadas de la siguiente manera:

¹⁴ Recomendación 1.3 "Remuneración del corredor hipotecario" efectivamente reemplazada por un deber de "mejores intereses" (ASIC RG 273)

¹⁵ Servicio de inteligencia de la industria de la Asociación Hipotecaria y Financiera de Australia (MFAA) 12.^a edición (octubre de 2020 - marzo de 2021)

Comparación de tres años¹⁶: Finsure frente a YBR

\$ millones	FY2019		FY 2020		Año fiscal 2021	
	Finseguro	YBR	Finseguro	YBR	Finseguro	YBR
Períodos al 30 de junio						
comisión por adelantado	63.438	112.613	94.490	129.577	115.600	85.141
Volumen de préstamo originado			11.600	22.000		13,600
porcentaje de comision	0,50%	0,57%	0,61%	0,58%	0,59%	0,63%
Rastro bruto obtenido	55.075	110.133	78.183	90.346	90.902	101.128
Libro de préstamos promedio	35.675	49.000	49.875	51.625		50,650
Sendero % av. préstamos como	0,15%	0,22%	0,18%	0,18%	0,18%	0,20%
Libro de préstamo de fin de período	38.100	49.400	45.400	50.200	56.600	387,20
Sendero bruto del balance	269,36	359,24	372,37	505,71		348.09
Trail % préstamos de fin de año como	0.71%	0,73%	0,85%	0,74%	0,89%	0,67%

Fuente: cuentas bancarias BNK, cuentas YBR

Por supuesto, este es el análisis del dinero "bruto" que entra en el agregador; la mayor parte termina pagándose al corredor o franquiciado subyacente. El mismo análisis funciona (efectivamente) a la inversa. Por ejemplo, el valor de seguimiento futuro de los corredores individuales disminuirá en el caso de tasas de descuento más altas o el pago anticipado de préstamos por parte del cliente subyacente. Por lo tanto, mientras que el valor del activo en el libro del agregador caería, también lo haría el pasivo correspondiente a pagar, pero no tanto (ver la tabla a continuación).

Todos los agregadores y franquiciados también brindan otros servicios a sus miembros corredores: promoción de publicidad, seguros, así como la administración de las comisiones bajo su competencia, y atraen importantes dólares de patrocinio de los proveedores de hipotecas subyacentes. Como se ilustra en la siguiente tabla, cada empresa paga entre el 95 y el 96 % de los pagos iniciales y entre el 88 y el 90 % del seguimiento, pero obtiene otras tarifas significativas:

Comparación de pago de tres años: Finsure versus YBR

\$ millones	FY2019		FY 2020		Año fiscal 2021	
	Finseguro	YBR	Finseguro	YBR	Finseguro	YBR
Períodos al 30 de junio						
comisión por adelantado	63.438	112.613	94.490	129.577	90.345	85.141
pagado			125.68			
% pagado	94,6%		95,6%	94,5% (E)	96,9%	95,6% (E)
Rastro bruto obtenido	55.075	110.133	78.183	90.346	90.902	101.128
Sendero pagado	47.089		82.354			
% pagado	85,5%		87,6%	86,4%(E)	90,6%	88,3%(E)
comisiones de	8.403		13.832	16.8	12.63	14.7
Patrocinios MARGEN DE EFECTIVO y de servicios	6.271	9.253	7.764	9.730	9.504	9.932
VAN bruto del rastro	269.36	359,24	387,20	505,71	342,95	348.09
VAN del sendero pagadero	230.41	314,37	327,73	453,38		307.32
Neto/bruto	85,5%	87,5%	88,6%	88,0%	89,7%	88.3

(E) estimaciones de presentación, no de cuentas legales

Fuente: Cuentas bancarias BNK, cuentas YBR/presentación del 20 de octubre de 2021

¹⁶ La comparación de tres años es relevante dada la historia de ambas empresas, pero también el cambio de la norma contable AASB 15, w/e/f 1 de julio de 2018, que desglosó las diversas partes contables de manera adecuada.



¿Quiénes son los agregadores clave?

Para ayudar a facilitar toda esta actividad transaccional, hay aproximadamente 17 000 corredores hipotecarios en Australia que se afiliaron a los 12 agregadores o franquiciadores que conforman la mayor parte de la Asociación Hipotecaria y Financiera de Australia¹⁷. Los "12" agregadores no son realmente doce ya que:

- cuatro son propiedad de "White Family Holdings", el grupo matriz de Ray White (franquiciador de bienes raíces) es Loan Market y Choice, Fast y Plan, todos adquiridos de NAB en noviembre de 2020, con efecto a partir del 1 de marzo de 2021: detalles confidenciales;
- dos grupos de franquiciados, Smartline y Mortgage Choice, son propiedad de REA Group (realestate.com), el gigante inmobiliario en línea. Smartline se adquirió en dos tramos en junio de 2017 y 2019 por \$ 87 millones y Mortgage Choice se adquirió por \$ 244 millones en mayo de 2021.

Esto reduce la lista a ocho jugadores, dos de los cuales son privados, uno propiedad principalmente de un conjunto de instituciones bancarias a gran escala, y los cinco restantes son empresas que cotizan en bolsa con capitalizaciones de mercado de más de \$ 700 millones. Excepto uno, que tiene una capitalización de mercado de 40 millones de dólares. La industria se ha estado consolidando, con una combinación de capital nuevo y jugadores existentes, y las valoraciones han estado aumentando por una buena razón. Lo que significa que los inversionistas parecen pensar que el "único" es estratégicamente débil y quedará fuera del negocio.

Importante agregador de hipotecas y propietarios de franquicias

Estado de los grupos de propiedad	mercado	Gorra	Marcas de corredores
finanzas australianas	Listado en ASX	722	3.050 AFG
Grupo			
Conectivo	Privado: (Slea P/G, Millsave P/L, Haron)	n / A	3.700 Conectivo
Lendi	Privado: grandes bancos, Unisuper, particulares, instos	n / A	1,000 préstamos hipotecarios australianos
libertad financiera	Listado en ASX	1.670	550 Corredores Hipotecarios Nacionales
Mercado de préstamos	Privado: Explotaciones de la familia blanca	n.d.	-5,000 Mercado de préstamos, RÁPIDO, Plan, Elección
MA Financiero†	Listado en ASX	1,512	2.064 Finseguro
Grupo REA	ASX listado	22,148 MC	516†† SL ~400†† Elección de hipoteca línea inteligente
Yellow Brick Road ASX listado		40 Voto	1321 YBR 108†† Voto Préstamos hipotecarios YBR

†: sujeto a finalización ††: franquiciadores

Fuente: varias presentaciones de empresas recopiladas por East 72

El "uno" es, por supuesto, Yellow Brick Road (ASX: YBR); cada vez que publico un tweet en YBR, recibo prácticamente la misma respuesta: "En otras palabras, los posibles inversores, ya que nunca son accionistas, se anotan Marks y Price Bouris, que forman dos tercios del tablero. Como discutimos a continuación, si cree que debería haber un descuento, es uno muy grande.



Métricas de transacciones recientes del agregador

Ha habido una gran cantidad de transacciones recientes discutidas y completadas en la arena que ahora nos permiten alinear a YBR con sus pares de una manera más sólida:

- Adquisición en septiembre de 2018 de Finsure por parte de Goldfields Money (rebautizado como BNK Bank) por \$52,975 millones, pagado con 40,75 millones de acciones de BBC a \$1,30, un precio al que nunca han cotizado desde entonces. Desde nuestro punto de vista, y el del mercado de valores, ya que las acciones de BBC cotizaban constantemente por debajo de \$ 0,80 por acción antes del anuncio de una revisión estratégica en septiembre de 2021, \$ 1,30 parecía una quimera que tenía como objetivo reforzar el valor percibido de Finsure;
- El intento de adquisición de Connective por parte de AFG por \$120 millones en agosto de 2019, que fue frustrado por una acción legal compleja y de larga duración relacionada con las tensiones entre los accionistas de Connective¹⁸;
- La adquisición acordada por Mortgage Choice en mayo de 2021 por REA Group por \$244 millones; y
- El acuerdo a mediados de diciembre de 2021 por parte de BNK Bank para revender Finsure Holdings Pty Limited por 145 millones de dólares (más su efectivo) a MA Financial (ASX: MAF), la antigua Moelis Australia, una empresa de gestión de fondos y servicios financieros de rápido crecimiento: una mejora del 175 % para el negocio¹⁹.

Podemos alinear estas cuatro transacciones con algunas métricas comparables (stock y flujo) para ver cómo se ha desarrollado el mercado y buscar atribuir algunos valores de cohorte a YBR.

\$ millones	seguro septiembre 2018	seguro diciembre 2021	Conectivo agosto 2019 (abortado)	Opción Hipotecaria Mayo 2021
Precio de adquisición	53	145	120	244
Producción previa de 12 meses	12.313	25.900	42,000	10,000
Libro de préstamo en la adquisición	33.200	60.800	144,000	54.000
Números de corredor	1.435	2.064	3,600	516
VAN del rastro del libro de préstamos	35,2	52,3	n/a/	100.1
comisión neta en efectivo	n.a.	12,6	a	41.4
Libro de precio/préstamo	0.16%	0.24%	0.083% n/	0,45%
Rastro de precio/VAN	1.51x	2.77x	a	2.43x
Precio/corredor	\$36,934	\$70,252	\$33,333	\$472,286
Liquidaciones de precio/LTM	0.43% n/	0.56%	0.29% n/	2,44%
Precio/LTM NCC	a	11.5x	a	5,9x

Fuentes: anuncios de Goldfields Money de 2018, anuncios de MA Financial de diciembre de 2021, presentación de la empresa AFG en agosto de 2019, declaración de objetivos de elección de hipotecas de mayo de 2021 compilada por East 72

Las métricas de Mortgage Choice difieren de las otras tres transacciones dado que son un negocio de franquicia, en lugar de un agregador. Esto es notable con respecto al precio/corredor y el tamaño de la cantidad de NPV de seguimiento en relación con el tamaño de la cartera de préstamos. Esto tiene relevancia para YBR.

18 Si quiere un dolor de cabeza, escriba "Connective Services and Sleas Pty Limited" en la barra de búsqueda de la base de datos legal "austlii.edu.au". Hazles una donación mientras estás en ello.

19 En realidad, es una mejora mayor dado que Finsure tenía deuda cuando se adquirió en 2018, pero ahora tiene efectivo neto.



¿Cuánto podría valer YBR en un transacción corporativa?

A diferencia de Finsure, YBR es una amalgama de cuatro negocios dentro del espacio de "intermediación" de hipotecas: incluyendo la participación del 50% de Resi Wholesale Funding, un almacén de titulización -como se representa en la diapositiva 4 de la presentación corporativa del 26 de octubre de 2021:

Our Businesses

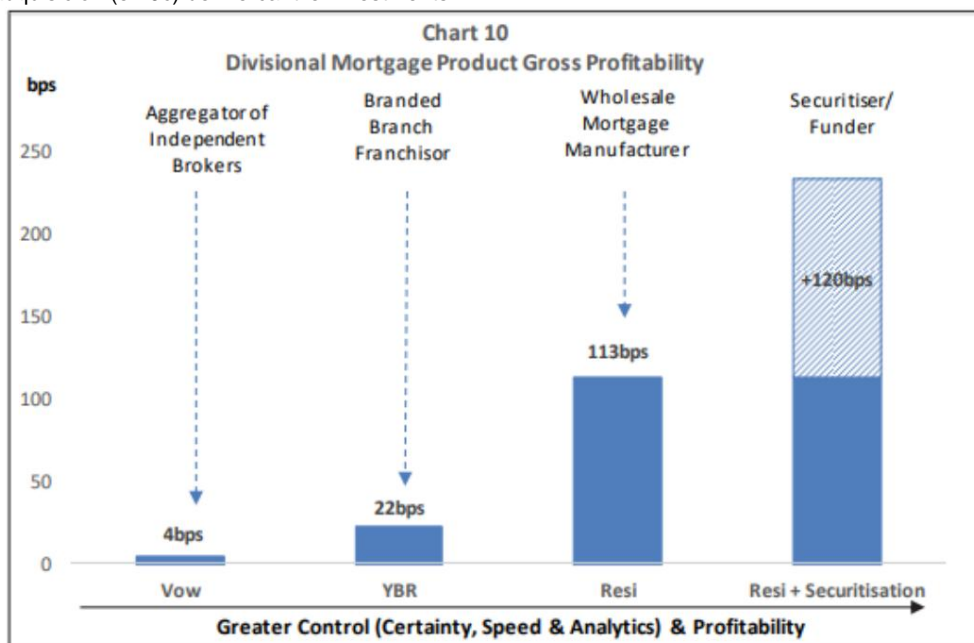


We distribute home loans from a panel of lenders, and offer our own funded products

Aggregator model with stringent compliance principals and best in class technology	Franchise model leveraging YBR brand throughout Australia	Product design through White Label and securitisation capability
1,321 Brokers (30 September 2021)	108 Brokers (30 September 2021)	\$250 million Warehouse facility, plus other wholesale funding lines
\$11.8 billion in settlements in FY21	\$1.6 billion in settlements in FY21	\$301 million in settlements in FY21 (including Resi Wholesale Funding)
\$43.1 billion in underlying loan book at Jun-21	\$7.6 billion in underlying loan book at Jun-21	\$1.3 billion in loan book at Jun-21 (including Resi Wholesale Funding which is now at \$150m+)
\$14.6 million in NPV of future trail *	\$15.5 million in NPV of future trail *	\$10.7 million in NPV of future trail *

* Represents the actuarial assessed net present value of future net cashflows from the existing underlying book of loans

Esto es relevante en la medida en que los negocios no tienen valores equivalentes, una característica ilustrada en el esquema del 20 de septiembre de 2018, reproducido a continuación, de la Declaración de YBR Target que defiende la oferta de adquisición (en 9c) de Mercantile Investments:





Por lo general, dentro de la industria de seguros de vida, las empresas se evalúan más desde el punto de vista del valor de los activos, ya que la empresa matriz posee una serie de flujos de ingresos futuros evaluados actuarialmente. Esto hace que los múltiplos de ganancias sean menos significativos, aunque no irrelevantes. En este sentido, durante los últimos tres años, YBR ha realizado un excelente trabajo al reducir los gastos generales operativos y corporativos. Según los estados de flujo de efectivo de 4C presentados ante ASX, **esta** definición de gastos generales (incluida la publicidad), algunos de los cuales pueden capitalizarse, alcanzó un máximo de \$34,5 millones en el año hasta junio de 2017. Desde el trimestre de marzo de 2019, ha habido una reducción clara de \$ 34 millones a un mínimo móvil de doce meses de \$ 22 millones (trimestre de marzo de 2021) que ahora se encuentra en ~ \$ 25 millones en los doce meses hasta septiembre de 2021.

Sobre una base simple de flujo de efectivo, que NO tiene en cuenta las adiciones al seguimiento ni las fluctuaciones en el valor futuro del seguimiento, la empresa está generando alrededor de \$ 2- \$ 2.5 millones por año EBITDA, según los registros de flujo de efectivo ASX 4C.

En una valoración **basada en activos**, que captura los gastos generales corporativos dentro de los negocios, consideramos que YBR tiene un valor **corporativo** potencial de \$ 110 millones o 34 centavos por acción (324,5 millones de acciones) de la siguiente manera:

\$ millones	Comentarios	Métrica elegida P/	Valor
Voto	Liquidaciones y valuaciones de libros de préstamos: altas (\$ 65-100 millones de dólares); p/ más sendero apropiado. Adquirido en mayo de 2014 por 17,6 millones de dólares	NPV trail 2.77x	41
Franquicias YBR	Todas las métricas se alinean entre 34 millones de dólares y 39 millones de dólares según el libro de préstamos, el <u>seguimiento y las liquidaciones de LTM.</u>	Promedio de tres métricas	37
Resi "marca blanca"	VAN supuesto de rastro + fondo de comercio pequeño; <u>adquisición en 2018</u>	NPV trail+ (no distribuidor)	14
resistido Venta al por mayor Fondos	50% de participación en el balance general al 30 de junio de 2021 + inversión posterior en notas de \$ 3 millones	50% de participación en el balance general = \$ 8,6 millones	12
Efectivo menos deuda	Según ASX 4C septiembre de 2021	\$ 9.2 - \$ 2.9 millones	6
TOTAL			110

Con base en esta evaluación, creemos que YBR cotiza con un descuento del 63 % respecto de una valuación corporativa razonada, que cuenta con la validación de cuatro transacciones recientes acordadas. En nuestra opinión, aunque se justifica algún descuento en la valoración de una empresa, en parte por el rendimiento pasado (detallado en QR#14), que prevalece en la actualidad, parece irrazonablemente alto.

YBR cumple con muchos de nuestros criterios favoritos de por qué un valor puede tener un precio bajo:

- Un registro de acciones ajustado con cuatro titulares que actualmente poseen dos tercios de las acciones; • Un consejo de administración familiar y una empresa controlada por el consejo de administración a través de relaciones;
- Tensión entre YBR y su mayor accionista, Sandon Capital (ASX: SNC), que votó en contra del Informe de remuneración de la AGM de 2021 y la reelección de Adrian Bouris;
- Solo otros dos accionistas de fondos administrados profesionalmente; y
- Sin cobertura del lado de la venta.



panorama

Estamos utilizando más activamente coberturas contra la cartera, es decir, negociando con ellas en función de una mayor volatilidad del mercado, los probables cambios a corto plazo entre "crecimiento" y "valor", favoreciendo a este último, ya que las tasas de bonos largas probablemente reflejen una visión más progresiva de las perspectivas de inflación. Nuestra posición al final del año es hacia los límites exteriores de donde nos gustaría estar en la actualidad.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la cartera tiene una ponderación significativa en "valores de descuento de compañías de cartera controladas" de micro capitalización, valor o beta baja (por ejemplo, EL Corporation), por lo que esperamos que el impacto del apalancamiento predominante sea amortiguado por el Activos subyacentes.

Para mayor información:

Andrés Marrón
Director ejecutivo
0418 215 255





APÉNDICE ESTADÍSTICO: TRIMESTRE Y FYTD AL 31 DE DICIEMBRE DE 2021

1. Rentabilidad mensual, exposición y NAV

	Retorno de inversión ²⁰	Imposición de costos ²¹	Neto volver ²²	R12 Regreso	Valor liquidativo/acción antes de impuestos (c)	Bruto Exposición ²³	Neto Exposición ²⁴
30 jun 17				46,6%	35,5	276%	-6%
30 jun 18				-18,8%	29,0	278%	81%
30 jun 19				-25,8%	21,6	395%	0%
30 jun 20				-68,0%	7,0	185%	122%
30 jun 21				+20,3%	7,3	297%	67%
				Rentabilidad R12			
30 abr 21	(6,3%)	(0,7%)	(7,0%)	20,6%	7,4	343%	(17%)
31 mayo 21	5,0%	(1,0%)	4,0%	20,9%	7,7	294%	79%
30 jun 21	(4,6%)	(0,5%)	(5,1%)	20,3%	7,3	309%	84%
31 julio 21	(0,5%)	(0,7%)	(1,2%)	25,0%	7,2	356%	74%
31 ago 21	(4,1%)	(0,7%)	(4,8%)	29,5%	6,9	341%	122%
30 de septiembre de 21	7,0%	(0,8%)	6,2%	24,2%	7,3	339%	125%
31 oct 21	(1,2%)	(0,8%)	(2,0%)	11,0%	7,2	429%	56%
30 de noviembre de 21	14,2%	(0,8%)	13,4%	12,4%	8,1	400%	41%
31 dic 21	(1,7%)	(0,6%)	(2,3%)	8,4%	7,9	239%	183%

2. Exposición de renta variable a 31 de diciembre de 2021²⁵

(como % de fondos de accionistas antes de impuestos de fin de mes):

	exposiciones porcentuales	
LARGO	221%	25
PEQUEÑO	(14%)	4
FUTUROS/DERIVADOS SOBRE ÍNDICE	(24%)	
TOTAL	239%	29
NETO	183%	

²⁰ Cambio en el valor de mercado de todas las inversiones (efectivo y derivados) después de los cargos por intereses, dividendos por cobrar, dividendos y tarifas pagadas dividido por el valor liquidativo del período de apertura y el tiempo ponderado para aumentos de capital. Todos los gastos acumulados para la administración de la empresa (p. ej., tarifas de cotización, auditoría, registro) dividido por el valor liquidativo del período de apertura y tiempo ponderado para aumentos de capital.

²¹ Calculado como 2 (arriba) menos 3 (arriba).

²² Calculado como exposiciones brutas totales siendo la exposición nominal de todas las posiciones largas y cortas (efectivo y derivados) dividido por el valor liquidativo antes de impuestos del mes final – asume un índice \bar{y} de 1. Calculado como exposiciones netas totales siendo la exposición nominal de todas las posiciones largas menos cortas (efectivo y derivado) dividido por el valor liquidativo antes de impuestos del mes final; se asume un índice \bar{y} de 1. Las cifras pueden no sumar debido al redondeo.

²⁵



Descargo de responsabilidad

Si bien East 72 Holdings Limited (**E72**) cree que la información contenida en este comunicado se basa en información confiable, no se otorga ninguna garantía en cuanto a su precisión y las personas que confían en esta información lo hacen bajo su propio riesgo. E72 y sus empresas relacionadas, sus funcionarios, empleados, representantes y agentes advierten expresamente que no serán responsables de ningún modo por pérdidas o daños, ya sean directos, indirectos, consecuentes o que surjan de o en relación con el contenido de un /o cualquier omisión de este informe, excepto cuando la legislación establezca que una responsabilidad no es excluible.

Las proyecciones contenidas en esta comunicación son solo estimaciones. Dichas proyecciones están sujetas a las influencias del mercado y dependen de asuntos fuera del control de E72 y, por lo tanto, es posible que no se realicen en el futuro.

Esta actualización es para fines de información general; no pretende proporcionar recomendaciones, consejos u opiniones en relación con inversiones o valores específicos. Ha sido preparado sin tener en cuenta los objetivos, la situación financiera o las necesidades de ninguna persona y, por ello, cualquier persona debe tomar el asesoramiento pertinente antes de actuar sobre el comentario. La actualización se proporciona solo con fines informativos y no para ningún otro propósito. La actualización y la información contenida en él no constituyen un prospecto y no forman parte de ninguna oferta o invitación para solicitar valores en ninguna jurisdicción.

La información contenida en esta actualización está actualizada al 31 de diciembre de 2021 o en cualquier otra fecha que se estipule en el presente. Todas las declaraciones se basan en la mejor información de E72 al 31 de diciembre de 2021. Esta presentación puede incluir declaraciones prospectivas sobre eventos futuros. Todas las declaraciones prospectivas se basan en las creencias de la gerencia de E72 y reflejan sus puntos de vista actuales con respecto a eventos futuros. Estas opiniones están sujetas a varios riesgos, incertidumbres y suposiciones que pueden o no ocurrir. E72 no representa ni garantiza que estas declaraciones sean precisas, ya que las circunstancias o eventos futuros pueden diferir de los previstos por la Compañía.

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

El desempeño de los valores mencionados en esta carta se refiere a cómo se desempeñó el valor en el mercado y no refleja el desempeño atribuido a la cartera principal de acciones. Consulte el gráfico al final de la carta, que refleja la lista completa de contribuyentes y detractores en función de la ponderación de cada valor dentro de la cartera principal de acciones.

Para obtener una copia del historial de desempeño de la estrategia de acciones de Ensemble Capital, envíe una solicitud por correo electrónico a info@ensemblecapital.com.

Durante gran parte de los últimos dos años, nuestras cartas trimestrales se han centrado en comentarios económicos y relacionados con COVID. La urgencia de estos problemas, y las formas complejas y dinámicas en que han influido fuertemente en los fundamentos a nivel de la empresa, requirieron que priorizáramos analizar y actuar sobre estos problemas. Y dado que buscamos explicar en estas cartas nuestra evaluación de los temas que son más relevantes para nuestra estrategia de inversión, estos temas han dominado nuestro comentario.

Los factores macroeconómicos y el COVID seguirán afectando nuestra cartera y nuestra evaluación de las oportunidades de inversión en el futuro previsible. Pero hoy en día, se entienden mejor como parte del tejido subyacente de incertidumbre en el que siempre operan los inversores. Esto no es para disminuir su importancia, sino más bien para aceptar que los riesgos y oportunidades relacionados con estos temas ahora son simplemente parte de ser un inversionista en acciones. Con la onda Delta vimos solo fluctuaciones modestas en la actividad económica y el desempeño del mercado de valores. Lo mismo ha sido cierto, hasta ahora, durante la ola de Omicron que se está extendiendo rápidamente, que hasta el momento de escribir este artículo no ha tenido un impacto materialmente negativo en el mercado de valores o en la economía de EE. UU. Nuestro punto no es que COVID ya no afectará la economía o el mercado, sino que COVID ya no es una nueva fuente de incertidumbre, sino una de las muchas fuentes de incertidumbre con las que los inversores de capital siempre deben lidiar.

Muchas más personas contraerán COVID. Mucha más gente irá al hospital, que actualmente se está llenando hasta alcanzar su capacidad. Pero los consumidores y las empresas estadounidenses también han aprendido a adaptarse para participar en el comercio incluso en medio de una pandemia.

Si mira hacia atrás en la historia, encontrará que los problemas macro, ya sean económicos o problemas como COVID, terrorismo, conflicto geopolítico o guerras comerciales, por citar algunos ejemplos, van y vienen en su influencia relativa sobre el rendimiento del mercado de valores. Pero no hay duda de que estos factores alcanzaron un nivel de influencia bursátil en 2020 que solo es comparable con un puñado de eventos históricos pasados.

Si observa los 20 movimientos alcistas y bajistas más grandes de un día en el mercado de valores de EE. UU. Durante el siglo pasado, encontrará que todos ocurrieron durante la Depresión, la Crisis financiera, COVID y la caída del mercado de valores de 1987. Si bien la caída de la bolsa de valores de 1987 fue un evento técnico contenido en los mercados, los otros tres eventos pueden considerarse razonablemente los tres eventos macro más importantes para influir en las empresas estadounidenses.

COVID no ha terminado. Las fluctuaciones económicas siempre ocurrirán y siempre importarán. Pero los problemas en los que nuestro equipo se centra ahora en la gestión de nuestra estrategia de inversión han comenzado a volver al análisis específico de la empresa en el que hemos dedicado la mayor parte de nuestro tiempo.

Por lo tanto, en esta carta, cubriremos los detractores y contribuyentes notables de nuestro desempeño de inversión del cuarto trimestre y luego ofreceremos una discusión sobre un aspecto de nuestra estrategia de inversión sobre el que no hemos ofrecido muchos comentarios anteriormente.

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

Los detractores notables de nuestro desempeño durante el cuarto trimestre provinieron de nuestras inversiones en Illumina, Netflix y Blackline.

Illumina: Illumina continuó teniendo un rendimiento inferior al del mercado por dos razones, en nuestra opinión, a pesar de los sólidos fundamentos, con un crecimiento de los ingresos esperado del 40 % en 2021 y del 17 % en 2022. El primero es la continua incertidumbre del mercado sobre la aceptación regulatoria de la adquisición de GRAIL, que trae las 50 pruebas de detección de cáncer más avanzadas y más amplias a través de una sola extracción de sangre. El segundo viento en contra para las acciones ha sido un cambio en el sentimiento del mercado que se aleja de todo lo relacionado con la biotecnología, con indicadores como el S&P Biotech Index que cayó un 11 % en el trimestre y el niño del cartel Moderna bajó un 34 %. Las acciones de Illumina cayeron un 6% durante el trimestre.

Netflix: las acciones de Netflix se tomaron un respiro en la primera mitad de este año después de un rendimiento muy sólido en 2020. Esto se revirtió a partir de agosto cuando la atención de los inversionistas se centró en la sólida lista de nuevos programas que la compañía lanzaría a fin de año y principios de 2022 después de que COVID ralentizó la producción de contenido y creó una brecha en los nuevos programas exitosos para la compañía. Pero la liquidación en empresas relacionadas con la tecnología de alto valor y rápido crecimiento que comenzó a mediados de noviembre provocó que las acciones devolvieran las ganancias que lograron a principios del trimestre y las acciones terminaron con una caída del 1% en el trimestre.

Blackline: las acciones de Blackline cayeron, junto con otras acciones de software como servicio de alto crecimiento, durante el trimestre. Si bien creemos que muchos de estos tipos de empresas se sobrevaloraron mucho a principios de este año y sus caídas este trimestre estaban justificadas, creemos que Blackline vale mucho más que el precio de mercado actual. Hablaremos de esta empresa en profundidad más adelante en esta carta. La acción terminó el trimestre con una caída del 12%.

En el lado más positivo, vimos una notable contribución al rendimiento de Home Depot, Ferrari y NVR.

Home Depot: en medio de la escasez de viviendas y el aumento de los precios de las viviendas, los estadounidenses recurrieron a proyectos de mejoras para el hogar y el crecimiento sorprendentemente rápido de Home Depot en 2020 continuó a lo largo de 2021. Con cada trimestre que pasó mostrando una continuación de un fuerte crecimiento en lugar de la desaceleración que esperaban muchos inversores, la acción lideró el S&P 500 durante la mayor parte del año y logró un vertiginoso repunte del 27% en el cuarto trimestre para cerrar el año. Cabe destacar que, si bien los propietarios de viviendas Hágallo usted mismo compraron menos en Home Depot que durante el récord de 2020, casi la mitad de los ingresos de la empresa provienen de los contratistas Pro, donde continúa el fuerte crecimiento.

Ferrari: Después de navegar la pandemia extraordinariamente bien para una compañía automotriz a pesar de los grandes desafíos para mantener los niveles de producción, las acciones de Ferrari estaban débiles al comienzo del año y luego rebotaron en un rango relativamente estrecho incluso cuando el mercado en general se recuperó. Pero cuando la compañía realizó su llamada de ganancias del tercer trimestre y destacó sus esfuerzos en la transición a los trenes motrices eléctricos, las acciones despegaron y terminaron el trimestre con un aumento del 24%. Un conocido analista de Wall Street incluso calificó a Ferrari como su "acción favorita de vehículos eléctricos". Pero, en nuestra opinión, los inversores a largo plazo han entendido los esfuerzos de Ferrari por cambiar a coches híbridos y eléctricos durante algún tiempo. Si bien nos complació ver el repunte de las acciones y reflejar mejor nuestra evaluación del valor de la empresa, no vimos el comentario que salió de su llamada de ganancias como



CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT

Cuarto Trimestre 2021

siendo particularmente incremental para nuestra tesis de inversión. Dicho esto, fue genial escuchar a su nuevo CEO respaldar firmemente su estrategia de electrificación.

NVR: Si bien Estados Unidos necesita construir alrededor de 1,3 millones de nuevas unidades de vivienda al año solo para mantenerse al día con la demanda demográfica y reemplazar las casas que se derriban, hemos construido mucho menos que eso desde el colapso de la vivienda de hace más de una década. Ahora, con la demanda de viviendas en aumento, pero los constructores limitados debido a la cadena de suministro y los problemas laborales, las empresas como NVR están luchando para construir nuevas viviendas tan rápido como los compradores las exigen. Si bien las acciones de NVR se mantuvieron sólidas durante todo el año, el flujo de noticias en la industria de la construcción de viviendas durante el cuarto trimestre señaló que los márgenes brutos continuaron siendo sólidos, ya que los precios de venta récord impulsaron los resultados. Las acciones de NVR subieron un 23 % en el trimestre para cerrar el año.

Si bien la estrategia de inversión de Ensemble se centra en poseer empresas que ya tienen una gran ventaja competitiva, sabemos que lo que realmente importa es que nuestras empresas sigan teniendo una ventaja competitiva en el futuro. Los fosos competitivos se erosionan con el tiempo a menos que se mantengan de manera diligente y proactiva. Por eso, nos enfocamos en identificar empresas que tengan un fuerte posicionamiento competitivo y que creemos que mantendrán esas ventajas en el tiempo.

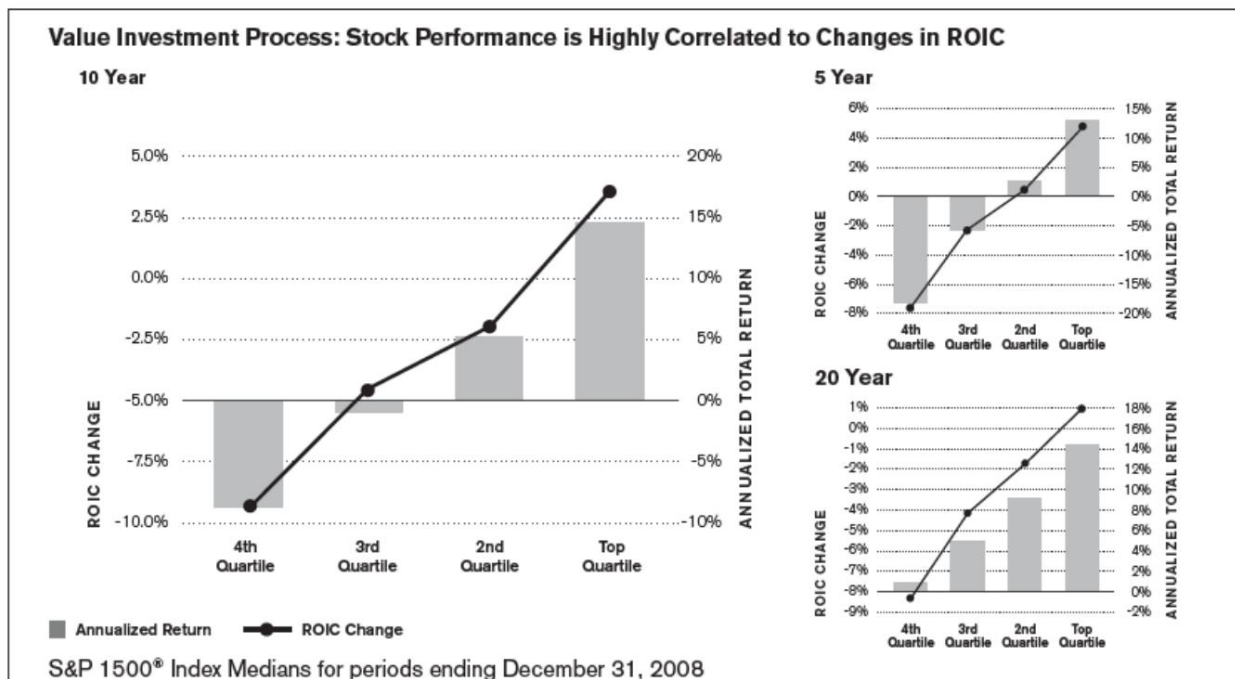
El hecho es que a los inversores no se les paga por observar cómo está el mundo hoy. Se les paga por comprender correctamente cómo evolucionará el mundo con el tiempo. Si una empresa comienza con ventajas competitivas muy altas, pero las ha reducido a solo fuertes ventajas competitivas, es probable que sus acciones tengan un rendimiento inferior a medida que los inversores asignan menos valor a la empresa. Por otro lado, una empresa que comienza con ventajas competitivas moderadas, pero trabaja para mejorar su posicionamiento para que muestre fuertes ventajas competitivas, es probable que sus acciones tengan un rendimiento superior a medida que los inversores recalibran la valoración, asignan a la empresa para reflejar el posicionamiento más fuerte. .

Si bien hablamos mucho sobre el retorno del capital invertido (ROIC), el hecho es que es el retorno del capital invertido incremental (ROIIC) que mide cuánto retorno puede generar una empresa en el futuro y a los inversores solo se les paga por lo que sucede en el futuro, no lo que sucedió en el pasado.

Hace más de una década, leímos un informe de investigación publicado por RS Investments que examinaba los cambios en el ROIC y el rendimiento del precio de las acciones. La tabla clave que ilustra sus hallazgos se encuentra a continuación.

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT

Cuarto Trimestre 2021

**Performance quoted represents past performance and does not guarantee future results.**

Note: The charts above depict a high correlation between a company's stock performance and changes in return on invested capital for the constituents of the S&P 1500® Index. A similar correlation exists for the constituents of the S&P 500® Index. Please contact us if you are interested in viewing the data for the S&P 500® Index.

Source: This analysis looks at the current constituents of the S&P 1500® Index, which were sorted by total returns for the 5-, 10-, and 20-year periods ended December 31, 2008 and medians were calculated for each quartile. Only companies that had data for both measures were used (1,388 companies – 5 year figures; 1,215 companies – 10 year figures; 663 companies – 20 year figures). Data was sourced from FactSet and Reuters.

(Fuente: ROIC: The Essential Measure of Value, de RS Investments)

Lo que muestra el gráfico es que, independientemente de si el nivel inicial o final del ROIC es alto o bajo en términos absolutos, las acciones de las empresas que exhiben un ROIC creciente superan al mercado, mientras que las acciones de las empresas que exhiben un ROIC decreciente tienen un rendimiento inferior.

Como inversores a largo plazo, pensamos que las empresas sufren una entropía creciente. La entropía es una medida del desorden en un sistema y, si bien las corporaciones están diseñadas para organizar a las personas, con el tiempo se enfrentan a una fuerza natural de descomposición. Por esta razón, cuando pensamos en el largo plazo, nos enfocamos principalmente en encontrar empresas que puedan preservar sus ventajas competitivas en los altos niveles en los que se encuentran actualmente. Si observa el gráfico de 20 años en la ilustración anterior, verá que llegar al cuartil superior de acciones por ROIC solo significa que su ROIC no disminuyó. Y así, aunque nos gustaría ver que todas nuestras participaciones mejoren su posición competitiva y su ROIC con el tiempo, sabemos que luchar contra la competencia y preservar fuertes ventajas competitivas durante un largo período de tiempo ya es un listón muy alto.

Pero desde el inicio de nuestra estrategia, de vez en cuando hemos realizado inversiones en empresas donde las ventajas competitivas actuales son sólidas, pero aún no superan las muy altas expectativas que generalmente mantenemos para que una empresa califique para nuestra cartera. En cambio, estas empresas exhiben ventajas competitivas sólidas, pero que aumentan rápidamente, lo que creemos hará que la empresa alcance un nivel de ventaja competitiva que satisfaga nuestras expectativas en el futuro. A estas acciones las llamamos negocios de fosos emergentes.

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

Un negocio foso emergente es aquel en el que vemos signos muy claros de ventajas competitivas actuales y, en particular, futuras. Estos negocios ya son empresas sólidas, pero aún no han establecido completamente su posicionamiento competitivo. Las razones de esto varían, pero lo común es que para que estas empresas entren en nuestra cartera, debemos creer que durante los próximos cinco años, su posicionamiento competitivo se consolidará, lo que hará que los inversores valoren más las acciones y el ROIC.

aumento.

Debido a que reconocemos que estas empresas tienen defensas competitivas actuales más débiles en comparación con nuestra participación promedio en la cartera principal, nuestra política interna es limitar nuestras inversiones en empresas emergentes de foso a un 2% de peso al costo en nuestra cartera. Si bien los rendimientos que se acumulan para las empresas que mejoran su posicionamiento competitivo y el ROIC son grandes, siempre existe el riesgo de que nos equivoquemos y la empresa no logre cavar el profundo foso competitivo que esperamos que haga.

Con suerte, nuestra pequeña inversión inicial generará un sólido rendimiento a medida que mejore la posición competitiva de la empresa. Pero aún más importante, nuestro objetivo es identificar antes que el mercado el punto en el que las crecientes ventajas competitivas hacen que la empresa ya no sea un "foso emergente" sino más bien una empresa recién acuñada con ventajas competitivas que nos permita aumentar el tamaño de nuestra posición ante otros inversores por completo. cambiar el precio de la acción a una valoración más alta que refleje la mejora de la situación competitiva.

Una serie de ejemplos darán vida a nuestro pensamiento sobre este tema.

Netflix: Primero compramos Netflix en 2016 y tomamos un tamaño de posición pequeño. En ese momento, creíamos que la compañía, que había lanzado House of Cards, su primer exitoso programa original de Netflix en 2013, estaba en las primeras etapas de construir un sólido conjunto de ventajas competitivas que evitarían que las grandes compañías de medios heredados se abalanzaran para matar su negocio si se vuelve demasiado exitoso.

En los años previos a nuestra inversión, Netflix, la compañía, había comenzado a disminuir la velocidad aumentando los precios en el mercado más maduro de EE. UU. a una tasa baja de un solo dígito. Pero en 2016, comenzaron a aumentar los precios a una tasa alta de un solo dígito. [poder de fijación de precios](#), o la capacidad de aumentar los precios sin perder clientes, es un sello distintivo clave de un negocio con ventajas competitivas. Habíamos estado monitoreando la forma en que la base de suscriptores de Netflix fuera de los EE. UU. estaba creciendo para casi igualar la base de suscriptores de los EE. UU. y creíamos que la compañía estaba en camino de construir el primer sistema de distribución de películas y TV a escala verdaderamente global.

Pero por mucho que creyéramos que Netflix estaba en el camino correcto, aún no estábamos convencidos de que un competidor con buenos recursos, como Disney, por ejemplo, no sería capaz de lanzar un ataque competitivo debilitante contra la empresa. Si bien creíamos que Netflix ya era una empresa sólida, con sólidas ventajas competitivas, aún no estábamos convencidos de que cumpliera con nuestro umbral muy alto para ser incluida en nuestra cartera principal.

Para 2018, los aumentos en los precios de suscripción de Netflix continuaban a tasas altas de un solo dígito y, sin embargo, no había una resistencia obvia por parte de los clientes. Además, la biblioteca de programas originales de Netflix estaba creciendo en tamaño con un contenido local cada vez mayor para geografías fuera de los EE. UU. En este punto, nos habíamos convencido de que Netflix no solo tenía un foso emergente, sino que ahora calificaba como una posición central de tamaño completo en nuestra cartera. Cuando se lanzó Disney Plus a fines de 2019, estábamos seguros de que, si bien el ataque podría

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

Hubiera dañado a Netflix si se hubiera hecho años antes, era demasiado tarde y las ventajas competitivas de Netflix prevalecerían.

Trupanion: invertimos en la compañía de seguros para mascotas Trupanion en 2018. En ese momento, [creíamos que la compañía](#) estaba revolucionando la industria de seguros para mascotas y creando una categoría mucho más grande que llegaría a dominar con el tiempo. El seguro de mascotas en los EE. UU. generalmente era una industria que no ofrecía a los clientes un buen valor y solo el 1%-2% de los hogares con mascotas en los EE. UU. tenían seguro. Pero el fundador y director ejecutivo de Trupanion, Darryl Rawlings, estaba siguiendo un modelo comercial mucho más amigable con el cliente que ya se había visto en mercados extranjeros seleccionados, donde hasta el 25 % de los hogares con mascotas tienen seguro.

Trupanion era una empresa en etapa inicial. Estaban creciendo rápidamente y construyendo un sólido conjunto de ventajas competitivas basadas en su estrecha relación con los veterinarios, que eran una fuente sólida de crecimiento basado en referencias. Nuestra opinión era que las ventajas de Trupanion estaban aumentando, pero aún había tiempo para que las grandes compañías de seguros con buenos recursos copiaran el manual de Trupanion y evitaran que obtuvieran el nivel de crecimiento que esperábamos.

Creemos que el talento de los equipos directivos es siempre uno de los principales determinantes del éxito empresarial. Sin embargo, en un negocio de foso emergente, dirigido por el fundador, impulsado por la misión como Trupanion, el papel de la gerencia y los talentos únicos del fundador son especialmente críticos. Si bien Trupanion generalmente cumplió con nuestras expectativas financieras mientras mantuvimos las acciones, en 2019 Rawlings anunció que, en lugar de seguir siendo el director ejecutivo durante "los próximos 15 a 20 años", como había dicho anteriormente, dejaría el cargo de director ejecutivo en 2025. Si bien también teníamos otras preocupaciones sobre el estatus de foso emergente de Trupanion, una vez que quedó claro que no podíamos contar con el fundador para dirigir la empresa durante el tiempo que esperábamos que tomaría construir un negocio verdaderamente protegido y con ventajas competitivas, decidimos [vender](#) _____ de nuestra posición.

Un punto clave sobre las inversiones en fosos emergentes es que, si bien creemos que el potencial alcista a largo plazo es muy grande, también reconocemos que nuestra convicción en nuestra perspectiva es inferior a la de las acciones de nuestra cartera principal. Es por eso que hacemos inversiones de menor tamaño en negocios emergentes. También significa, como en el caso de Trupanion, que si se ponen en duda partes clave de nuestra tesis de inversión, es más probable que simplemente abandonemos la inversión y sigamos adelante en comparación con las posiciones de nuestra cartera principal.

Blackline: en 2019, asumimos una posición en Blackline, una empresa de software empresarial que ofrece una solución de nicho, pero de rápido crecimiento, para ayudar a las empresas a cerrar sus libros financieros cada trimestre. Perfilamos Blackline en profundidad más adelante en esta carta. Pero brevemente, el principal competidor de la empresa son las soluciones basadas en Microsoft Excel que las empresas han desarrollado a lo largo de los años para completar lo que es un proceso muy manual.

La solución de Blackline automatiza y agiliza esta actividad que requiere mucho tiempo. Pero si bien confiamos en que tienen la mejor solución en su clase, la compañía todavía tiene un camino por recorrer antes de que podamos estar seguros de que pueden manejar con éxito su camino a través de cualquier ataque competitivo que pueda ocurrir en el futuro desde uno de los grandes empresas integradas de software empresarial, o de otras nuevas empresas disruptivas que pueden intentar perseguir el mismo premio que persigue Blackline.

Estos tres ejemplos, Netflix pasando de un estatus de foso emergente a un miembro de nuestra cartera principal, Blackline permanece como un negocio foso emergente por el momento, y Trupanion ve su momento en nuestro

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

cartera interrumpida debido a un acontecimiento inesperado que redujo nuestra confianza en su éxito a largo plazo, es cómo vemos que se desarrollarán todas las acciones emergentes con el tiempo.

El pequeño tamaño de nuestra posición inicial en negocios fosos emergentes refleja el menor nivel de confianza que tenemos en relación con nuestra cartera principal de empresas con una gran ventaja competitiva. El tamaño pequeño también nos brinda más espacio para mantener las acciones, incluso durante los períodos en los que puede haberse adelantado al éxito de la empresa y se debe a una fuerte corrección en algún momento impredecible en el futuro.

Estas oportunidades de inversión tienen menos que ver con pagar un precio barato y más con que intentemos evaluar correctamente una oportunidad comercial inusualmente grande relacionada con un cambio en la dinámica competitiva. Por lo tanto, es importante para nosotros reconocer el rango relativamente amplio de valor razonable que tienen estos negocios en un momento dado. Al mantener tamaños de posición relativamente pequeños, no nos obligamos a recortar nuestra tenencia abruptamente si la acción se aprecia dramáticamente. Al mismo tiempo, es mucho más probable que estos negocios emergentes experimenten caídas grandes y abruptas en el precio de sus acciones si otros inversionistas llegan a dudar de su perspectiva a largo plazo, y el tamaño de nuestras posiciones más pequeñas reduce el riesgo para nuestra cartera de este resultado potencial también.

En general, nuestra política es no comentar con frecuencia sobre nuestras inversiones emergentes en fosos. Estas empresas están sujetas a más incertidumbre y cambios más rápidos que nuestra cartera principal sobre la que ofrecemos comentarios continuos y extensos. En algunos casos, creemos que comentar sobre las acciones de moat emergentes puede no ser lo mejor para nuestros inversores. Pero hoy, queremos destacar nuestra inversión multianual en Blackline y nuestra nueva inversión en Peloton, como nuestras participaciones fosas emergentes actuales.

Es nuestra política interna no permitir que más del 10% de nuestra cartera en peso esté compuesta por negocios fosos emergentes. Históricamente, no hemos visto que nuestra asignación a este tipo de negocios exceda el 5%. Pero nuestra experiencia con Netflix, que primero se identificó como un negocio foso emergente antes de convertirse más tarde en la participación más grande en nuestra cartera principal, ayuda a demostrar la forma en que estas inversiones pueden hacer contribuciones muy grandes y a largo plazo al desempeño de nuestra estrategia de inversión.

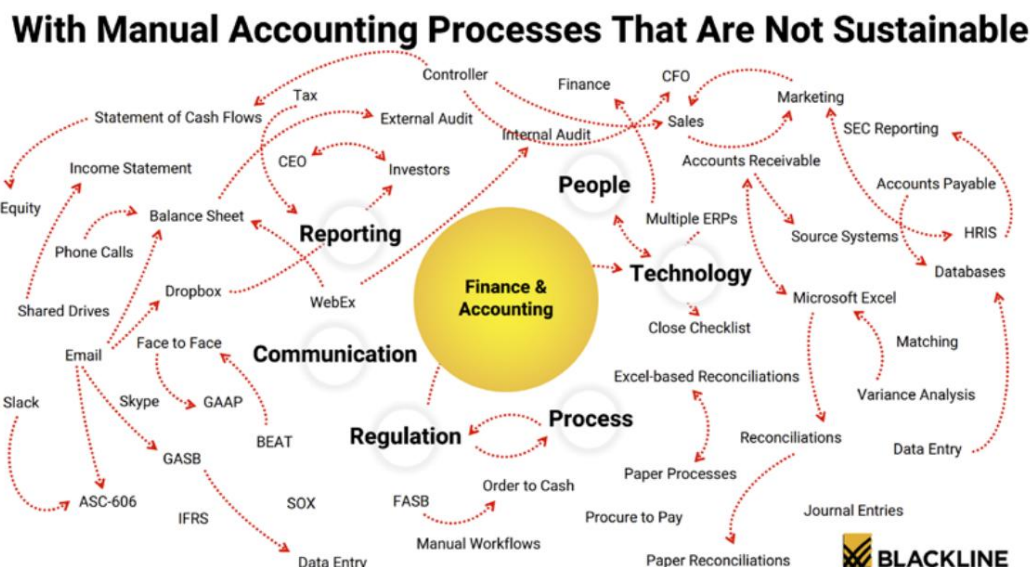
Enfoque de la empresa: Blackline (BL) y Costco (COST)

Línea negro

Blackline es una empresa de software enfocada en brindar tecnología moderna y automatización a los departamentos de contabilidad y finanzas de empresas grandes y medianas. Su software automatiza y brinda visibilidad a las funciones contables críticas, incluida la gestión de cierre financiero, la conciliación de cuentas, la contabilidad entre empresas, el cumplimiento y las cuentas por cobrar.

El software se vende a los departamentos de finanzas y contabilidad de las empresas, donde los empleados son los usuarios del software. Al 30 de septiembre de 2021, Blackline tenía 3700 empresas como clientes y más de 315 000 usuarios de su software. Como resultado, se espera que genere más de \$400 millones en ingresos en 2021, casi el doble de lo que generó hace solo tres años y más de cinco veces lo que generó en 2016.

Blackline ha crecido tan rápido porque resuelve un problema crítico en las empresas que se relaciona con la multitud de sistemas en todos los departamentos y subsidiarias (algunos de los cuales son negocios adquiridos con sus propios sistemas heredados) que deben integrarse para acceder a la datos de transacciones incrustados y conciliados para obtener una vista completa de los resultados financieros a nivel corporativo.



Como resultado, hay una gran cantidad de trabajo manual que involucra a los contadores que envían hojas de cálculo de datos críticos de un lado a otro mientras trabajan en el proceso de cierre financiero, un término elegante para garantizar que las transacciones entre sistemas se reconcilien y finalicen los registros contables en un registro inmutable. El resultado de esto son los estados financieros que luego son revisados por auditores externos antes de compartirlos con los accionistas, reguladores y socios como el registro definitivo de actividad de una empresa durante un período determinado.

El software de Blackline se basa en la "nube" a diferencia de las computadoras en las instalaciones de los clientes, también conocido como Software como Servicio o "SaaS", lo que permite varias ventajas para los clientes. Una es que los clientes no tienen que gastar tanto en recursos de mano de obra para administrar el software ni el hardware en el que se ejecuta, lo que reduce la carga general de TI y crea una economía de escala compartida que da como resultado costos generales más bajos. La segunda es que las actualizaciones y las nuevas funciones añadidas al software están disponibles simultáneamente para todos los clientes y con mayor frecuencia, lo que incorpora sugerencias de mejora de los clientes, nuevas integraciones con más sistemas a medida que se expande la base de clientes y detección de errores.

Por último, permite una colaboración más fácil, segura y auditable, tanto entre empleados de varios departamentos dentro de la empresa como con colaboradores externos como auditores y socios. Esto también brinda una visibilidad y control mucho mejores sobre los flujos de trabajo y los datos del equipo colaborativo a medida que se acercan a la fecha límite de cierre del período.

Dado que los departamentos de contabilidad se consideran "back office", a pesar de su naturaleza crítica para informar a la gerencia y a las partes interesadas sobre el estado de la empresa, la inversión en tecnología se ha quedado atrás en otras áreas de producción y front office de mayor prioridad en muchas industrias. Sin embargo, la acumulación de tecnologías de automatización que mejoran la eficiencia acelerada por la urgencia impulsada por COVID hacia una solución de facto

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

La solución de trabajo desde cualquier lugar realmente ha ayudado a impulsar una mayor demanda de soluciones de "Transformación digital" como la de Blackline.

Dada la posición de liderazgo de Blackline en este nicho y su fuerte enfoque cultural en el éxito del cliente, creemos que Blackline tiene un largo camino de crecimiento por delante. Los analistas de la industria y Blackline estiman que el mercado para su solución de software específica está compuesto por 165,000 empresas en todo el mundo con un mercado total direccionable de \$28,000 millones. Si bien siempre somos escépticos con respecto a las grandes estimaciones del mercado, estamos seguros de que hay más de cien mil empresas (clientes) con millones de empleados (usuarios) de contabilidad/finanzas para quienes una solución más eficiente y confiable para automatizar y administrar sus tareas repetitivas, pero importante, la carga de trabajo crea un mercado muy grande contra el cual Blackline puede ejecutar.

Como uno podría imaginar, cuando una solución de software se integra en una función colaborativa crítica dentro de una empresa y un ecosistema de socios, es difícil dejar de lado al proveedor. Eso, por supuesto, comprende el foso competitivo de Blackline dentro de su base de clientes. Además, a medida que demuestra su valor para los clientes y permite que sus usuarios tengan éxito, abre la puerta a nuevas oportunidades adyacentes dentro de esa base de usuarios. Esta oportunidad adyacente es lo que impulsó su expansión a la gestión de cuentas por cobrar con la adquisición el año pasado de Rimilia desde su presencia inicial en la automatización de cierre financiero. Prueba de ese foso y éxito ha sido su tasa de retención de clientes promedio del 97% durante los últimos 5 años y una tasa de retención de ingresos del 109%, es decir, el 97% de los clientes que renuevan sus contratos con Blackline cada año compran un 12% más de servicios. cuando lo hacen El aumento resulta de una combinación de más usuarios, más productos, más subsidiarias, más geografías y aumentos de precios.

Si bien tenemos buena evidencia del valor que el software de Blackline brinda a los clientes y usuarios, todavía es una empresa relativamente pequeña con una huella pequeña pero de rápido crecimiento que se ve eclipsada por jugadores mucho más grandes en el espacio del software de gestión de recursos empresariales (ERP). que juegan en partes adyacentes del mercado en el que se integra Blackline. Es por eso que clasificamos a Blackline como una empresa Emerging Moat hasta que alcanza una escala en la que las amenazas se vuelven menos existenciales. Blackline tiene a su favor el sólido historial de éxito de clientes de Blackline y, como solución independiente, el software de Blackline funciona mucho mejor entre los sistemas dispares, a menudo competitivos, donde la solución debe poder integrarse en sistemas dispares (a menudo con su cooperación) para sea efectivo. Sin embargo, es más probable que los jugadores de ERP como Oracle se utilicen en entornos estandarizados de un solo proveedor donde el proveedor de ERP podría optar por "incorporar" su propio sistema de cierre financiero como alternativa a Blackline.

Habiendo dicho eso, el mayor proveedor de ERP, SAP (Oracle ocupa el segundo lugar), ha optado por asociarse con la solución de Blackline en lugar de desarrollar la suya propia, llegando incluso a pagar las comisiones de sus propios vendedores sobre las ventas de Blackline que generan en su lucrativa base de clientes de 425,000 clientes, incluidos 10,000 que generan más de mil millones de dólares en ingresos. La asociación de SAP por sí sola genera alrededor de una cuarta parte de las nuevas ventas de Blackline, mientras que otros socios entre las principales firmas de consultoría, como Deloitte, EY, KPMG y Cap Gemini, desempeñan un papel influyente en la mayoría de los grandes acuerdos, lo que aporta apalancamiento a los propios esfuerzos de ventas de Blackline.

Es importante destacar que el nuevo CEO y ex COO de Blackline, Mark Huffman, quien fue elegido como su sucesor por la fundadora Therese Tucker, lideró las ventas en NetSuite, donde ayudó a aumentar las ventas de \$3 millones a \$1 mil millones antes de su adquisición por parte de Oracle. Creemos que la combinación del liderazgo de Huffman, la cultura de Blackline



CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT

Cuarto Trimestre 2021

de centrarse en crear valor y éxito para los clientes, y la profundización de las relaciones con sus socios ayudarán a Blackline a continuar escalando su negocio a nivel mundial y mejorar aún más sus ventajas competitivas en los próximos años.

Costco

Hay un puñado de eventos que impulsan cambios importantes en las rutinas de compra de las personas. Dos de ellos se mudan y tienen hijos. Naturalmente, cuando compra una casa nueva o tiene hijos, los minoristas lo bombardean con correos electrónicos y anuncios publicitarios que contienen valiosos cupones y ofertas porque quieren convertirse en parte de su nueva rutina de compras.

Resulta que una pandemia global es otro de esos eventos que alteran la rutina. A principios de 2020, a medida que las órdenes de quedarse en casa y cuarentena se implementaron en todo el país, los compradores acudieron en masa a Costco para cargar artículos esenciales como productos de papel y alimentos y artículos no esenciales como televisores y bebidas alcohólicas (o tal vez estos son "esenciales" durante ¿una pandemia?).

Durante este período anormal, Costco probó y reforzó su propuesta de valor de membresía. Si desea que su despensa esté bien surtida y limite sus viajes de compras, al mismo tiempo que obtiene un gran valor por su dinero, Costco demostró que es el lugar para ir.

La lealtad de los miembros, que ya era fuerte antes de la pandemia, continuó aumentando mucho después de que se levantaron las cuarentenas y las órdenes de quedarse en casa. Una encuesta reciente realizada por Evercore ISI mostró que, entre 2020 y 2021, Costco ganó lealtad en todos los grupos demográficos evaluados por edad e ingresos, excepto por ingresos inferiores a \$45,000. En particular, sus mayores ganancias de lealtad provinieron de los grupos de edad de 18 a 34 y de 35 a 54 años e ingresos entre \$ 45,000 y \$ 74,999.

La belleza del modelo comercial de Costco es su simplicidad. Los clientes pagan una tarifa anual para convertirse en miembro Gold Star (actualmente \$ 60 en los EE. UU.) o Executive (\$ 120). La membresía ejecutiva tiene algunos beneficios adicionales, en particular, una recompensa del 2% en las compras. Para comprar en un almacén de Costco, debe comprar una de las dos membresías, ya sea un hogar o un comprador comercial.

Costco, a su vez, trabaja para el miembro al obtener su mejor precio en artículos de calidad y luego marcarlos a una tarifa plana. Para la mayoría de las mercancías, Costco aumenta sus productos en un 11% sobre el costo; para su marca privada Kirkland, el margen de ganancia es de entre 14% y 15%.

Por lo general, hay 4000 artículos ("SKU") en un almacén de Costco en un momento dado, en comparación con 50 000 o incluso 100 000 artículos en otros minoristas importantes como Target y Walmart. Hay algunos beneficios de tener menos SKU. Una es que solo hay un puñado de productos que puede encontrar de manera confiable en cada visita. Esto crea una mentalidad de "búsqueda del tesoro" para los compradores de Costco que los alienta a cargar cuando sus artículos favoritos están en stock. Parte de la brillantez de Costco es su capacidad para convencerlo de que mantenga su inventario en su casa.

Un beneficio secundario es que, a medida que Costco aumenta su base de miembros, genera más ingresos frente a una menor cantidad de SKU, lo que le otorga más poder de negociación sobre los proveedores. Esto le permite a Costco obtener incluso



CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT

Cuarto Trimestre 2021

mejores precios para sus miembros, que les pasa en su totalidad, lo que demuestra aún más la propuesta de valor de ser miembro de Costco.

Es importante destacar que Costco podría presionar demasiado su ventaja de poder de negociación e [hipotecar su foso](#), pero es conocido por ser un buen socio para los proveedores. El modelo de negocios de Costco incentiva este comportamiento. Debido a que obtiene la mayor parte de sus ganancias de las cuotas de membresía en lugar de las ventas de mercancías, Costco no tiene que presionar continuamente a los proveedores para obtener uno o dos centavos adicionales.

Costco podría, por supuesto, decidir no transferir los ahorros de los proveedores a sus miembros o exprimir a sus proveedores para obtener ganancias adicionales y publicar una cifra de ganancias por acción mucho más alta, pero esta ganancia a corto plazo resultaría en un dolor a largo plazo, ya que rompería el ciclo virtuoso que se construye entre sus [grupos de interés](#) durante los últimos 40 años.

El ciclo virtuoso de las partes interesadas de Costco comienza con sus empleados. Durante mucho tiempo, la compañía pagó a sus empleados de almacén muy por encima del promedio minorista y también ofreció seguro médico y beneficios. De hecho, a principios de la década de 2000, algunos inversionistas y analistas lamentaron el hecho de que Costco fuera tan generoso con los empleados y exigieron que la gerencia redujera para aumentar las ganancias. Costco se mantuvo firme y mostró a los escépticos que su modelo no solo era lo correcto, sino que generaba mucho mejores retornos para los accionistas que los producidos por otros minoristas.

El éxito de la empresa no ha pasado desapercibido y los competidores han intentado numerosas formas de atacar su foso, pero Costco ha superado los desafíos. Más allá de otros modelos de almacén como Sam's Club de Walmart y BJ's Wholesale, los inversionistas en varios momentos de la última década se han puesto nerviosos por la competencia digital.

El día que Amazon anunció la adquisición de Whole Foods en junio de 2017, por ejemplo, el volumen de transacciones de Costco aumentó más de 13 veces en comparación con el día anterior al anuncio. Y durante la semana siguiente, las acciones de Costco cayeron más del 15%. Es fácil ver por qué los inversionistas podrían haberse asustado con la adquisición. La membresía Prime de Amazon es muchas veces más grande que la de Costco y si los miembros Prime ahora pueden pedir comestibles de Whole Foods, ¿por qué los miembros Prime deberían mantener su membresía de Costco?

Otro competidor digital, Boxed.com, fue fundado en 2013 y ofrece ofertas a granel como Costco con la comodidad adicional de pedidos y entregas móviles. Además, no se requiere cuota de membresía para comprar en Boxed.

Sin embargo, la clave para comprender la ventaja de Costco frente a la competencia digital es que Costco no vende comodidad y sus miembros, en general, no buscan comodidad. Lo que Costco vende en cambio es permiso para que las personas frugales gasten dinero y no se sientan mal por ello. Es posible que ponga demasiado en su carrito en Costco y se sorprenda por la factura en el registro, pero no siente que lo estafaron. De hecho, los miembros de Costco a menudo agregan: "Lo compré en Costco", cuando le cuentan a un amigo sobre una gran compra que acaban de hacer como una especie de justificación para su derroche.

Sin embargo, el comercio electrónico es una gran oportunidad para Costco. En marzo de 2020, Costco realizó la adquisición más grande de su historia, al comprar la empresa de logística Innovent Solutions por mil millones de dólares a la empresa matriz de Sears y Kmart. Innovent contaba con almacenes de distribución y servicios de entrega e instalación de última milla que Costco



CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT

Cuarto Trimestre 2021

ha aprovechado para mejorar sus ofertas de entrega a los miembros. El comercio electrónico es una mejor manera para que Costco venda artículos grandes y voluminosos como refrigeradores y lavadoras y secadoras, que normalmente no se mueven rápidamente en el piso del almacén y ocupan mucho espacio.

Dos beneficios adicionales de expandir sus operaciones de comercio electrónico es que Costco puede conectarse mejor con los miembros que pueden no vivir cerca de un almacén. Si vive a 50 millas del Costco más cercano, puede comprar allí una vez al mes y no encontrar una membresía ejecutiva necesaria. Sin embargo, si puede hacer un mayor uso de su membresía con una oferta de comercio electrónico más sólida, será más probable que renueve y considere una actualización de membresía ejecutiva.

Las actualizaciones de membresía ejecutiva han sido un viento de cola para las operaciones de EE. UU./Canadá durante la última década. En 2009, las membresías ejecutivas representaron el 29% de todas las membresías; en el año fiscal 2021 fue del 42%. El año pasado, el 55 % de los miembros de EE. UU./Canadá tenían membresías ejecutivas en comparación con solo el 17 % de los miembros internacionales. Costco ha agregado ofertas de membresía ejecutiva en Japón y Taiwán en los últimos años y esperamos que la combinación de membresía ejecutiva mejore en el extranjero en los próximos años.

El crecimiento de la membresía ejecutiva es importante para nuestra tesis de Costco. Primero y más obvio, aumenta los ingresos por cuotas de membresía, que es pura ganancia. La segunda razón es que fomenta más gastos en Costco. Si un miembro gasta al menos \$3,000 al año (\$250 por mes) en Costco, tiene sentido que tenga una membresía ejecutiva dada la recompensa en efectivo del 2%. Durante los últimos doce meses, la membresía Ejecutiva promedio gastó \$5,539 en mercadería versus \$1,659 para los miembros de la Tarjeta Dorada. El primero ha hecho de Costco una parte de su rutina de compras regular, mientras que el segundo lo usa más para compras únicas. Cuanto más pueda convencer Costco a los miembros de Gold Card para que usen su membresía de Costco de manera rutinaria, más probable será que actualicen a Executive.

La presencia internacional de Costco aún es relativamente incipiente, y la compañía tiene como objetivo agregar más almacenes fuera de EE. UU./Canadá en el año fiscal 2022. Como fue el caso en EE. UU./Canadá, cada almacén incremental en un país aumenta su base de miembros y su poder de negociación con los proveedores, fomentando el ciclo virtuoso en nuevos mercados. Somos optimistas de que Costco pueda deleitar aún más a sus clientes internacionales, lo que generará más membresías ejecutivas y más gastos en sus tiendas.

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

Divulgaciones

2021 Q4 Contributors and Detractors to Absolute Return Data

Description	Symbol	Average Weight	Contribution	Description	Symbol	Average Weight	Contribution
Home Depot, Inc.	HD	8.09%	2.04%	Broadridge Financial Solutions, Inc.	BR	2.83%	0.28%
Ferrari NV	RACE	3.87%	0.99%	Intuitive Surgical, Inc.	ISRG	2.73%	0.24%
NVR, Inc.	NVR	3.40%	0.76%	Heico Corp. Class-A	HEI/A	2.46%	0.21%
Fastenal Co.	FAST	2.80%	0.63%	Starbucks Corp.	SBUX	1.96%	0.12%
Charles Schwab Corp.	SCHW	3.96%	0.59%	ServiceNow, Inc.	NOW	2.00%	0.09%
First American Financial Corp.	FAF	3.54%	0.57%	Booking Holdings, Inc.	BKNG	5.06%	0.07%
Alphabet, Inc. Class-A	GOOGL	6.64%	0.56%	Nintendo Co LTD	NTDOY	4.13%	0.03%
Costco Wholesale Corp.	COST	2.19%	0.54%	Peloton Interactive, Inc. Class-A	PTON	0.91%	-0.09%
Masimo Corp.	MASI	5.77%	0.49%	Netflix, Inc.	NFLX	8.60%	-0.10%
First Republic Bank	FRC	6.20%	0.44%	Chipotle Mexican Grill, Inc.	CMG	3.66%	-0.15%
Landstar Systems, Inc.	LSTR	2.72%	0.36%	Blackline, Inc.	BL	1.86%	-0.24%
Paychex, Inc.	PAYX	1.82%	0.35%	Illumina, Inc.	ILMN	5.79%	-0.50%
Mastercard Inc. Class-A	MA	7.38%	0.32%				

EL RENDIMIENTO PASADO NO ES INDICATIVO DE RESULTADOS FUTUROS. No debe suponerse que las recomendaciones realizadas en el futuro serán rentables o igualarán el rendimiento de los valores enumerados anteriormente. La información de rendimiento que se muestra arriba se calculó utilizando una cuenta de cliente representativa administrada por la empresa en nuestra estrategia de capital principal y representa los valores mantenidos para el trimestre finalizado el 31/12/2021. La información sobre la metodología utilizada para calcular la información de rendimiento está disponible previa solicitud. El rendimiento que se muestra en este gráfico no será igual al rendimiento compuesto de Ensemble debido, entre otras cosas, a la deducción de honorarios y gastos del rendimiento compuesto y al momento de las transacciones en las cuentas de los clientes de Ensemble.

DIVULGACIONES IMPORTANTES ADICIONALES

Ensemble Capital es un asesor de inversiones registrado en la SEC; sin embargo, esto no implica ningún nivel de habilidad o capacitación y no se debe hacer ninguna inferencia al respecto. Las opiniones expresadas en este documento son válidas a la fecha de publicación y se proporcionan únicamente con fines informativos. El contenido no se actualizará después de la publicación y no debe considerarse actual después de la fecha de publicación. Proporcionamos contenido histórico solo con fines de transparencia. Todas las opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso y, debido a cambios en el mercado o las condiciones económicas, es posible que no se cumplan necesariamente. Nada de lo contenido en este documento debe interpretarse como una declaración completa de los asuntos discutidos, considerado asesoramiento de inversión, financiero, legal o fiscal, o una recomendación para comprar o vender valores, y ninguna decisión de inversión debe tomarse basándose únicamente en la información proporcionada en este documento. Ensemble Capital no se convierte en fiduciario de ningún lector u otra persona o entidad por el uso o acceso de la persona al material. El lector asume la responsabilidad de evaluar los méritos y riesgos asociados con el uso de cualquier información u otro contenido y de cualquier decisión basada en dicho contenido.

Todas las inversiones en valores conllevan riesgos, incluido el riesgo de perder toda la inversión. Invertir en acciones, bonos, fondos cotizados en bolsa, fondos mutuos y fondos del mercado monetario implica un riesgo de pérdida. Los diferentes tipos de inversiones implican diversos grados de riesgo, y no puede haber garantía de que una inversión específica sea rentable o adecuada para la situación financiera o la tolerancia al riesgo de un inversionista en particular. Algunos valores dependen del apalancamiento que acentúa las ganancias

CARTA TRIMESTRAL DE ENSEMBLE CAPITAL MANAGEMENT



Cuarto Trimestre 2021

& pérdidas. La inversión extranjera implica una mayor volatilidad y riesgos políticos, económicos y cambiarios y diferencias en los métodos contables. Las inversiones futuras se realizarán en condiciones económicas y de mercado diferentes a las que prevalecieron en períodos pasados. El desempeño pasado de un valor individual no es garantía de resultados futuros. El desempeño pasado de las cuentas de inversión de los clientes de Ensemble Capital no es garantía de resultados futuros. Además, no hay garantía de que se cumplan los objetivos de inversión de la estrategia de capital central de Ensemble Capital. La asignación de activos y la diversificación de la cartera no pueden asegurar ni garantizar un mejor rendimiento y no pueden eliminar el riesgo de pérdidas de inversión.

Como resultado de las circunstancias específicas del cliente, los clientes individuales pueden ocupar posiciones que no forman parte de la estrategia de capital principal de Ensemble Capital. Ensemble es un asesor totalmente discrecional y puede salir de una posición de cartera en cualquier momento sin previo aviso, a su propia discreción. Los empleados de Ensemble Capital y personas relacionadas pueden ocupar posiciones u otros intereses en los valores mencionados en este documento. Los empleados y personas relacionadas negocian por cuenta propia sobre la base de sus objetivos de inversión personales y circunstancias financieras.

Parte de la información proporcionada en este documento se ha obtenido de fuentes de terceros que creemos que son confiables, pero no están garantizadas. Este contenido puede contener declaraciones a futuro que utilizan terminología como "puede", "hará", "espera", "pretende", "anticipa", "estima", "cree", "continúa", "potencial" u otros similares. condiciones. Aunque hacemos tales declaraciones basándonos en suposiciones que creemos que son razonables, no podemos garantizar que los resultados reales no difieran materialmente de los expresados en las declaraciones prospectivas. Tales declaraciones implican riesgos, incertidumbres y suposiciones y no deben interpretarse como ningún tipo de garantía. Se advierte a los lectores que no confíen indebidamente en las declaraciones prospectivas.

Euclidiana: la próxima década

Euclidean Fund I y Euclidean Fund for Cancer Research finalizaron 2021 con rendimientos anuales completos [1] del 21 % y el 25 %, respectivamente. En comparación [2], el S&P 500 subió un 29 %; el compuesto NASDAQ, 22%; y el Russell 2000, 15%. Claramente, 2021 fue otro buen año para la renta variable estadounidense.

Las valoraciones son muy altas en muchas partes del mercado de valores. A pesar de este hecho (y en parte debido a ello), creo que Euclidean tiene el potencial para funcionar muy bien en los próximos años. Esto es por tres razones. Primero, hay una gran cantidad de exuberancia irracional en los precios de los activos en este momento, y la última vez que ocurrió un evento de este tipo (a fines de la década de 1990), las estrategias de valor superaron dramáticamente al mercado durante la década siguiente. En segundo lugar, cada vez es más claro que el entorno inflacionario en el que nos encontramos puede no ser tan transitorio como se pensó originalmente, y las estrategias de valor han tendido a funcionar bien en períodos prolongados de alta inflación. En tercer lugar, creo que nuestro uso del aprendizaje automático nos ha permitido abordar y remediar algunos de los aspectos menos deseables de las estrategias de valor cuantitativas tradicionales, como confiar en fundamentos retrospectivos y el riesgo de invertir en trampas de valor. En lo que sigue, discutiré estas razones en detalle.

Exuberancia irracional

No es difícil argumentar que en 2021 entramos en una de las [burbujas de activos más extremas en la historia de la posguerra](#), probablemente sólo igualada por la burbuja de las puntocom de finales de los 90. La evidencia cuantitativa de esto es fácil de demostrar, con índices de valoración cercanos a los máximos históricos [3] y la apreciación de los precios acelerándose a un ritmo cada vez mayor. Sin embargo, es la naturaleza *cuantitativa* de este período, en el que la justificación de los precios por parte de los inversores se desvinculó de los fundamentos comerciales, lo que subraya la comparación con la era de las puntocom. Los ejemplos incluyen [Rivian Automotive \(ticker RIVN\) que cotiza en bolsa con una capitalización de mercado de \\$ 68 mil millones pero sin ningún ingreso](#); el uso creativo de empresas de adquisición con fines especiales (SPAC, por sus siglas en inglés) para [hacer públicas las nuevas empresas eludiendo algunas de las regulaciones requeridas para una oferta pública inicial tradicional](#); e inversores que [compran bienes raíces virtuales, yates y arte por valor de millones de dólares](#).

Dado que las burbujas finalmente estallan, muchos inversores me preguntan cómo se desempeñaron las "estrategias de valor" en el período posterior al final de la era de las puntocom. La respuesta: después de alcanzar su apogeo a principios de 2000, el mercado, medido por el índice S&P 500 TR, tuvo un *rendimiento negativo* durante la década siguiente. Por el contrario, muchas estrategias de valor habrían tenido *rendimientos anualizados* de dos dígitos durante la misma década. Una muestra de estos resultados se puede encontrar en la siguiente tabla:

Los resultados históricos no son indicativos del rendimiento futuro. Los rendimientos de las carteras Fama/French Value y Euclidean Simulated no representan el rendimiento de los fondos de inversión reales. En cambio, los rendimientos se calcularon agregando los rendimientos de las acciones que se habrían seleccionado en la cartera modelo. Para obtener detalles sobre cómo se construyeron las carteras modelo y cómo se calcularon los rendimientos, consulte el apéndice.

A pesar del hecho de que hubo una burbuja precipitada en las acciones a fines de la década de 1990, claramente no es cierto que todas las formas de inversión en acciones rindieron mal en el período posterior al estallido de la burbuja. De hecho, como muestra la tabla anterior, los rendimientos de estas tres estrategias de valor habrían sido muy fuertes [9] en la década que siguió a la era de las puntocom.

Inflación

Los datos históricos muestran que las estrategias de inversión de valor tienden a funcionar bien durante períodos prolongados de inflación por encima del promedio. Esto lo puedes ver en la siguiente figura:

Los detalles de los datos utilizados para generar este gráfico se pueden encontrar [aquí](#). El código utilizado para descargar los datos y generar el gráfico se puede encontrar [aquí](#). Todas las devoluciones se basan en datos históricos. Los rendimientos históricos que se presentan en este documento tienen únicamente fines ilustrativos y no se basan en los rendimientos reales de un fondo. Los rendimientos históricos no son indicativos del rendimiento futuro.

En la figura, el eje x es la tasa anual de inflación. El eje y es el "Factor de valor anual compuesto", o el rendimiento anual compuesto de una cartera de acciones de valor *menos* el rendimiento anual compuesto de una cartera de acciones de crecimiento. El factor de valor anual compuesto es alto cuando el valor supera al crecimiento y bajo cuando el crecimiento supera al valor. Cada punto graficado representa el nivel de inflación y el desempeño del valor para cada una de las nueve décadas entre 1930 y 2010. Como muestra la figura, la inversión en valor *generalmente* se ha desempeñado bien durante los períodos de alta inflación y, en *general*, no se ha desempeñado tan bien durante los períodos de baja inflación.

Entonces, ¿por qué es esto relevante ahora? Las noticias recientes han estado llenas de informes de [aumento de la inflación](#). Muchos economistas e inversionistas especularon originalmente que [esta inflación es transitoria](#) y se normalizará a medida que salgamos de la pandemia, que las cadenas de suministro globales se desbloquearán, reequilibrando la oferta y la demanda. Pero a medida que pasa el tiempo, el panorama de la [inflación parece empeorar](#), no mejor. Por supuesto, es posible que el proceso de desobstrucción esté tardando más de lo esperado, pero también es posible que, con la escasez de trabajadores y el aumento de los salarios, la inflación permanezca con nosotros durante algún tiempo. Si ese es el caso, probablemente tendrá un impacto positivo en el rendimiento superior de las estrategias de valor sobre las estrategias de crecimiento en los próximos años.

Cómo Euclidean mejora la inversión sistemática en valor con Aprendizaje automático

Aunque el valor, como estilo de inversión, ha superado los promedios del mercado durante largos períodos[10], tiene algunas deficiencias. Euclidean ha pasado gran parte de los últimos cinco años utilizando [avances en aprendizaje automático](#) para superar dos de esas deficiencias.

Fundamentos retrospectivos vs. prospectivos

Una deficiencia de la inversión de valor cuantitativa tradicional es la dependencia inherente de evaluar empresas en función de información retrospectiva. Al evaluar empresas como inversiones potenciales, podemos observar sus fundamentos pasados como una guía para estimar su valor intrínseco. El pasado nos ayuda a entender qué tipo de empresa estamos evaluando: ¿tienen márgenes altos, están creciendo, hacen un uso efectivo del capital y

gestionar bien el apalancamiento? Estas observaciones, sin embargo, son solo un indicador de lo que importa en última instancia, que es simplemente si las ganancias futuras de una empresa evolucionan más o menos favorablemente de lo que espera el mercado. Y, sin embargo, en un modelo de valor cuantitativo típico, las inversiones se evalúan en función de cómo se *han desempeñado*, no de cómo se *desempeñarán*.

Los avances en la previsión basada en el aprendizaje automático nos han brindado la oportunidad de cambiar esto. Es decir, en lugar de depender de factores retrospectivos para clasificar las acciones, nos propusimos pronosticar los resultados financieros futuros de una empresa explícitamente a través de redes neuronales profundas y usamos esos pronósticos para identificar acciones con precios incorrectos atractivos. Esta investigación comenzó en 2017 y continúa hasta el día de hoy. Hemos publicado dos artículos de investigación revisados por pares sobre el tema (puede encontrarlos [aquí](#) y [aquí](#)), y [hemos](#) escrito extensamente sobre esta investigación en nuestro sitio web, que se puede encontrar aquí:

- [Lo que importa es lo que está por venir](#)
- [Previsión de la incertidumbre](#)
- [Cuantificación del Margen de Seguridad](#)
- [Fundamentos de pronóstico e incertidumbre: Parte 1 y parte 2](#)

TRAMPAS DE VALOR

Otra deficiencia del valor cuantitativo tradicional es que muchas acciones que encuentran su camino en una cartera de valor realmente merecen su escasa valoración. Esto ocurre cuando los fundamentos *actuales* de una acción son un mal predictor de sus fundamentos *futuros*. Por ejemplo, si una empresa gana \$ 100 millones hoy y tiene una valoración de mercado de \$ 1 mil millones, podría parecer económica en su múltiplo de 10X. Sin embargo, si las ganancias futuras resultan ser de 50 millones de dólares, entonces el múltiplo de 20X con una valoración de 1000 millones de dólares parece caro. En retrospectiva, la empresa no es barata, una situación que a menudo se denomina "trampa de valor".

Para mitigar esta deficiencia, [empleamos el aprendizaje automático para entrenar una red neuronal profunda para identificar trampas de valor](#). Es decir, dentro del universo de acciones aparentemente baratas (es decir, acciones con índices de valoración bajos), algunas acciones serán trampas de valor y otras serán legítimamente baratas. Presumimos que podríamos predecir si una acción es una trampa de valor (o no) a partir de sus datos fundamentales históricos y de mercado. Por ejemplo, una empresa que tiene un precio económico en las ganancias actuales pero que está muy apalancada y cuyos ingresos están disminuyendo rápidamente podría tener una mayor probabilidad de ser una trampa de valor que una empresa económica que está en mejor situación financiera. [Entrenamos con éxito una red neuronal profunda para hacer exactamente eso \(predecir trampas de valor a partir de datos históricos\), y ahora lo usamos para eliminar acciones de nuestra cartera que probablemente sean trampas de valor](#). Creemos que esta capa adicional de calidad sobre nuestro proceso de inversión beneficiará nuestros resultados a largo plazo.

2022 y más allá

En Euclidean, no intentamos pronosticar la dirección de los mercados u otros fenómenos macroeconómicos. Creemos que la incertidumbre inherente a tales fenómenos hace que esos intentos sean inútiles. Sin embargo, creemos que hay una confluencia de factores (estar en las últimas etapas de una burbuja bursátil histórica, aumento de la inflación y avances en el aprendizaje automático) que han posicionado bien a Euclidean para los próximos años.

Creemos que nuestro enfoque es ganador y esperamos seguir mostrándolo con un sólido desempeño en las próximas décadas. Comuníquese en cualquier momento con preguntas o comentarios sobre esta carta o la filosofía de inversión de Euclidean.

Atentamente,

Juan.

...

Los resultados históricos representados aquí son solo para fines ilustrativos y no se basan en resultados reales de rendimiento. La cartera hipotética y los rendimientos asociados no reflejan los efectos de los costos de transacción, los diferenciales de oferta/demanda, el deslizamiento o las tarifas de gestión. Los resultados históricos no son indicativos del rendimiento futuro.

Las opiniones expresadas aquí son las de Euclidean Technologies Management. Las opiniones a las que se hace referencia son a la fecha de publicación y están sujetas a cambios debido a cambios en el mercado o las condiciones económicas y no necesariamente se cumplen. Las declaraciones prospectivas no se pueden garantizar.

Euclidean Technologies Management es un asesor de inversiones registrado en los EE. UU. Comisión Nacional del Mercado de Valores. El registro no implica un cierto nivel de habilidad o entrenamiento. Puede encontrar más información sobre los servicios y tarifas de asesoramiento de inversiones de Euclidean en su Formulario ADV Parte 2, que está disponible a pedido.

Apéndice: Supuestos de la cartera modelo y Metodología

Cartera de valor de Fama/Francés

[Archivos del sitio web de Kenneth French](#) mantener muchas series temporales de rendimientos relacionados con la inversión fundamental. Una de esas series de tiempo mensuales representa los rendimientos de 10 carteras formadas al clasificar el universo por la relación entre el valor contable y el valor de mercado de cada acción y dividir las equitativamente en deciles. En nuestro análisis, utilizamos la cartera de igual ponderación con el valor contable de capital a mercado más alto (la cartera de valor del decil superior) como la "Cartera de valor de Fama/French". El expediente específico para estas devoluciones se encuentra [aquí](#). Los resultados históricos representados por esta serie temporal son solo para fines ilustrativos y no se basan en resultados de rendimiento reales. La cartera hipotética y los rendimientos asociados no reflejan los efectos de los costos de transacción, los diferenciales de oferta/demanda, el deslizamiento o las tarifas de gestión. Los resultados históricos no son indicativos del rendimiento futuro.

Cartera simulada euclidiana

Todos los datos utilizados en las simulaciones se derivaron de la base de datos COMPUSTAT de S&P. En estas simulaciones, las empresas de NYSE, AMEX y NASDAQ se clasificaron de acuerdo con el pronóstico de EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos) de 12 meses del modelo euclidiano dividido por el valor empresarial actual de una empresa y ajustado adicionalmente por la incertidumbre en el pronóstico.

Las empresas que tenían una alta probabilidad de ser una "trampa de valor" según el modelo de trampa de valor de Euclidean fueron eliminadas del ranking. Empresas fuera de EE. UU., empresas

en el sector financiero, y las empresas con una capitalización de mercado que, cuando se ajusta por el precio del índice S&P 500 a enero de 2010, es inferior a \$ 100M fueron excluidas del ranking.

Los resultados de la simulación reflejan los activos bajo administración (AUM) al comienzo de cada mes, que, ajustados por el precio del índice S&P 500 a enero de 2010, equivalen a \$100 millones. Construimos carteras clasificando todas las acciones de acuerdo con el modelo descrito anteriormente, invirtiendo cantidades iguales de capital en las 50 acciones mejor clasificadas y reequilibrando de esta manera anualmente.

Limitamos la cantidad de acciones de un valor compradas o vendidas en un mes a no más del 10 % del volumen mensual de un valor. Los precios simulados para la compra y venta de acciones se basan en el precio de cierre diario ponderado por volumen del valor durante los primeros 10 días de negociación de cada mes. Si una acción pagó un dividendo durante el período en que se mantuvo, y el dividendo se acreditó al fondo simulado en proporción a las acciones en poder. Los costos de transacción se tienen en cuenta como \$0.01 por acción, más un factor de deslizamiento adicional que aumenta como un cuadrado del volumen de participación de la simulación en un valor. Específicamente, si se participa como máximo el 10% del volumen mensual, la simulación compra a un 1% más que el precio promedio de mercado y vende a un 1% menos que el precio promedio de mercado. Esta forma de deslizamiento es común en las simulaciones de cartera como una forma de modelar el hecho de que, a medida que aumenta el volumen de participación de un inversor en una acción, tiene un impacto negativo en el precio de la acción para el inversor.

Los resultados históricos simulados que se presentan en este documento son solo para fines ilustrativos y no se basan en resultados de rendimiento reales. Los resultados históricos simulados no son indicativos del rendimiento futuro.

notas al pie

[1] Los rendimientos se informan netos de los gastos y comisiones de gestión.

[2] Todos los rendimientos del índice son "rendimientos totales", lo que significa cambios de precios más la reinversión de dividendos. Los datos de rendimiento total del índice son proporcionados por [YCharts](#).

[3] Consulte los datos de relación precio-beneficio de Robert Shiller catalogados en su sitio web [aquí](#).

[4] La fecha de creación del ETF IWV fue agosto de 2000. Por lo tanto, los rendimientos informados para IWV son desde agosto de 2000 hasta diciembre de 2009 en lugar de enero de 2000 hasta diciembre de 2009, como es el caso del S&P 500, el Fama/French Value Portfolio y la cartera simulada euclidiana.

[5] El rendimiento total del S&P 500, que es la apreciación del precio del S&P 500 con los dividendos reinvertidos.

[6] IWV es un fondo cotizado en bolsa administrado por BlackRock que rastrea el índice Russell 2000 Value.

[7] Ver [el apéndice](#) para obtener una descripción detallada de cómo se construyeron las carteras Fama/French Value y Euclidean Simulated.

[8] Ver [el apéndice](#) para obtener una descripción detallada de cómo se construyeron las carteras Fama/French Value y Euclidean Simulated.

[9] Los rendimientos de las carteras Fama/French Value y Euclidean Simulated no representan el rendimiento de los fondos de inversión reales. En cambio, los rendimientos se calcularon agregando los rendimientos de las acciones que se habrían seleccionado en la cartera modelo. Para obtener detalles sobre cómo se construyeron las carteras modelo y cómo se calcularon los rendimientos, [consulte el apéndice](#).

[10] El artículo de Eugene Fama y Kenneth French, [The Cross-Section of Expected Stock Returns](#), fue una de las primeras piezas que dio un amplio reconocimiento al fenómeno del valor. En su artículo, [What Has Worked in Investing](#), la firma de inversión Tweedy Brown ha recopilado muchos estudios que detallan el historial de rendimiento superior de la inversión en valor.

Muchos de los primeros trabajos académicos utilizan el valor contable como una medida del valor fundamental de una empresa, lo que se ha vuelto algo controvertido en los últimos años, ya que las empresas modernas dependen cada vez más de los activos intangibles (p. ej., la propiedad intelectual) como fuentes de valor. Por lo tanto, investigaciones más recientes han incluido varias formas de ganancias y flujo de efectivo como medida de valor. Una revisión de dicha investigación se puede encontrar [aquí](#). También hay varios libros que exploran el fenómeno del valor, incluido [The Little Book that Beats the Market de Joel Greenblatt](#), Valor cuantitativo de [Wesley Grey y Tobias Carlisle](#), y [El múltiplo del adquirente de Carlisle](#)



EWING MORRIS & CO. INVESTMENT PARTNERS LTD.

LLAMADA DE CONFERENCIA DEL CLIENTE

10 de febrero de 2022

Tabla de contenido

Palabras de apertura

Resultados recientes

Actualización del mercado

Perspectiva del mercado

Estrategia de cartera

Preguntas y respuestas

Palabras de cierre



Will Jones: Buenas tardes amigos, Will Jones aquí. Estaré moderando la llamada de actualización de hoy.

Darcy Morris: Gracias Will y gracias a todos por unirse a la llamada de hoy.

Como cada año, el 2021 estuvo lleno de sorpresas. Comenzó con un motín en la capital estadounidense y terminó con una nueva variante disruptiva de COVID-19.

A pesar de estos desafíos, nuestro firme enfoque en empresas de calidad combinado con un ojo cauteloso para las valoraciones ayudaron a generar resultados para nuestros clientes.



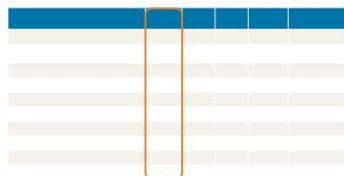
La agenda de la llamada de hoy incluirá una actualización de nuestras estrategias de renta variable, una revisión del posicionamiento de la cartera y un debate sobre nuestro enfoque de inversión en mercados turbulentos. Recibimos un puñado de preguntas antes de la llamada y las hemos abordado tanto en nuestro debate y en la sesión de preguntas y respuestas.

Trataremos de mantener los comentarios de hoy por debajo de los 30 minutos y haremos un seguimiento con cada uno de ustedes individualmente con la transcripción y para abordar cualquier pregunta de seguimiento que pueda tener.

Volveré con ustedes un poco más tarde para las preguntas y respuestas y ahora pasaré la palabra a Darcy.

En mayo del año pasado, notamos que las empresas en nuestras carteras de acciones estaban creciendo a más del doble de rápido que el S&P500 y, sin embargo, cotizaban a una valoración que era un 45 % más baja. Esto se tradujo en éxito de inversión. y, como mostraremos hoy, estas características siguen vigentes para garantizar resultados de inversión sostenibles a largo plazo en Ewing Morris.

El año pasado, ampliamos nuestras ofertas de inversión a bienes raíces y vehículos de propósito especial de coinversión. Nuestros vehículos de coinversión ahora representan aproximadamente \$60 millones de capital comprometido a largo plazo.



Nuestros fondos principales reportaron los mejores resultados de un solo año en nuestra historia de 10 años, tanto en términos absolutos como relativos, para 2021.



También hemos seguido reinvertiendo en la firma con la contratación de personal senior y una prioridad en la infraestructura operativa. Estoy muy emocionado de anunciar la reciente incorporación a nuestro equipo de Amy Freedman. Antes de Ewing Morris, Amy fue directora ejecutiva de Kingsdale, la firma líder de asesoría de accionistas y gobernanza en Canadá. Hemos trabajado en ambos lados de la mesa con Amy y su incorporación realmente fortalece nuestras capacidades en inversión comprometida y servicio al cliente.



A medida que ingresamos en febrero de 2022, enfrentamos la amenaza de una inflación creciente y la incertidumbre de qué tan rápido los bancos centrales subirán las tasas. Mientras tanto, existe la amenaza de guerra en Ucrania y el malestar en el sector inmobiliario chino. mercado. Combinadas, estas fuerzas podrían hacer que la economía vuelva a entrar en recesión mientras los inversores huyen a activos de refugio seguro como bonos del Tesoro y los valores de los activos de riesgo como las acciones podrían desplomarse.

En momentos como este, es importante recordar que las acciones a veces suben de una manera que está desconectada de los fundamentos subyacentes y viceversa, a menudo se corrigen en exceso de una manera que no está relacionada con el negocio subyacente. Desde que fundamos la firma en 2011, hemos vivido varios ciclos de mercado y, si bien pueden ser incómodos cada vez, nuestra firma y nuestros clientes siempre han salido fortalecidos.

Durante el próximo año, el mercado sin duda presentará desafíos pero también oportunidades que estamos muy bien posicionados para capitalizar.

La empresa nunca ha estado en una posición más sólida y nuestras inversiones subyacentes están funcionando muy bien.



Entonces, con ese preámbulo, echemos un vistazo más de cerca a lo que está sucediendo en los mercados y dentro de nuestra cartera de acciones.



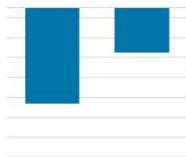
En Ewing Morris, nuestras estrategias de renta variable fueron resistentes y protegieron el capital mucho mejor que el índice de pequeña capitalización.



Enero fue un mes difícil para las acciones ya que los inversionistas se preocuparon por la inflación, el aumento de las tasas y las implicaciones para los mercados.

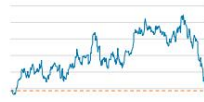
Y fue un mes realmente difícil para la tecnología.

Recibí muchas llamadas en los últimos años preguntándome sobre acciones como Zoom y Peloton, pero estas acciones volvieron a cotizar a niveles previos a la pandemia.



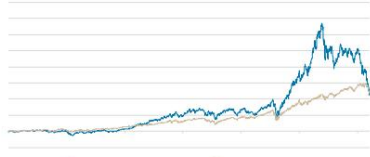
Fue un mes aún más difícil para las empresas de pequeña capitalización, que cayeron más del doble que

mayúsculas grandes.





Incluso grandes empresas como Lightspeed y Shopify se han reducido a la mitad en esta corrección.



EWING MORRIS

Ahora le pasaré la palabra a John.



EWING MORRIS

Y el ejemplo del auge reciente, ARK Financial, dirigido por Cathie Woods, ha pasado de un rendimiento superior al 500 % a un rendimiento de repente por debajo del Nasdaq.

Creo que un diferenciador clave para Ewing Morris es nuestro enfoque disciplinado del análisis empresarial fundamental. Observamos de cerca métricas como el flujo de efectivo, el valor de los activos y la valoración. Y aborde la compra de acciones de empresas desde la perspectiva de un comprador privado. Nos preguntamos si compraríamos todo este negocio al precio de mercado actual con la administración existente.

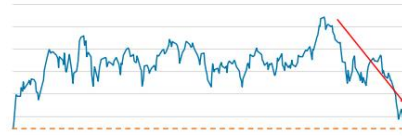
Y cuando la respuesta es "sí", muchas veces podemos comprar fracciones de empresas muy por debajo de lo que tendríamos que pagar en una transacción negociada o en un proceso de subasta.

Me complace informar que nunca nos distrajo este comercio especulativo y algunos de nuestros clientes nos han elogiado por no dejarnos atrapar por el frenesí.

La compensación del mercado podría crear oportunidades para nuestro grupo y un reinicio en las valoraciones puede ser saludable. Parece que más participantes del mercado ahora se están dando cuenta de que el flujo de caja sigue siendo importante y eso juega a nuestro favor.

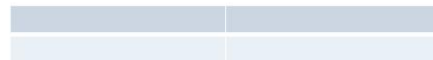
John Ewing: Gracias Darcy

Creo que la percepción es que 2021 fue un año realmente bueno para todas las clases de activos. Y en muchos sentidos, lo fue.



EWING MORRIS

Pero la realidad es que, tras el reciente retroceso, las empresas de pequeña capitalización han devuelto casi todo su 2021 devoluciones.



EWING MORRIS



Ejecutamos los números y vimos que, en los últimos 30 años, ha habido nueve momentos diferentes en los que las empresas de pequeña capitalización se han corregido en al menos un 20 %.

Esto es lo que sucedió después si compró acciones de pequeña capitalización:

1. Ganas dinero casi siempre;
- y
2. Casi siempre superas a los grandes tapas

No hay garantía de que la historia se repita, pero invertir en empresas de pequeña capitalización después de una corrección suele funcionar.



Nos gusta mucho la configuración de valoración en este momento.

Las empresas de pequeña capitalización no han sido tan baratas, en relación con las de gran capitalización, desde principios de la década de 2000, que fue el comienzo de una era dorada en las empresas de pequeña capitalización.

Una vez más, no hay garantía de que la historia se repita, pero invertir en empresas de pequeña capitalización cuando son tan baratas suele funcionar.



Por lo tanto, las perspectivas para la pequeña capitalización son buenas.

Pero cuando miro nuestra cartera, me emociono aún más. Somos dueños de grandes negocios que están creciendo al doble de velocidad que el S&P 500.

Al mismo tiempo, nuestras empresas cotizan a casi la mitad de la valoración.

Seguimos pensando que duplicar el crecimiento a la mitad de la valoración es una buena receta para obtener resultados a largo plazo y creemos que este es un buen momento para poseer estas pequeñas capitalizaciones.



Ahora revisemos la estrategia de cartera actual.



Como recordatorio, un Compounder es un negocio que posee...

- Una ventaja competitiva duradera
- Márgenes de beneficio atractivos
- Potencial de crecimiento de dos dígitos
- Fuerte equipo de gestión



La estrategia no cambia:

1. Centrarse en los compuestos
2. Orientar selectivamente las oportunidades para la participación de los accionistas
3. Cuidado con los rastrillos
4. Aproveche la volatilidad del mercado



Y estos continúan constituyendo la mayor parte de nuestra cartera.





La estrategia central sigue siendo centrarse en los compuestos.

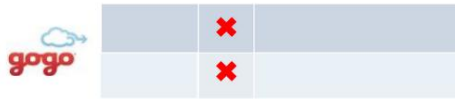


Tomemos a Gogo como ejemplo.

Gogo tiene casi un monopolio que proporciona Internet en aviones privados en América del Norte. El negocio tiene una economía fantástica y está creciendo constantemente a tasas de dos dígitos. Y las acciones cotizan a 12,5x ganancias en efectivo.

Es muy raro encontrar un negocio tan bueno comerciando a un precio tan bajo. Estos son los tipos de mezcladores que poseemos.





La mayoría de las veces, cuando un inversor de valor tiene una idea emocionante, se ajusta a uno de dos perfiles.

El primero, es lo que llamamos arbitraje de tiempo. Esta es una situación en la que un buen negocio se enfrenta a un problema reparable a corto plazo. Y si tienes suficiente paciencia, serás recompensado.

Pero ese no es el caso en Gogo. El negocio está funcionando a toda máquina.

El otro perfil es lo que llamamos, "Me gusta a \$20, me encanta a \$10". Aquí es donde un inversionista compra una acción, solo para ver caer su precio, creando una oportunidad para duplicar.

Pero ese tampoco es el caso en Gogo. Invertimos por primera vez a fines de 2020 y el precio de las acciones subió un 30 % desde principios del año pasado.

El negocio está funcionando y las acciones también. Pero todavía queda mucha carne en esto. hueso.

Y Gogo no está solo.

Les mostramos hace un minuto que toda la cartera se parece a Gogo... cultivadores de dos dígitos que cotizan en múltiplos de adolescentes bajos.



Además de Compounders, seguimos buscando oportunidades en las que podamos implementar nuestro libro de jugadas de participación.



Cedar Realty anunció una revisión estratégica en septiembre.

Hemos iniciado tres nuevos archivos desde finales del pasado año y tendremos más para compartir sobre esto en el futuro.





También estamos tratando de evitar problemas antes de que sucedan. Lo llamamos "cuidado con los rastrillos".



Nuestras mayores preocupaciones en este momento son las cadenas de suministro y los costos laborales.

Por lo general, tratamos de evitar negocios que venden "cosas". Las cadenas de suministro eventualmente se desatarán, pero creemos que la espera podría ser más larga de lo que muchos esperan, por lo que somos cautelosos con las empresas que venden productos físicos.

Eso no significa que estas empresas estén fuera de los límites por completo. Pero lo que sí significa es que necesitamos un gran margen de seguridad y realmente queremos ver un precio de acciones lavado antes de invertir en este tipo de empresas, como vemos en Stoneridge.

La otra área en la que somos cautelosos son las empresas que dependen de muchas personas. COVID ha tenido un gran impacto en los mercados laborales con muchas personas que abandonan la fuerza laboral por completo. Somos cautelosos con las empresas que dependen de mucha gente para operar.



Finalmente, también vamos a utilizar la volatilidad del mercado a nuestro favor.



John Maynard Keynes es más famoso como economista, pero también fue un inversionista tremendamente exitoso. Creo que sus comentarios sobre la volatilidad son perspicaces.

- Observó que las fluctuaciones causan gangas
- Pero el miedo a las fluctuaciones impide que la mayoría de las personas actúen sobre precios de ganga.

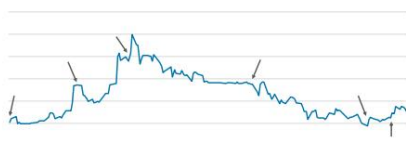
Hemos estado siguiendo el consejo de Keynes. Recortamos posiciones en algunas de nuestras inversiones de mejor desempeño para aumentar nuestra inversión en participaciones que se vendieron indiscriminadamente.



La historia de nuestra inversión en Softchoice ofrece una demostración perfecta.



Softchoice es un revendedor de software y hardware de valor agregado para clientes corporativos. Es un buen negocio con relaciones sólidas con los clientes, buenos márgenes y un buen crecimiento a largo plazo gracias al aumento del gasto en TI en áreas como la ciberseguridad y la computación en la nube.



Primero compramos las acciones a mediados del año pasado a \$20 por acción.

Después de una rápida subida, vendimos algunas acciones en la parte alta de los \$20 y vendimos más en la mitad de los \$30. Unos meses más tarde, los expertos estuvieron de acuerdo con nuestra evaluación de la valoración y vendieron algunas de sus propias acciones justo por debajo de \$ 30.

Luego, las acciones volvieron a bajar a nuestro precio inicial, lo que nos permitió volver a comprar todas las acciones que vendimos anteriormente, y algunas más.

Luego vimos a Microsoft, su socio más grande, informar fuertes ganancias y las acciones ya comenzaron a recuperarse, un 10% más desde que agregamos.

Así es como estamos aprovechando la volatilidad del mercado.



En resumen, nuestra estrategia de cartera sigue siendo consistente:

1. Centrarse en los compuestos
2. Oportunidades de participación selectiva
3. Cuidado con los rastillos
4. Aprovecha la volatilidad

Y esa estrategia ha producido una cartera con una emocionante combinación de calidad y valoración.

Antes de concluir, responderemos las preguntas que recibimos.



EWING
MORRIS
INVESTMENT PARTNERS LTD.

Will Jones: Gracias Juan. Recibimos algunos

Preguntas previas a la llamada de hoy que queríamos abordar directamente:

Si se produce una mayor liquidación en los mercados, ¿cómo se posiciona Ewing Morris para proteger y capitalizar?

Darcy Morris: No tenemos una bola de cristal, pero parece probable que continúe la volatilidad. Pero nos consuela el volumen de los titulares negativos. Si bien todos estos son riesgos creíbles, tienden a ser los riesgos desconocidos o ignorados los que causan ventas masivas extremas en el mercado. En 2007, el mercado colectivo no valoraba ningún riesgo de crisis financiera inminente y, a principios de 2020, el mercado en su conjunto subestimó por completo el virus COVID. Pero debe recordar que ya hemos visto una gran liquidación en las empresas de pequeña capitalización.

Las cosas podrían empeorar y no sabemos dónde estará el mercado dentro de tres meses.

ahora. Pero dentro de tres años, con esta cartera, creo que todos seremos muy felices.

Will Jones: ¿Cómo piensa Ewing Morris sobre la exposición actual a las divisas estadounidense/canadiense?



EWING
MORRIS
INVESTMENT PARTNERS LTD.

John Ewing: Cuando repostó su automóvil recientemente, preferiblemente en una de las ubicaciones On The Run, Chevron, Pioneer o Ultramar de Parkland, probablemente haya notado que el precio del petróleo ha subido mucho en comparación con hace un año.

Si ha tenido la suerte de escapar al menos parte del invierno de Canadá, es posible que también haya notado que el valor del dólar canadiense no ha cambiado mucho.

Esto es inusual. El petróleo es nuestra mayor exportación y el precio del petróleo por lo general se mueve junto con el dólar canadiense.

Con la inflación corriendo donde está, parece razonable esperar que el precio del petróleo se negocie a los niveles actuales, o incluso por encima de ellos, en el corto a término medio.

En la medida en que el dólar canadiense eventualmente se mueve más alto, para reflejar el petróleo actual precios, los propietarios sin cobertura de activos extranjeros, como las acciones estadounidenses, sentirán algo de dolor.

Pero nuestras carteras cubren la exposición a la divisa estadounidense. Este es un riesgo que no estás tomando con Ewing Morris.



Will Jones: ¿Hay un cambio de régimen en el mercado o es una oportunidad para comprar acciones como Shopify?

Darcy Morris: Todos se hacen esa pregunta: ¿es solo una corrección o estamos viendo un cambio de régimen? Durante muchos años, el mercado estuvo más interesado en las "historias" que en las

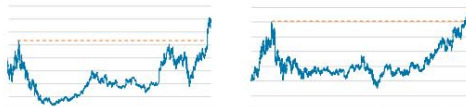
"Flujo de efectivo".

Eso fue el resultado de cosas como las bajas tasas de interés y la inflación. Pero hay señales de que finalmente está cambiando.

Mira Shopify. Por todas las cuentas, este es un gran negocio.

Después de caer un 50 %, la acción todavía cotiza a casi 200x EBITDA.

Eso sigue siendo muy caro.



Y las valoraciones importan.

Después de alcanzar su punto máximo a fines de 1999, Amazon tardó diez años en recuperarse por completo.

Microsoft tardó aún más, diecisiete años para que sus acciones se recuperaran por completo.

Cuando el mercado decide preocuparse por el efectivo flujo y valoración se pueden ver cambios prolongados en los mercados.

Estas fueron y son compañías maravillosas. Pero 17 años es mucho tiempo para esperar una recuperación.

Will Jones: Eso concluye la sección de preguntas y respuestas de nuestra llamada de hoy y ahora les dejaré compartir algunos pensamientos finales.



Darcy Morris: Para terminar, quiero reiterar que el panorama actual del mercado presentará desafíos, pero también brindará oportunidades que estamos bien preparados para capitalizar.

Nuestro equipo y cultura continúan diferenciándonos, caracterizados por nuestra disciplina, dedicación a nuestros clientes y nuestro compromiso con la protección del capital.



Con el tiempo, los resultados de las inversiones impulsarán el crecimiento de nuestra empresa. En el futuro, estamos seguros de que podemos lograr algo similar, si no mejor. resultados que tenemos anteriormente.

Le agradezco nuevamente por tomarse el tiempo para unirse a nosotros hoy y si tiene alguna pregunta adicional, no dude en ponerse en contacto conmigo, John o Will directamente.

Gracias.



Acerca de Ewing Morris:

Ewing Morris & Co. Investment Partners Ltd. es una firma de inversión canadiense impulsada por el valor establecida en septiembre de 2011 por John Ewing y Darcy Morris. Nuestro objetivo es lograr la preservación y el crecimiento del capital de nuestros socios comanditarios centrándonos en mercados ineficientes. Hacemos esto apoyándonos en el análisis fundamental, alta convicción y el uso de capital flexible. Gestionamos estrategias con foco en empresas de pequeña y mediana capitalización. Gestionamos inversiones tanto para particulares como para organizaciones benéficas, instituciones y corporaciones.

INFORMACIÓN DEL CONTACTO:

Ewing Morris & Co. Investment Partners Ltd.
1407 Calle Yonge, Suite 500
Toronto, EN M4T 1Y7
Canadá

inverserservices@ewingmorris.com

Teléfono: 416.640.2791



Los rendimientos son desde el inicio de los Fondos. La fecha de creación del Opportunities Fund es el 9 de septiembre de 2011. Los rendimientos del Opportunities Fund reflejan la Clase A – Master Series, neto de comisiones y gastos. La fecha de inicio de la estrategia de pequeña capitalización canadiense es el 1 de mayo de 2015. La fecha de inicio de la estrategia es el 1 de mayo de 2015. Ewing Morris está representado por Ewing Morris Small Cap Fund LP. El nombre del Fondo se cambió de "Ewing Morris Canadian Small Cap Fund LP" a "Ewing Morris Small Cap Fund LP" a partir del 16 de diciembre de 2020. Además, la estrategia de inversión del Fondo se cambió para eliminar la restricción que los activos del Fondo se inviertan principalmente en valores canadienses. Como resultado de estos cambios, la cartera del Fondo puede diferir significativamente del período anterior al 16 de diciembre de 2020, y el rendimiento a partir del 16 de diciembre de 2020 puede variar significativamente del rendimiento anterior. El rendimiento de Ewing Morris se basa en los rendimientos del Ewing Morris Small Cap Fund LP. La fecha de inicio de la estrategia es el 1 de mayo de 2015. A partir del 1 de febrero de 2021, los rendimientos se basan en la Clase A, netos de comisiones y gastos. Las participaciones de Clase A devengan comisiones de gestión del 0,75% anual, así como comisiones de rendimiento, según corresponda. Desde el 1 de noviembre de 2019 hasta el 31 de enero de 2021, los rendimientos presentados fueron los de la Clase O del Fondo e incluyeron los gastos del Fondo pero sin incluir las comisiones de gestión y rendimiento. Los rendimientos del 1 de mayo de 2015 al 31 de octubre de 2019 se basan en una cuenta inicial administrada por separado, que compartía un objetivo y una estrategia de inversión similares a los del Ewing Morris Small Cap Fund LP y no incluía comisiones ni gastos. El 31 de octubre de 2019, los activos de la cuenta administrada se transfirieron al Ewing Morris Small Cap Fund LP. Si bien el objetivo de inversión general del Fondo sigue siendo el mismo, su rendimiento pasado no es indicativo del rendimiento futuro, y la inclusión de las comisiones de gestión y rendimiento en el cálculo contribuiría a reducir los resultados históricos. La fecha de creación del Fondo de Renta Fija Flexible es el 1 de febrero de 2016. Los rendimientos del Fondo de Renta Fija Flexible reflejan la Clase P - Master Series, neto de comisiones y gastos. La fecha de creación del Broadview Dark Horse Fund es el 3 de abril de 2009. Los rendimientos de Dark Horse reflejan la Clase A – Master Series, neto de comisiones y gastos. La fecha de inicio del Fondo de socios es el 1 de marzo de 2019. Los rendimientos del Fondo de socios reflejan la Clase B - Master Series, neto de tarifas y gastos. Cuando el período de rendimiento es superior a 12 meses, el rendimiento se anualiza. Hemos enumerado estos puntos de referencia porque son representativos de puntos de referencia ampliamente conocidos y seguidos en sus respectivas categorías. Los Ewing Morris Funds tienen mandatos de inversión flexibles y, por lo tanto, estos índices de referencia se proporcionan únicamente a título informativo. Las comparaciones con puntos de referencia e índices tienen limitaciones. Los Fondos no invierten en todos, o necesariamente en ninguno, de los valores que componen los índices de referencia referenciados, y la cartera del Fondo puede contener, entre otras cosas, opciones, posiciones cortas y otros valores, niveles concentrados de valores y puede emplear apalancamiento no encontrado en estos índices. Como resultado, ningún índice de mercado es directamente comparable con los resultados de los Fondos. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. Esta carta no constituye una oferta para vender unidades de ningún Ewing Morris Fund, colectivamente, "Ewing Morris Funds". Las unidades de Ewing Morris Funds solo están disponibles para inversores que cumplan con los requisitos de sofisticación e idoneidad para inversores. Si bien se cree que la información preparada en este informe es precisa, Ewing Morris & Co. Investment Partners Ltd. no garantiza la integridad o precisión ni puede aceptar responsabilidad por errores en el informe. Este informe no está destinado para uso público o distribución. No puede haber ninguna garantía de que cualquier proyección, previsión u opinión se realizará. Toda la información proporcionada es solo para fines informativos y no debe interpretarse como un consejo de inversión personal. Se recomienda a los usuarios de estos materiales que realicen su propio análisis antes de tomar cualquier decisión de inversión. Fuente: Capital IQ y Ewing Morris. A menos que se indique lo contrario, las devoluciones son al 31 de enero de 2022.

FARNAM STREET

Investments

Mea Culpas, tarifas base y trabajo duro

"Si eliminaras nuestras quince decisiones principales, tendríamos un registro bastante promedio".

-Charlie Munger

En 2015, Lonnie y yo visitamos la sede de Google en Mountain View. Había algunos usuarios de Google que eran fanáticos de la serie de entrevistas con el autor que estaba haciendo llamada *Five Good Questions*. Me invitaron a dar una charla. Desenterré la presentación recientemente. Se tituló "Puntos ciegos: los peligros de ignorar las macrovaloraciones y la dispersión". Había muchos gráficos coloridos que mostraban lo caro que estaba el mercado en ese momento. Argumenté que el conjunto de oportunidades de valor era el peor en décadas debido a la falta de dispersión en las valoraciones (lo que no sorprendió a los lectores de estas cartas en ese entonces). Coincidentemente, esta predicción terminó siendo mayormente correcta. El ETF de valor de pequeña capitalización de Invesco (\$RZV) no llegó a ninguna parte entre 2015 y 2020.

Pero como veremos, había una olla de oro justo frente a mí si hubiera estado usando un mejor encuadre.

Todos elogian la comida gratis y las comodidades del campus en Google, y no nos decepcionaron en nuestra visita. Pero lo que realmente me impresionó fue lo repleto que estaba el lugar con gente inteligente. Estoy muy agradecido de que muchos se hayan hecho amigos ya que he hecho más viajes a Mountain View a lo largo de los años.

Había estado usando los productos de Google durante más de una década en ese momento. Recientemente había leído *In the Plex* de Steven Levy, así que sabía algo de la historia de fondo y cómo había una mentalidad de ingeniería que impregnaba la cultura. Incluso tuve la sensación en ese entonces de que la búsqueda de Google era uno de los mejores negocios de todos los tiempos.

He llegado a una mayor apreciación a medida que aprendo más sobre negocios, efectos de red y fosos de datos. 1



1 Como un pequeño consuelo, Charlie Munger admitió en 2019 que estaba "avergonzado" de que él y Warren se hubieran perdido Google durante la última década. [En una rara entrevista de 1992, Warren Buffett observó](#) cuán dominante podría ser un periódico de ciudad de un solo papel, debido a los efectos de red. Google, en algunos aspectos, se convirtió en un periódico en solitario para una ciudad llamada "Internet". Además, Warren y Charlie vieron de primera mano cómo mucho dinero que GEICO estaba pagando a Google por clientes potenciales publicitarios. ¿Cómo se lo perdieron?



FARNAM STREET

Investments

Si hubiera dejado que mi entusiasmo con los ojos muy abiertos tomara el volante y hubiera comprado una gran cantidad de Google en 2015, habría funcionado bastante bien. Es doloroso reportarte los números. Desde enero de 2015 hasta enero de 2022, las acciones de Google subieron un 443 %, lo que equivale a ganar un 27 % anual durante 7 años. *Mea culpa.*

"Me gusta que la gente admita que eran completos idiotas. Sé que me desempeñaré mejor si me froto la nariz en mis errores. Este es un truco maravilloso para aprender."

-Charlie Munger

Entonces, ¿cómo me perdí este para nosotros?

No tengo diarios de inversión de esa época, pero el primer error obvio fue dejar que la imagen macro tuviera una influencia demasiado grande. Claro, si sabe a dónde van las tasas, cómo cambiarán los márgenes de ganancias corporativas y las valoraciones, qué van a hacer los bancos centrales, este juego se vuelve bastante fácil. Cada uno de esos factores es impactante e impulsa los resultados. El acceso a una bola de cristal de tipos de interés le otorgaría una fortuna.

El único problema es que todos esos factores son en gran medida desconocidos. Al menos para mí. (Y todos, sospecho.)

Ni siquiera es tanto el *qué*, es el *cuándo*. Y el *cuándo* realmente importa. Todavía mantengo un ojo en algunos elementos de arriba hacia abajo, pero he aprendido a priorizar un enfoque de abajo hacia arriba. Por supuesto, Warren y Charlie adoptaron esta filosofía hace décadas:

"Formarse opiniones macro o escuchar las predicciones macro o de mercado de otros es una pérdida de tiempo.

De hecho, es peligroso porque puede nublar su visión de los hechos que son verdaderamente importantes".

- Warren Buffett

Buenos negocios, comprados baratos

Mis habilidades de análisis en 2015 estaban menos evolucionadas que en la actualidad. Buscábamos buenos negocios que vendieran barato. *El librito que vence al mercado* de Joel Greenblatt fue una gran influencia.

Los "buenos negocios" se definieron como aquellos que obtienen altos rendimientos sobre el capital invertido. Cuánto dinero ingresa, en comparación con cuánto se desembolsó. ²

² Operacionalmente, tome las ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) del último año, luego divida por propiedades, planta y equipo y Capital de trabajo neto.



En ese puntaje, Google aportó un 75 % para 2015. Esos números están ligeramente oscurecidos para Google debido a la forma en que la contabilidad GAAP trata las inversiones intangibles.³ Pero baste decir que Google calificó como un buen negocio.

Vender barato se definió por lo que se conoce como "rendimiento de ganancias". Tome el EBIT y divídalo por Enterprise Value (EV).⁴ El rendimiento de las ganancias de Google en diciembre de 2015 fue del 4,2%. Eso se habría sentido caro, y la razón probable por la que pasé. Recuerde, aún podría obtener un 3% "sin riesgo" en bonos del Tesoro de EE. UU. a 30 años en ese momento. No tenía la confianza para confiar en una visión cualitativa de una cultura asombrosa que no se reflejaba en los números actuales de Google.

Lo que faltaba en mi análisis estático era que era bastante obvio para cualquiera que Google estaba obligado a crecer. La entrada de más dinero, especialmente si no tuvo que gastar mucho dinero para que esto sucediera, crea un valor tremendo con el tiempo.

Receta Post-Mortem

"Patina hacia donde va el disco, no hacia donde ha estado".

-Wayne Gretzky

Vamos a realizar una autopsia de lo que me perdí al analizar Google en 2015. Usaré un enfoque simple al dorso del sobre que utiliza la siguiente receta.

Comience con los ingresos de hoy. Imagine cuánto crecerá cada año.⁵ Proyectaremos seis años: 2015 a 2021.

Del dinero que ingresa, ¿cuánto cae en el resultado final como ganancias en el año 6? Este porcentaje se denomina Margen Operativo. Los ingresos multiplicados por el margen operativo nos dan ganancias.

³ Alerta de nerd contable: las inversiones en I+D, como el código informático, generalmente se tratan como gastos y se registran en el estado de resultados del año en que ocurren. La vida útil de ese código puede ser considerablemente superior a un año. Es difícil calcular su valor, por lo que los contadores registran los gastos de manera conservadora por adelantado. Eso significa que las ganancias probablemente estén subestimadas. Pero debido a que la inversión en I+D no se capitaliza en el balance general como un activo, también significa que el capital invertido se subestima.

⁴ El valor de la empresa equivale a la capitalización de mercado + deuda - efectivo. Enterprise Value lo pone en el lugar del dueño de un negocio que compra toda la empresa: tienes que comprar a todos los demás propietarios, pagar la deuda, pero obtienes el efectivo en el registro.

Si una empresa tiene un saldo de efectivo neto de cero (efectivo y deuda cancelados), entonces el rendimiento de las ganancias es simplemente el inverso de la relación precio/ganancias más comúnmente seguida. Un rendimiento de ganancias del 4 % equivale a 25x P/E.

⁵ Llamada Tasa de Crecimiento Anual Compuesta. "CAGR" para abreviar, generalmente se pronuncia "kay-grr".



FARNAM STREET

Investments

Dado ese nivel futuro de ganancias, ¿qué múltiplo podría pagar el mercado dentro de seis años? Esto nos dará un valor empresarial esperado.

También daremos algo de crédito por el efectivo que es probable que se acumule, y llegaremos a una capitalización de mercado dentro de seis años.⁶ Compare la capitalización de mercado actual con nuestras proyecciones para retroceder en nuestro rendimiento esperado.

Máquina del tiempo

Subámonos a nuestra máquina del tiempo y viajemos de regreso a 2015. Veremos las finanzas de Google de 2010 a 2015 y las usaremos para ayudarnos a proyectar hacia el final del año 2020. Usaremos números aproximados muy aproximados.⁷

En 2010, los ingresos de Google fueron de \$ 24 mil millones. Creció a \$ 66 mil millones en 2015 para una CAGR del 22%. Impresionante hazaña.⁸ Los márgenes operativos fueron del 35 % en 2010 y cayeron al 25 % en 2015 (todavía muy buenos). Las ganancias crecieron de \$ 8 mil millones a \$ 17 mil millones para una CAGR del 15%. El múltiplo promedio de Valor empresarial/El EBIT fue 17x de 2010 a 2015. Pasó a ser 19x en 2015 para nuestros propósitos. Eso nos da un EV 2015 de \$ 323 mil millones. Agregue a ese efectivo de \$ 63 mil millones para una capitalización de mercado de \$ 386 mil millones.⁹

Usando lo anterior como nuestro punto de partida, proyectemos desde 2015 hasta fines de 2020. Supondremos que los ingresos crecerán a una tasa compuesta anual del 15 % durante los próximos 6 años (recuerde que fue del 22 % los cinco años anteriores). Por lo tanto, los ingresos de \$ 66 mil millones crecen a \$ 152 mil millones.

A continuación, supondremos que el margen operativo cae al 20%. Había caído del 35 % en 2010 al 25 % en 2015, así que lo bajaremos un poco para mantenernos en la tendencia. Eso nos da ganancias que crecen de \$ 17 mil millones a \$ 30 mil millones.

⁶ Este "crédito por efectivo" suele ser más útil cuando una empresa está pagando su carga de deuda y queremos ver cómo afecta eso al valor del capital.

⁷ Recuerde que las cifras como los ingresos, el margen operativo y las ganancias se actualizan con informes trimestrales. Pero el valor empresarial cambia todos los días con el movimiento del precio de las acciones.

⁸ Presagio dramático: la tasa base de empresas de ese tamaño que continúan creciendo tan rápido es solo del 2%.

⁹ EV = Capitalización de mercado + Deuda - Efectivo

\$ 323 mil millones = capitalización de mercado + 0 - \$ 63 mil millones

\$ 386 mil millones = capitalización de mercado



FARNAM STREET


Investments

Asumiremos un múltiplo EV/EBIT de 20x. Tuvo un promedio de 17x de 2010 a 2015, por lo que no estamos defraudando el entusiasmo por la empresa al usar 20x. Ahora tenemos un EV proyectado de \$ 600 mil millones a fines de 2020.

Suponiendo que el saldo de efectivo creció a una tasa compuesta anual del 15 % (fue del 21 % durante los cinco años anteriores), eso lleva el efectivo en el balance de \$ 63 mil millones a \$ 145 mil millones.

Sumando el efectivo, obtenemos una capitalización de mercado de \$745 mil millones para donde creemos que estará el disco.¹⁰

Una capitalización de mercado inicial en 2015 de \$373 mil millones que crece a \$745 mil millones en 6 años equivale a una **tasa de rendimiento del 12,2 %**. No está nada mal. Si sintiéramos que estábamos usando entradas conservadoras, esta sería una configuración atractiva. El rango de posibles resultados futuros para las industrias propensas a la disrupción, como la tecnología, es más amplio de lo normal ("colas más gordas" en la jerga de las estadísticas), pero es probable que este no sea un mal caso base inicial.

	<i>2015 Reality (vs. Last 5 Years)</i>	<i>Year-End 2020 Projections</i>
Revenue	\$66b (22% CAGR)	\$182b (15% CAGR)
Op Margin	25%	20%
EBIT	\$17b (16% CAGR)	\$30b
EV/EBIT Multiple	19x (5 year avg: 17x)	20x
EV	\$310b	\$600b
Cash	\$63b (21% CAGR)	\$145b
Market Cap	\$373b	\$745b
Rate of Return	11%	12.2%

¹⁰ Para simplificar, este análisis asume que no hay cambios en el conteo de acciones. El conteo de acciones de Google no cambió sustancialmente durante nuestro análisis, pero puede ser un factor importante si la gerencia diluye a los propietarios actuales a través de concesiones de opciones sobre acciones, fusiones y adquisiciones destructivas o recompra de acciones para reducir el saldo pendiente.



FARNAM STREET

Investments

Regreso al futuro

Comparemos nuestras proyecciones con lo que realmente sucedió para ver lo que nos perdimos. La sorpresa es la forma en que nuestro cerebro nos dice que hemos estado usando un modelo defectuoso y que necesitamos ajustarlo.

Los ingresos en 2020 fueron de 182.000 millones de dólares, lo que equivale a una CAGR del 18 %. Nos equivocamos un 3 %.¹¹

El margen operativo llegó al 23%. De descuento en un 3% de nuevo. Tiene sentido. Las economías de escala pueden entrar en acción: más dinero ingresando puede llevar a que un mayor porcentaje caiga en el resultado final. El EBIT fue entonces de \$42 mil millones frente a nuestra proyección de \$30 mil millones. El negocio creció más y fue más rentable de lo que esperábamos.

Aquí está la sorpresa: el múltiplo EV/EBIT a fines de 2020 fue de 25x. El mercado estaba un poco más entusiasmado con el negocio que nuestro 20x proyectado. Lo que también tiene sentido: un mayor crecimiento y mejores márgenes son dignos de más emoción. Puede tener una idea de cómo los mercados pueden superar psicológicamente a cualquier empresa con un crecimiento espectacular de los ingresos. Proyecta ganancias crecientes y un múltiplo más grande y sus rendimientos proyectados explotan más. Entonces puede pagar demasiado por un futuro prometedor. \$ 42b * un múltiplo de 25x nos da un EV 2020 de \$ 1,050 mil millones. El efectivo fue de \$17 mil millones. Eso es una oferta de capitalización proyectada de \$1 mil millones. (¡Por cierto, es una compañía de un billón de dólares!) La capitalización de mercado que crece de \$373 mil millones a \$1,187 mil millones es una **tasa de rendimiento anual del 21,3%**.

Perdimos un jonrón.

"Algunas veces en la vida, cometerás errores. Y cuando piensas en esos errores, puedes sentirte avergonzado. Ese es un sentimiento normal... Sin embargo, si no asumes la responsabilidad por el error y haces todo lo posible para corregirlo, entonces estás cometiendo un segundo error. Haz lo correcto, aunque te sientas avergonzado por tus acciones anteriores. No agraves el error".

-James claro

11 3 % no parece mucho, pero recuerda que es una tasa de crecimiento del 3 %, que se compone de ~19 % en total.


 FARNAM STREET

Investments

Google	Our 6-Year Projection	Reality 6 Years Later
Revenue	\$152b (15% CAGR)	\$182b (18% CAGR)
Op Margin	20%	23%
EBIT	\$30b	\$42b
EV/EBIT Multiple	20x	25x
EV	\$600b	\$1,050b
Cash	\$145b	\$137b
Market Cap	\$745b	\$1,187b
Rate of Return	12.2%	21.3%

Llegar a la base

Una de las claves para invertir con éxito es salirse de la cabeza. El psicólogo Daniel Kahneman llamaría a esto "encontrar la vista exterior". Una vista exterior puede provenir de una variedad de fuentes. Obtener las perspectivas de otras personas es un método para eliminar los puntos ciegos. Sin embargo, no deja de tener el peligro de desviarlo de una buena proyección, así que elija sus fuentes con cuidado.

Otra técnica de visión externa es preguntarse, "en situaciones como la que estoy examinando, ¿cuál ha sido el resultado típico basado en estadísticas históricas?" A esto se le llama usar **tarifas base**. Cuanto más cerca esté su situación única de reflejar la población para la que tiene estadísticas existentes, mejor se sentirá al usar esa tasa base. Esta es la **probabilidad bayesiana** básica.

Para un ejemplo tonto pero identificable, los investigadores han descubierto que el 60-70% de todos los perros ladran agresivamente a los extraños. Tenemos una tarifa base para todos los perros que podemos usar para predecir nuestro próximo encuentro con perros. Los investigadores también descubrieron que los perros pequeños tienen aproximadamente un 50 % más de probabilidades de mostrar un comportamiento agresivo que los perros grandes. Ahora tenemos una tasa base actualizada para la probabilidad de un perro pequeño en comparación con los perros en general. Así es como funciona nuestro cerebro: continuamente haciendo predicciones bayesianas y comparándolas con la experiencia. Así es como aprendemos. Leer mucho te ayuda a tejer un tapiz de diversas tasas de base fuera de tu existencia diaria básica.



anclas lejos

"El tamaño es el ancla del rendimiento".
- Warren Buffett

En 2015, Google ya era una gran empresa, con un negocio de \$ 66 mil millones. ¿Cuáles eran las probabilidades de que una empresa tan grande pudiera seguir creciendo a un ritmo vertiginoso?

En 2016, uno de mis héroes, Michael Mauboussin, publicó un [libro blanco esclarecedor](#) sobre el uso de tasas base en el proceso de inversión. En el documento, analiza todos los negocios desde 1950 hasta 2015 y examina la prevalencia de varios patrones de crecimiento. Si profundiza en el informe, encontrará una tabla específica para nuestro

Sales: >\$50,000 Mn Sales CAGR (%)	Base Rates			
	1-Yr	3-Yr	5-Yr	10-Yr
<(25)	4.0%	2.0%	1.6%	0.0%
(25)-(20)	1.9%	0.8%	1.0%	0.3%
(20)-(15)	2.6%	2.3%	1.5%	1.0%
(15)-(10)	5.0%	4.2%	2.7%	3.1%
(10)-(5)	10.1%	10.7%	9.3%	9.8%
(5)-0	16.9%	21.4%	22.8%	26.9%
0-5	21.8%	26.5%	34.0%	37.8%
5-10	15.0%	16.9%	16.9%	17.2%
10-15	8.6%	9.2%	7.0%	3.0%
15-20	5.1%	3.2%	2.3%	0.9%
20-25	3.3%	1.6%	0.6%	0.0%
25-30	2.3%	0.7%	0.3%	0.0%
30-35	1.1%	0.1%	0.1%	0.0%
35-40	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%
40-45	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
>45	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Mean	2.3%	1.2%	1.0%	0.8%
Median	2.1%	1.5%	1.5%	1.1%
StDev	16.3%	10.3%	8.3%	5.8%

“¿Cuánto suelen crecer las grandes empresas?”

guión. De todas las empresas con ventas superiores a \$50 mil millones, ¿cuántas crecieron a una tasa superior al 15% en cinco y diez años?

He resaltado en rojo dónde buscar en la tabla.

Usando una pequeña adición, la respuesta es 3,3% durante cinco años y solo 0,9% durante diez años.

Por lo tanto, sería nuestra responsabilidad justificar por qué Google tenía un mejor que 33- en 1000 posibilidades de desafiar el adagio de que "los árboles no crecen hasta el cielo". Claro, Google es un negocio notable, pero cualquier organización que genere más de \$ 50 mil millones en ventas tiene algo que cocinar.

Hice una mini-versión de esta autopsia de Google en Twitter en un esfuerzo por [aprender en público](#). Michael Mauboussin se puso en contacto conmigo con [una actualización](#) a su canónico

Papel con tasa base de 2016. Guardaré los detalles sangrientos para otra carta, pero el remate es que las empresas que invierten en intangibles (como el código de computadora en Google), tienen diferentes perfiles de crecimiento de tasa base. Cuando funciona, pueden crecer de una manera que un negocio "ladrillo y mortero" con inversiones de capital tangible como las fábricas simplemente no puede. Incluso cuando ya son grandes.



Pero cuando deja de funcionar, digamos debido a la obsolescencia tecnológica (piense: Blackberry), las caídas son igualmente impresionantes. Por lo tanto, termina con una desviación estándar mucho más amplia de las tasas base de crecimiento. Esto refleja nuestra intuición de que parece que la tecnología amplía el abismo entre ganadores y perdedores.

¿Cómo se ve el trabajo duro?

"Es bueno que a un profesional se le recuerde que su profesionalismo es solo una cáscara, que la persona real debe seguir siendo un aficionado, un amante del trabajo".

-May Sarton

Trabajé en una tienda de comestibles en la escuela secundaria hasta la universidad. Durante gran parte de ese tiempo, apilé latas en los estantes desde las 11 de la noche hasta las 7 de la mañana. Después de fichar, me echaba un poco de agua fría en la cara y me iba a clase hasta la tarde. Llegaba a casa, dormía un poco, me despertaba, cenaba, hacía mi tarea, me duchaba y lo hacía todo de nuevo. Eso fue un trabajo duro. Lo bueno es que nunca he tomado un préstamo estudiantil.

Pero, ¿cómo es el trabajo duro en un contexto de inversión?

¿Es devoluciones? No, no puede simplemente crear retornos de la nada, sin importar cuánto trabaje. Pero hay acciones previas a las devoluciones en las que puede concentrarse. Empecé a medir estos insumos precursores para concentrarme en los esfuerzos clave. Como dijo Peter Drucker: "No se puede mejorar lo que no se mide".

Para mí, los ingredientes son llevar un diario de inversiones completo para ver lo que estaba pensando en tiempo real y ayudar a organizar mi investigación. También quiero registrar mis decisiones y razonamientos para luego poder analizar los datos en busca de patrones de error (como faltar en Google). También es importante nutrir mi red de otros inversores inteligentes para encontrar nuevas ideas y obtener nuevos conocimientos sobre negocios e industrias (recuerde volver a cortejar la "visión externa").

He estado trabajando en un proyecto de software con algunos cofundadores increíbles llamado Journalytic (Journaling + Analytics). Llevamos unos años en ello. El software me ayuda a capturar más fácilmente mi proceso de inversión y realizar un seguimiento de estos contribuyentes del éxito. Puedo sentir que mejoro cuanto más tiempo lo uso.



FARNAM STREET

Investments

A continuación se muestra una tabla que Journalytic me ayudó a armar del trabajo que presenté para 2021.



JOURNALYTIC™

2021

Investment Year in Review

"When you improve a little each day, eventually big things occur. Don't look for the big, quick improvement. Seek the small improvement one day at a time. That's the only way happens--and when it happens, it lasts."

— John Wooden

Journaling		Decisions	
# Journal Entries	568	Total # of Decisions	123
# of Ideas Looked At	155	# of Buy Decisions	50
# of "Deep Dives"	27	# of Sell Decisions	13
# of "Medium Dives"	29	# of No-Buys Decisions	33
Longest Day Streak	139	# of No-Sells Decisions	27
 Network		 Other	
# of New Idea Sources	30	# of Books Read	42
# of Calls, Meetings, Zooms	224	# of Berkshire AGM Audio	27
		Veggies Served	48

Me siento bastante bien con mis esfuerzos de 2021. Si puedo seguir realizando mejoras incesantes en los procesos, rastreando nuevos indicadores medibles importantes, tendremos una buena oportunidad de obtener resultados satisfactorios a largo plazo.

Eventualmente, el trabajo duro se convierte en habilidad y los caprichos de la suerte se desvanecen.

Como siempre, estamos agradecidos de tener tan buenos socios en este viaje de creación de riqueza.

jake

Estimado accionista:

Visión de conjunto

El Fondo FPA Crescent - Clase Institucional ("Fondo" o "Crescent") ganó 1.87% en el cuarto trimestre de 2021 y aumentó 15.17% para el año calendario. ¹ El Fondo generó el 64,2 % de la rentabilidad media del S&P 500 y del MSCI ACWI NR USD ("MSCI ACWI") en 2021, por debajo de su propia exposición neta al riesgo media del 75,8 %.

El rendimiento de Crescent y el de su exposición de renta variable subyacente se capturan en la siguiente tabla:

Anexo A: Desempeño versus índices ilustrativos³

	Q4 2021	2021
Creciente	1,87%	15,17%
Creciente – Equidad larga	3,68%	23,18%
MSCI ACWI USD	6,68%	18,54%
S&P 500	11,03%	28,71%
60% MSCI ACWI NR USD/ 40% BBg US Agg	4,02%	10,20%
60 % S&P 500 / 40 % BBg EE. UU.	6,57%	15,86%

Discusión de cartera

Los principales contribuyentes y detractores de los rendimientos de los últimos 12 meses del Fondo se enumeran a continuación.

Anexo B: Contribuyentes y detractores de los últimos doce meses al 31 de diciembre de 2021⁴

Colaboradores	rendimiento continuación	Promedio % de Puerto.	Detractores	rendimiento continuación	Promedio % de Puerto.
Alfabeto	3,01%	5,7%	alibaba	-0.69%	1,2%
Grupo Internacional Americano	1,41%	2,9%	SPDR S&P 500 ETF (corto)	-0.53%	-2,0%
Broadcom	1,39%	2,9%	Softbank ADR/Softbank	-0.52%	1,0%
Grupo financiero Jefferies	1,22%	2,0%	nexón	-0,41%	0,9%
glencore	1,20%	2,2%	Naspers y Proso	-0.39%	2,8%
	8,23%	15,7%		-2,55%	3,8%

La recuperación económica y el dinero fácil persistente continuaron apuntalando los mercados financieros, lo que permitió que el repunte del mercado de valores mundial de 2020 continuara en 2021 y beneficiara ciertas posiciones mantenidas en el Fondo (tanto como

¹ A partir del 4 de septiembre de 2020, la clase única actual de acciones del Fondo pasó a llamarse acciones de Clase Institucional. A menos que se indique lo contrario, todos los datos aquí incluidos son representativos de la Clase de acciones institucionales.

² Los activos de riesgo son cualquier activo que no está libre de riesgo y generalmente se refiere a cualquier valor o instrumento financiero, como acciones, materias primas, bonos de alto rendimiento y otros productos financieros que probablemente fluctúen en precio. La exposición al riesgo se refiere a la exposición del Fondo a los activos de riesgo como porcentaje de los activos totales. La exposición neta al riesgo del Fondo al 31 de diciembre de 2021 era del 74,8%.

³ La comparación con los índices es solo para fines ilustrativos. El Fondo no incluye el rendimiento superior de ningún índice o índice de referencia en sus objetivos de inversión. Un inversor no puede invertir directamente en un índice. El segmento largo de renta variable del Fondo se presenta bruto de las comisiones de gestión de inversiones, los costos de transacción y los gastos operativos del Fondo, que, de incluirse, reducirían los rendimientos presentados. Las tenencias largas de acciones solo incluyen valores de acciones, excluyendo transacciones emparejadas, ventas cortas y valores preferentes. La información sobre el rendimiento de acciones largas que se muestra en este documento tiene fines ilustrativos únicamente y es posible que no refleje el impacto de factores económicos o de mercado significativos. No se hace ninguna representación de que cualquier cuenta, producto o estrategia logre o sea probable que logre ganancias, pérdidas o resultados similares a los que se muestran. La rentabilidad larga de la renta variable no representa la rentabilidad que un inversor en el Fondo puede o debe esperar recibir. Los accionistas del fondo solo pueden invertir o reembolsar sus acciones al valor liquidativo.

⁴ Refleja los cinco principales contribuyentes y detractores del rendimiento del Fondo en función de la contribución a la rentabilidad de los últimos doce meses ("TTM"). La contribución se presenta bruta de las comisiones de gestión de inversiones, los costos de transacción y los gastos operativos del Fondo, que, de incluirse, reducirían los rendimientos presentados. La información provista no refleja todas las posiciones compradas, vendidas o recomendadas por FPA durante el trimestre. Puede obtener una copia de la metodología utilizada y una lista de la contribución de cada tenencia al rendimiento general del Fondo durante el TTM poniéndose en contacto con el Servicio de atención al cliente de FPA en crm@fpa.com. No se debe suponer que

las recomendaciones hechas en el futuro serán rentables o igualarán el rendimiento de los valores enumerados.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.

la volatilidad de las acciones globales perjudicó temporalmente los precios de sus acciones en el primer trimestre de 2020). Los cinco principales contribuyentes de Crescent agregaron un 8,2 % al rendimiento del Fondo en 2021, aproximadamente 3,2 veces la suma de los cinco principales detractores. Es importante destacar que hubo una falta de noticias significativas que afectaron las inversiones individuales en la tabla anterior.

La exposición a cada uno de los cinco principales contribuyentes se redujo en 2021, ya que sus valoraciones respectivas alcanzaron niveles lo suficientemente altos como para justificar una reducción del tamaño de las participaciones, pero no su eliminación completa de la cartera. Sin embargo, vendimos nueve acciones por completo en 2021. De manera similar, pasamos de estas posiciones en gran medida como resultado de la valoración, que también impulsó otros cambios. Junto con la reducción del tamaño de las posiciones de seis empresas de servicios financieros, también eliminamos posiciones en Bank of America y CIT

Grupo. La exposición del Fondo a empresas relacionadas con los viajes también se redujo como resultado de la venta de algunas de nuestras participaciones en Marriott International y todas las participaciones en Booking Holdings.

Creemos que los cambios de cartera en el último año resultaron en el intercambio de oportunidades de riesgo-recompensa menos atractivas por otras más atractivas. Se agregaron diez nuevas acciones en 2021, incluidas nuevas posiciones en acciones de videojuegos Ubisoft Entertainment y Activision Blizzard, que se unieron a Nexon y Epic Corp para comprender nuestra exposición actual al sector del 3,1 %.

Como era de esperar, debido a los bajos rendimientos, no hubo nuevas posiciones de alto rendimiento y solo una nueva inversión de crédito privado.

Crescent finalizó 2021 con una exposición neta al riesgo del 74,8 %, una reducción interanual de aproximadamente cinco puntos de porcentaje.

Si bien los mercados bursátiles mundiales permanecen en niveles de valoración más elevados, el potencial de una represión financiera continua y sus consecuencias inflacionarias es la razón por la cual Crescent tiene una posición más grande en acciones. de lo que ha sido típico (y menos en bonos corporativos). Creemos que las carteras más "equilibradas" de acciones y bonos (p. ej., las carteras de renta variable/renta fija 60/40) probablemente generen rendimientos a largo plazo más débiles, arrastrados por los bonos de bajo rendimiento, tanto de grado de inversión como de alto rendimiento. en comparación con una cartera más centrada en acciones. El mal desempeño de los instrumentos de renta fija el año pasado, como se muestra en el Anexo C, y en marcado contraste con los rendimientos de las acciones que se muestran en el Anexo A, podría ser un presagio de lo que vendrá.

Anexo C: Rentabilidad de los bonos⁵

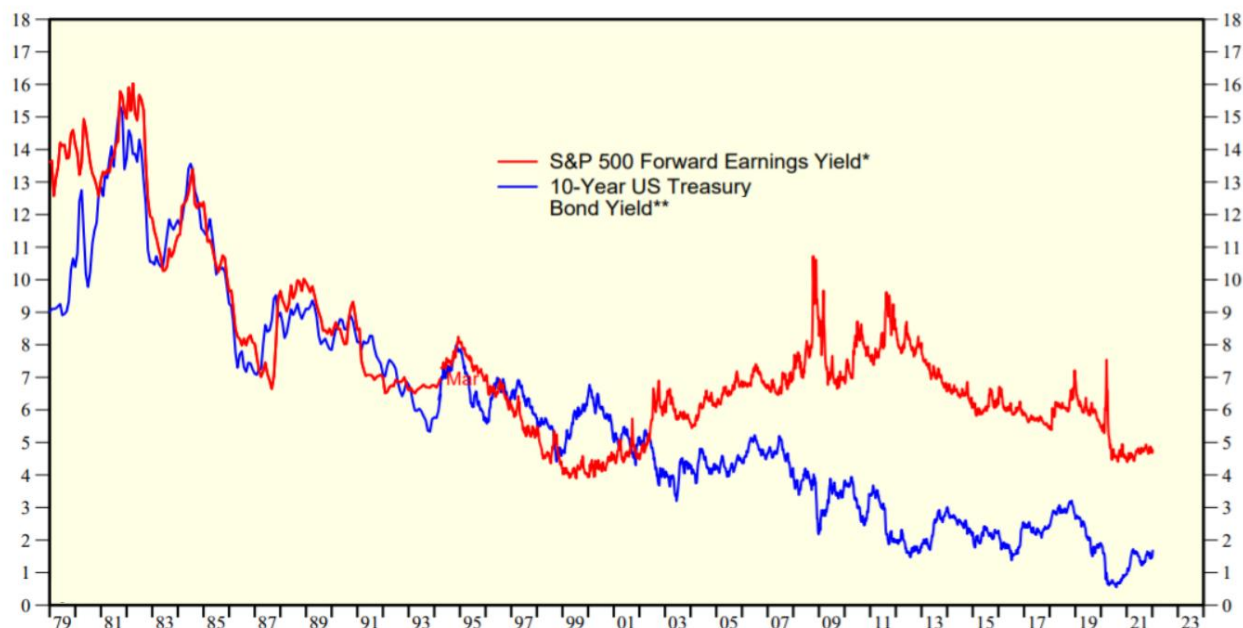
	2021
Bonos del Estado a 10 años	
Estados Unidos	-5,7%
Alemania	-10,2%
Japón	-10,5%
Bonos corporativos de EE. UU.	
Grado de inversión	-1,0%
Alto rendimiento	3,3%

Luchar con cuánto poseer de acciones frente a bonos no parece ser una gran competencia. Los bajos rendimientos iniciales de los bonos en general, y los bonos corporativos más específicamente con su carga adicional de incumplimiento potencial, ofrecieron un rendimiento real negativo al final del trimestre y hasta principios de 2022. Con un punto de partida tan anémico, parece que el crecimiento de las ganancias El potencial de las acciones ofrece una mejor oportunidad para aquellos con una visión a más largo plazo a pesar de las valoraciones de acciones superiores al promedio (Anexo D).

⁵ Fuente: Bloomberg. Al 31 de diciembre de 2021.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.

Anexo D: S&P 500 Forward Earnings Yield y rendimiento nominal de bonos del Tesoro a 10 años⁶



El P/E estimado para 2022 del S&P 500 es de 21,5x, lo que a la inversa se traduce en un rendimiento de ganancias estimado del 4,7%. Dadas las valoraciones de acciones más bajas fuera de los EE. UU., el rendimiento de ganancias estimado para 2022 para el MSCI ACWI global es un 5,6% más alto. Compare esto con un rendimiento del 1,5 % del Tesoro estadounidense a 10 años o peor, el rendimiento del 0,07 % y el -0,09 % de los bonos gubernamentales japoneses y alemanes.⁷

Suponiendo un crecimiento económico positivo durante la próxima década, creemos que el potencial de rendimiento total de las acciones debería superar al de los bonos, aunque con mayor volatilidad. Si bien la volatilidad satisface la definición institucional de riesgo de renta variable, tenemos una opinión diferente. Más precisamente, el riesgo es perder dinero, o un deterioro permanente del capital, y no debe tener en cuenta caídas de precios episódicas pero temporales. El objetivo declarado a menudo de Crescent es ofrecer una tasa de rendimiento similar a la de las acciones y evitar un deterioro permanente del capital. La incomodidad potencial que viene con los altibajos del mercado debe soportarse si uno quiere lograr ganancias similares a las de la equidad.

las tasas de rendimiento.

No es una perogrullada que más invertido = más riesgo. Hay diferentes tipos de riesgo. Creemos, por ejemplo, que estar menos invertido en activos de riesgo invita al mayor riesgo de que la inflación erosione el valor de su efectivo o instrumentos de renta fija "conservadores".

El entorno de dinero fácil desde la gran crisis financiera preparó el escenario para una mayor inflación. La pandemia ha empeorado las cosas, afectando tanto el tamaño como la disponibilidad de la mano de obra y provocando interrupciones en la cadena de suministro. Si bien se puede argumentar razonablemente que la inflación interna en el futuro será inferior al 7 % de 2021, creemos que es probable que la inflación promedie más alta en la próxima década que en la anterior.

algo que actualmente no se espera al igual que no se anticipó el alza del año pasado (Anexos E y F).

8

⁶ Fuente: Yardeni.com, datos I/B/E/S de Refinitiv, FRED. Los datos del gráfico cubren el período del 31 de diciembre de 1978 al 7 de enero de 2022.

*Ganancias esperadas de consenso a futuro divididas por el índice de precios de acciones S&P 500. Mensual hasta marzo de 1994, luego semanal.

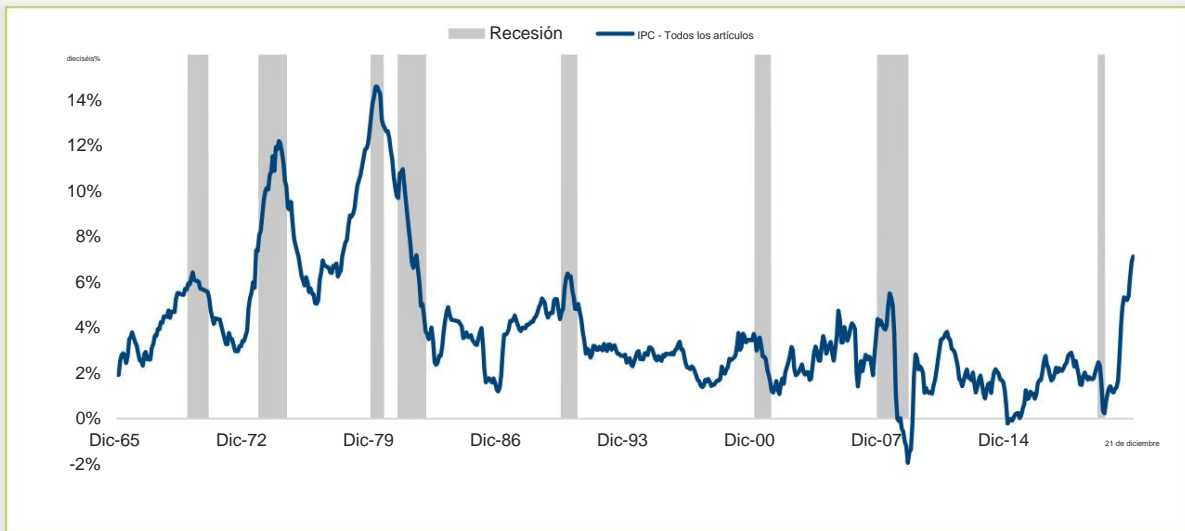
**Mensualmente hasta marzo de 1994, luego semanalmente.

⁷ Fuente: Bloomberg, Fred. Rendimiento de la deuda pública a 10 años de EE. UU., Japón y Alemania al 31 de diciembre de 2021.

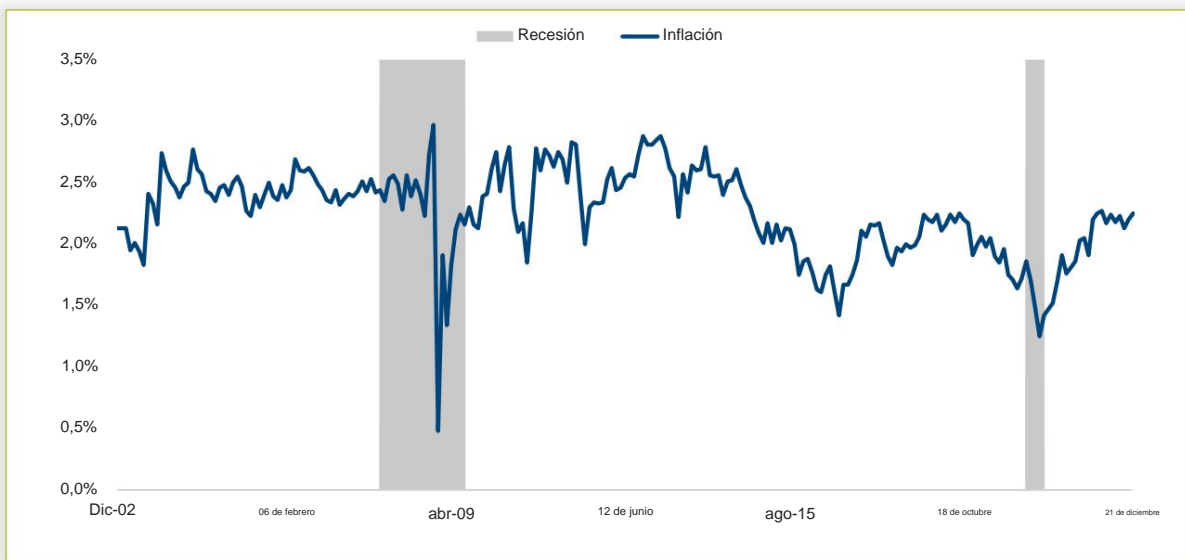
⁸ La inflación promedio de los últimos 10 años (2011-2020) fue de aproximadamente 1,9%.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.

Anexo E: IPC 1965 a 2021



Anexo F: Tasa de expectativa de inflación de EE. UU. a 5 años a futuro¹⁰



Gestionamos su capital para buscar proporcionar una tasa de rendimiento real aceptable en el tiempo, tanto en términos absolutos como teniendo en cuenta el riesgo asumido para lograrlo. Esto nos obliga a buscar proteger nuestra/su cartera de la disminución del rendimiento real que puede causar la inflación. Para lograr esto, nosotros:

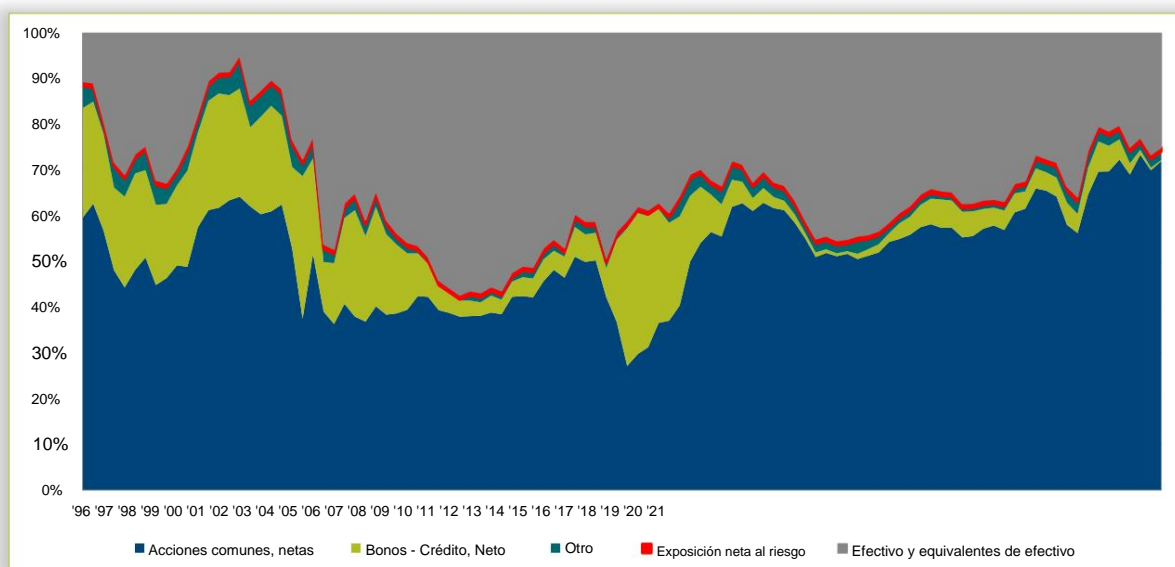
- Poseer más acciones que el promedio histórico (Anexo G), incluidas las tenencias del Fondo de empresas extranjeras de menor precio que creemos que ofrecen un mejor potencial de rentabilidad ajustada al riesgo que sus contrapartes estadounidenses.
- Mantener negocios de buena a gran calidad a buenos precios. Poseer acciones en negocios que son menos costosos y crecen más rápido que el mercado de valores debería ayudar a lograr nuestro objetivo (Anexo H).
- Han evitado los bonos de bajo rendimiento, en particular aquellos con un riesgo crediticio no apreciado (Anexo G).

⁹ Fuente: FRED. Los datos del gráfico cubren el período del 31 de diciembre de 1965 al 31 de diciembre de 2021. CPI significa Índice de precios al consumidor.

¹⁰ Fuente: FRED. Los datos del gráfico cubren el período del 31 de diciembre de 2002 al 31 de diciembre de 2021.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.

Anexo G: Composición histórica de clases de activos de FPA Crescent11



Anexo H: Valoración de tenencia de acciones largas de FPA Crescent y crecimiento de ganancias frente al mercado de valores¹²

	Precio/Ganancias 1 año adelante		Precio/Reserva		Seguimiento de 3 años Crecimiento de las UPA		3 años adelante Crecimiento estimado de EPS	
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2021
FPA Crescent - Equidad larga portafolio	18,9x	15,6x	1,6x	1.8x	-30%	22%	40%	21%
frente a MSCI ACWI NR	-10%	-13%	-43%	-42%			79%	150%
frente al S&P 500	-21%	-25%	-62%	-62%			84%	121%
MSCI ACWI NR	21,1x	18.0x	2.8x	3.1x	-4%	5%	22%	9%
S&P 500	23,9x	20,9x	4.2x	4.8x	1%	9%	22%	10%

Con suerte, la exposición larga a acciones del Fondo continuará superando a los índices globales como lo ha hecho históricamente. Las acciones largas mantenidas por Crescent superaron al S&P 500 en un 0,70 % desde 2007 y superaron al MSCI ACWI en un 4,22 % desde 2011, cuando el Fondo comenzó a inclinarse más internacionalmente (Anexo I).

¹¹ Fuente: FPA. Los datos del gráfico cubren el período del 31 de marzo de 1996 al 31 de diciembre de 2021.

¹² Fuente: CapIQ, Factset, Bloomberg, cálculos de FPA. *El crecimiento de EPS estimado a 3 años* se basa en cálculos de FPA utilizando datos de consenso de CapIQ, Factset y Bloomberg. Las estadísticas prospectivas son estimaciones y están sujetas a cambios. La comparación con los índices S&P 500 y MSCI ACWI se utiliza como una representación del "mercado" y solo tiene fines ilustrativos. El Fondo no incluye el rendimiento superior de ningún índice o índice de referencia en sus objetivos de inversión. Consulte la nota al pie 3 para definición de las participaciones largas en acciones y otra información importante y consulte la página 1 para conocer los rendimientos netos del Fondo. La ponderación promedio de las posiciones largas en acciones en el Fondo fue del 75,2 % y el 71,6 % para el cuarto trimestre de 2020 y el TTM hasta el 31/12/20, respectivamente. o factores de mercado. No se hace ninguna representación de que cualquier cuenta, producto o estrategia logre o sea probable que logre resultados similares a los que se muestran. Las estadísticas de acciones largas que se indican en este documento no representan los resultados que el Fondo o un i el inversor puede o debe esperar recibir. Los accionistas del fondo solo pueden comprar y rescatar acciones al valor liquidativo.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.

Anexo I: Rentabilidad bruta de la carve-out larga en renta variable frente a índices¹³

	TACC del 1/1/07 al 31/12/21	TACC del 1/1/11 al 31/12/21	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
FPACX	11,36%	14,17%	23,18%	12,55%	31,53%	-12,33%	21,07%	15,57%	-0,64%	13,64%	38,12%	17,77%	4,58%	22,48%	38,66%	-38,27%	11,47%
Equidad larga																	
Número MSCI ACWI*	9,95%	18,54%	16,25%	26,60%	-9,42%	23,97%	7,86%	-2,36%	4,16%	22,80%	16,13%	-7,35%	γ				
Exceso de rentabilidad frente a MSCI ACWI NR	4,22%	4,64%	-3,71%	4,93%	-2,91%	-2,90%	7,71%	1,72%	9,48%	15,32%	1,64%	11,93%	γ				
S&P 500	10,66%	15,16%	28,71%	18,40%	31,49%	-4,38%	21,83%	11,96%	1,38%	13,69%	32,39%	16,00%	2,11%	15,06%	26,46%	-37,00%	5,49%
Exceso de Retorno vs. S&P 500	0,70%	-0,99%	-5,53%	-5,85%	0,04%	-7,95%	-0,76%	3,61%	-2,02%	-0,05%	5,73%	1,77%	2,47%	7,42%	12,20%	-1,27%	5,98%

Clausura

Desearíamos poder decirle que la cartera de Crescent está tan barata como siempre, pero dado el sólido desempeño del mercado y del Fondo desde el fondo del mercado en el primer trimestre de 2020, sabe que eso no puede ser cierto. Hemos reposicionado la cartera en función de las viejas oportunidades que se han materializado y las nuevas oportunidades que creemos que ofrecen perspectivas razonables de atractivos rendimientos futuros ajustados al riesgo. La cartera también está diseñada para soportar múltiples resultados potenciales: por ejemplo, inflación, estanflación y recesión.¹⁴

Acabamos de ver The Beatles: Get Back de Peter Jackson. Aunque es un documental musical, no pudimos evitar apreciar cómo esos cuatro jóvenes de Liverpool lograron concentrarse en lo que mejor saben hacer y en lo que querían lograr, a pesar de la presión de otros para hacer algunas cosas de manera diferente. Sus gestores de cartera *se unen de forma similar* para concentrarse en el largo plazo, lo que significa cerrar los oídos a las muchas voces cacofónicas que nos susurran en el corto plazo.

Mis mejores deseos en el Año Nuevo y que usted y sus familias gocen de buena salud.

Respetuosamente,

Gestores de cartera de FPA Crescent
31 de enero de 2022

¹³ Al 31 de diciembre de 2021, que representa los últimos datos disponibles. Datos mostrados desde el 1 de enero de 2007, ya que fue entonces cuando FPA comenzó a capturar estos datos. La CAGR se muestra para el período del 1/1/2007 al 31/12/2021 para el S&P 500 y para el período del 1/1/2011 al 31/12/2021 para el MSCI ACWI.

El MSCI ACWI NR no se consideraba un índice ilustrativo relevante antes de 2011 porque el Fondo no estaba clasificado como un índice global. mandato hasta este momento.

Fuente: FPA y Morningstar Direct. FPACX o Fondo se refiere a FPA Crescent Fund- Clase Institucional. La tabla muestra el rendimiento del segmento largo de renta variable del Fondo únicamente y se presenta bruto de las comisiones de gestión de inversiones, los costos de transacción y los gastos operativos del Fondo, que si se incluyeran, reducirían los rendimientos presentados. Consulte la página 1 para conocer el rendimiento neto general del Fondo desde su creación. Las tenencias largas de acciones solo incluyen valores de acciones, excluyendo transacciones emparejadas, ventas cortas y valores preferentes. La información sobre el rendimiento de acciones largas que se muestra en este documento es solo para fines ilustrativos y puede no reflejar el impacto de factores materiales económicos o de mercado. No se hace ninguna representación de que cualquier cuenta, producto o estrategia logre o sea probable que logre ganancias, pérdidas o resultados similares a los que se muestran. La rentabilidad larga de la renta variable no representa la rentabilidad que un inversor en el Fondo puede o debe esperar recibir. Los accionistas del fondo solo pueden invertir o reembolsar sus acciones al valor liquidativo. La comparación con los índices S&P 500 y MSCI ACWI NR es solo para fines ilustrativos. El Fondo no incluye el rendimiento superior de ningún índice o índice de referencia en sus objetivos de inversión. Un inversor no puede invertir directamente en un índice. La selección activa de acciones se refiere al hecho de que el Fondo puede realizar inversiones fuera del índice o en pesos diferentes a los del índice y, por lo tanto, el rendimiento del Fondo puede diferir, a veces considerablemente, durante un período determinado en comparación con un índice determinado.

¹⁴ El rendimiento del Fondo, el S&P 500 y el MSCI ACWI NR para el período desde el mínimo del primer trimestre de 2020, el 24/03/2020 hasta el 31/12/2021, fue del 77,77 %, 119,03 % y 102,12 %, respectivamente. El rendimiento del fondo es neto de comisiones y gastos e incluye la reinversión de las distribuciones.

El desempeño pasado no es garantía, ni es indicativo, de resultados futuros.



Debe considerar cuidadosamente los objetivos de inversión, los riesgos y los cargos y gastos del Fondo antes de invertir. El Folleto detalla el objetivo y las políticas del Fondo y otros asuntos de interés para el inversor potencial. Por favor, lea el prospecto antes de invertir. El Folleto se puede obtener visitando el sitio web en www.fpa.com, llamando sin cargo al 1-800-982-4372, o comunicándose con el Fondo por escrito.

Rentabilidad Total Anual Promedio (%)

Rendimiento final (%)	Ciclo de mercado Rendimiento										
	A partir de la fecha: 31/12/2021	Comienzo*	20 Años	15 Años	10 Años	5 Años	3 Años	1 año hasta la fecha	QTD	25/03/00-9/10/07	10/10/07-31/12/21
Fondo de la Media Luna FPA (FPACX)	10.25	8.94	7.80	9.39	9.63	15.72	15.17	15.17	1.87	14.70	7.63
S&P 500	10.72	9.52	10.66	16.55	18.47	26.07	28.71	28.71	11.03	2.00	9.39
Número de MSCI ACWI**	-	-	-	11.85	14.40	20.38	18.54	18.54	6.68	-	6.31
60% ACWI NR/40% Bloomberg EE. UU. Ag.	-	-	-	8.42	10.24	14.31	10.20	10.20	4.02	-	5.76
60% S&P500/40% Bloomberg EE. UU. Ag.	8.73	7.72	8.30	11.14	12.62	17.54	15.86	15.86	6.57	3.97	8.14
IPC	2.35	2.31	2.17	2.12	2.92	3.53	7.12	7.12	2.21	2.75	2.10

El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros y el rendimiento actual puede ser mayor o menor que el rendimiento mostrado. Estos datos representan el rendimiento anterior y los inversores deben comprender que los rendimientos de la inversión y los valores del capital fluctúan, de modo que cuando canjee su inversión, puede valer más o menos que su costo original. Los datos actuales de rendimiento de fin de mes, que pueden ser inferiores o superiores a los datos de rendimiento indicados, se pueden obtener en www.fpa.com o llamando sin cargo al 1-800-982-4372. El índice de gastos totales del FPA Crescent Fund – Clase Institucional ("Fondo" o "FPACX") a partir de su folleto más reciente es del 1,15 %, y el índice de gastos netos es del 1,13 % (ambos incluyen dividendos y gastos por intereses en ventas cortas). Se impondrá una comisión de rescate del 2 % a las acciones rescatadas dentro de los 90 días posteriores a la compra o el canje.

Los períodos mayores a un año se anualizan. El rendimiento del fondo se muestra neto de todas las comisiones y gastos. El rendimiento del fondo se calcula sobre una base de rendimiento total que incluye la reinversión de todas las distribuciones. Los rendimientos del Fondo no reflejan la deducción de impuestos que un accionista pagaría sobre las distribuciones del Fondo o el rescate de las acciones del Fondo, lo que reduciría estas cifras.

La comparación con cualquier índice es solo para fines ilustrativos. Un inversor no puede invertir directamente en un índice. El Fondo no incluye el rendimiento superior de ningún índice o índice de referencia en sus objetivos de inversión.

* El Fondo comenzó a operar el 2 de junio de 1993. El rendimiento que se muestra para los períodos anteriores al 1 de marzo de 1996 refleja el rendimiento histórico de un fondo predecesor. FPA asumió el control del fondo predecesor el 1 de marzo de 1996. Los objetivos, políticas, directrices y restricciones del Fondo son, en todos los aspectos materiales, equivalentes a los del fondo predecesor.

** El índice MSCI ACWI NR USD ("MSCI ACWI") no se consideraba un índice ilustrativo relevante antes de 2011 porque el Fondo no estaba clasificado como un mandato global hasta ese momento. El rendimiento del ciclo de mercado para MSCI ACWI se muestra con fines ilustrativos únicamente para ilustrar cómo se han comportado las acciones globales en el ciclo de mercado actual.

Market Cycle Performance refleja los dos ciclos de mercado más recientes (pico a pico) definidos como un período que contiene una disminución de al menos el 20% del pico de mercado anterior durante al menos un período de dos meses y un rebote para establecer un nuevo pico por encima el pico anterior del mercado. El ciclo actual está en curso y, por lo tanto, se presenta hasta el final del trimestre más reciente. Una vez que se cierre el ciclo, los resultados presentados pueden diferir materialmente.

First Pacific Advisors, LP (el "Asesor" o "FPA"), el asesor de inversiones del Fondo, ha acordado contractualmente reembolsar al Fondo los gastos operativos que excedan el 0,05 % de los activos netos promedio del Fondo, excluyendo los honorarios de gestión, gastos administrativos comisiones de servicio, gastos de dividendos de venta al descubierto y gastos de intereses sobre depósitos en efectivo relacionados con ventas al descubierto, honorarios y comisiones de corretaje, gastos de servicio de liquidez de redención, intereses, impuestos, comisiones y gastos de otros fondos en los que invierte el Fondo, y gastos extraordinarios, incluidos los litigios gastos no incurridos en el curso ordinario de los negocios del Fondo, hasta el 30 de abril de 2022. El Asesor también acordó contractualmente reembolsar al Fondo los gastos del servicio de liquidez de redención que excedan el 0,0044% de los activos netos promedio del Fondo hasta el 30 de abril de 2022. Estos acuerdos sólo podrán ser rescindidos antes por la Junta de Síndicos del Fondo (la "Junta") o al terminar el Acuerdo de Asesoría.

A partir del 4 de septiembre de 2020, la comisión de gestión del Fondo del 1 % incluye una comisión de asesoramiento del 0,93 % y una comisión administrativa específica de la clase del 0,07 %.

A partir del 4 de septiembre de 2020, la clase única actual de acciones del Fondo pasó a llamarse acciones de Clase Institucional. Todos los datos incluidos en el presente son representativos de la Clase de acciones institucionales. **Consulte las divulgaciones importantes al final del comentario.**

Divulgaciones importantes

Este Comentario es solo para fines informativos y de discusión y no constituye, y no debe interpretarse como, una oferta o solicitud de compra o venta con respecto a los valores, productos o servicios discutidos, y tampoco proporciona asesoramiento de inversión. Cualquier oferta o solicitud de este tipo solo se realizará de conformidad con el Prospecto del Fondo, que reemplaza la información contenida en este documento en su totalidad. Esta presentación no constituye un acuerdo de gestión de inversiones ni una circular de oferta.

Las opiniones expresadas en este documento y cualquier declaración prospectiva son válidas a la fecha de la publicación y pertenecen al equipo de administración de la cartera y están sujetas a cambios sin previo aviso. Los eventos o resultados futuros pueden variar significativamente de los expresados y están sujetos a cambios en cualquier momento en respuesta a circunstancias cambiantes y desarrollos de la industria.

Esta información y datos se han preparado a partir de fuentes que se consideran confiables, pero no se puede garantizar la precisión y la integridad de la información y no es un resumen completo o una declaración de todos los datos disponibles.

La composición de la cartera cambiará debido a la gestión continua del Fondo. Las referencias a valores o sectores individuales tienen únicamente fines informativos y no deben interpretarse como recomendaciones del Fondo, los gestores de cartera, el Asesor o el distribuidor. No se debe suponer que las inversiones futuras serán rentables o igualarán el desempeño de los valores o ejemplos del sector discutidos. Las tenencias de la cartera al final del trimestre más reciente se pueden obtener en www.fpa.com.

Las inversiones, incluidas las inversiones en fondos mutuos, conllevan riesgos y los inversores pueden perder el valor del capital. Los mercados de capitales son volátiles y pueden caer significativamente en respuesta a desarrollos adversos del emisor, políticos, regulatorios, de mercado o económicos.

El Fondo puede comprar valores extranjeros, incluidos American Depositary Receipts (ADR) y otros certificados de depósito, que están sujetos a tasas de interés, tipos de cambio, riesgos económicos y políticos; estos riesgos pueden aumentar al invertir en mercados emergentes. Las inversiones extranjeras, especialmente las de empresas en mercados emergentes, pueden ser más riesgosas, menos líquidas, más difíciles de valorar y más volátiles que las inversiones en los Estados Unidos. Los acontecimientos políticos y económicos adversos o los cambios en el valor de la moneda extranjera pueden dificultar que el Fondo valore los valores. Las diferencias en los estándares fiscales y contables, las dificultades para obtener información sobre empresas extranjeras, las restricciones para recibir ingresos de inversiones de un país extranjero, las leyes fiscales extranjeras confiscatorias y las posibles dificultades para hacer cumplir las obligaciones contractuales pueden aumentar el riesgo y la volatilidad de las inversiones extranjeras.

Las acciones de pequeña y mediana capitalización implican mayores riesgos y su precio puede fluctuar más que las acciones de compañías más grandes. La venta al descubierto implica mayores riesgos y costos de transacción. Corre el riesgo de pagar más por un valor de lo que recibió de su venta.

El retorno del principal en una inversión en bonos no está garantizado. Los bonos tienen riesgos de emisor, tasa de interés, inflación y crédito.

El riesgo de la tasa de interés es el riesgo de que cuando las tasas de interés suban, el valor de los valores de renta fija, como los bonos, por lo general baje y los inversores pierdan el valor del capital. El riesgo de crédito es el riesgo de pérdida de capital debido a que el emisor no paga un préstamo. En general, cuanto menor sea la calificación de calidad de un valor, mayor será el riesgo de que el emisor no pague los intereses en su totalidad y devuelva el capital de manera oportuna. Si un emisor incumple, el valor puede perder parte o la totalidad de su valor. Bonos de menor calificación, los bonos exigibles y otros tipos de obligaciones de deuda implican mayores riesgos. Los valores respaldados por hipotecas y los valores respaldados por activos están sujetos al riesgo de pago anticipado y al riesgo de impago de las hipotecas u otros activos subyacentes. Los valores de alto rendimiento pueden ser volátiles y estar sujetos a instancias de incumplimiento mucho mayores. Los derivados pueden aumentar la volatilidad.

Las agencias calificadoras que otorgan calificaciones son Standard and Poor's, Moody's y Fitch. Las calificaciones crediticias van de AAA (la más alta) a D (la más baja). Los bonos con calificación BBB o superior se consideran grado de inversión. Las calificaciones crediticias BB e inferiores son valores con calificaciones más bajas (bonos basura). Los bonos de alto rendimiento sin grado de inversión (bonos chatarra) implican mayores riesgos que los bonos con grado de inversión. Los bonos con calificaciones crediticias de CCC o inferiores tienen un alto riesgo de incumplimiento.

Los valores de valor, incluidos los seleccionados por los gestores de cartera del Fondo, están sujetos al riesgo de que el mercado nunca alcance su valor intrínseco porque el mercado no reconoce lo que los gestores de cartera consideran su verdadero valor comercial o porque los gestores de cartera han juzgado mal esos valores. Además, la inversión de estilo de valor puede caer en desgracia y tener un rendimiento inferior al crecimiento u otros estilos de inversión durante períodos determinados.

Invertir en Sociedades de Adquisición de Propósito Especial ("SPACS") implica riesgos. Debido a que las SPAC y entidades similares no tienen antecedentes operativos ni negocios en curso que no sean la búsqueda de adquisiciones, el valor de sus valores depende particularmente de la capacidad de la gerencia de la entidad para identificar y completar una adquisición rentable. Los SPAC no están obligados a proporcionar la profundidad de las divulgaciones o someterse a la rigurosa diligencia debida de una oferta pública inicial (IPO) tradicional. Los inversores en SPAC pueden verse expuestos a inversiones especulativas, extranjeras o nacionales, en sectores/industrias de mayor riesgo. Los inversionistas de SPAC generalmente pagan ciertas tarifas y dan al patrocinador ciertos incentivos (por ejemplo, participaciones de propiedad con descuento) que no se encuentran en las OPI tradicionales. Debido a esto, una inversión en un SPAC puede incluir conflictos potenciales y la posibilidad de desalineación de incentivos en la estructura del SPAC. Para obtener más información relacionada con los riesgos de invertir en SPAC, consulte el Folleto del Fondo.

Si bien las transacciones con derivados pueden reducir ciertos riesgos, implican otros riesgos. Los derivados pueden magnificar las ganancias o pérdidas del Fondo, causando que gane o pierda sustancialmente más de lo que invirtió. Los derivados tienen un riesgo de incumplimiento por parte de la contraparte de un contrato. Cuando se utiliza con fines de cobertura, los aumentos en el valor de los valores que el Fondo posee o tiene la intención de adquirir deberían compensar las pérdidas sufridas con un derivado.

Las inversiones en valores privados y sociedades limitadas presentan riesgos. Estas inversiones no están registradas conforme a las leyes federales de valores y, por lo general, son elegibles para la venta solo a ciertos inversionistas elegibles. Pueden no tener liquidez y, por lo tanto, ser más difíciles de vender, porque puede haber relativamente pocos compradores potenciales para tales inversiones, y la venta de tales inversiones también puede estar restringida por las leyes de valores.

Consulte el **Folleto del Fondo** para obtener una descripción completa de los principales riesgos asociados con el Fondo.

Al tomar cualquier decisión de inversión, debe confiar en su propio examen del Fondo, incluidos los riesgos involucrados en una inversión. Las inversiones mencionadas en este documento pueden no ser adecuadas para todos los destinatarios y, en cada caso, se recomienda a los inversores potenciales que no tomen ninguna decisión de inversión a menos que hayan obtenido el asesoramiento independiente de un asesor debidamente autorizado. Una inversión en cualquiera de los valores mencionados en este documento no garantiza un rendimiento positivo ya que los valores están sujetos a riesgos de mercado, incluida la posible pérdida de capital. No debe interpretar el contenido de este documento como legal, fiscal, inversiones u otros consejos o recomendaciones.

Definiciones de índice

La comparación con cualquier índice es solo para fines ilustrativos y no se debe confiar en ella como una medida de comparación totalmente precisa. El Fondo puede estar menos diversificado que los índices indicados en el presente y puede tener valores que no pertenecen al índice o valores que no son comparables con los contenidos en un índice. Los índices mantendrán posiciones que no están dentro de la inversión del Fondo estrategia. Los índices no están administrados y no reflejan ninguna comisión, costo de transacción o tarifa y gasto en los que incurriría un inversor que compra los valores subyacentes y que reduciría el rendimiento en una cuenta real. No puedes invertir directamente en un índice. El Fondo no incluye el rendimiento superior de ningún índice en sus objetivos de inversión.

El **índice S&P 500** incluye una muestra representativa de 500 empresas de las principales industrias de la economía estadounidense. El índice se centra en el segmento de gran capitalización del mercado, con una cobertura de más del 80 % de las acciones estadounidenses, pero también se considera un indicador del mercado total.

El **índice MSCI ACWI NR USD** es un índice ponderado de capitalización de mercado ajustado por libre flotación que está diseñado para representar el rendimiento del conjunto completo de oportunidades de acciones de mediana y gran capitalización en 23 mercados desarrollados y 26 emergentes.

CAGR es la tasa de crecimiento anual compuesta, es la tasa de rendimiento (RoR) que se requeriría para que una inversión crezca desde su saldo inicial hasta su saldo final, suponiendo que las ganancias se reinvirtieron al final de cada período de la vida útil de la inversión.

El **índice de precios al consumidor (IPC)** es un índice no administrado que representa la tasa de inflación de los precios al consumidor de EE. UU. según lo determinado por el Departamento de Estadísticas Laborales de EE. UU. El IPC se presenta para ilustrar el poder adquisitivo del Fondo frente a cambios en los precios de los bienes en lugar de un punto de referencia, que se utiliza para comparar el rendimiento del Fondo. No puede haber garantía de que el IPC refleje el nivel exacto de inflación en un momento dado.

El **índice de bonos agregados de EE. UU. de Bloomberg (BBg)** proporciona una medida del desempeño del mercado de bonos de grado de inversión de EE. UU., que incluye bonos del gobierno de EE. UU. venta en los Estados Unidos. Los valores en el Índice deben tener al menos 1 año restante de vencimiento. Además, los valores deben estar denominados en dólares estadounidenses y deben ser de tasa fija, no convertibles y sujetos a impuestos.

60% S&P500/ 40% Bloomberg US Aggregate Bond Index es una combinación hipotética de índices no administrados y comprende 60% S&P 500 Index y 40% Bloomberg US Aggregate Bond Index.

60% MSCI ACWI NR USD/ 40% Bloomberg US Aggregate Bond Index es una combinación hipotética de índices no administrados y comprende 60% MSCI ACWI Index y 40% Bloomberg US Aggregate Bond Index.

Otras definiciones

El **bono corporativo** es un tipo de título de deuda emitido por una empresa y vendido a los inversores. La empresa obtiene el capital que necesita y, a cambio, el inversionista recibe un número preestablecido de pagos de intereses a una tasa de interés fija o variable.

Las **ganancias por acción (EPS)** se calculan como las ganancias de una empresa divididas por las acciones ordinarias en circulación. El número resultante sirve como indicador de la rentabilidad de una empresa.

El **crecimiento de las ganancias por acción** se define como el cambio porcentual en las ganancias por acción normalizadas durante los 12 años anteriores. período de un mes hasta el final del último año.

El **rendimiento de las ganancias** se refiere a las ganancias por acción del período de 12 meses más reciente dividido por el precio de mercado actual por acción. El rendimiento de las ganancias (el inverso de la relación P/E) muestra el porcentaje de las ganancias por acción de una empresa.

El **bono del gobierno** es un título de deuda emitido por un gobierno para respaldar el gasto y las obligaciones del gobierno. Los bonos del gobierno pueden pagar pagos de intereses periódicos llamados pagos de cupones.

Los bonos de alto rendimiento (también llamados bonos basura) son bonos que pagan tasas de interés más altas porque tienen calificaciones crediticias más bajas que los bonos de grado de inversión. Los bonos de alto rendimiento tienen más probabilidades de incumplimiento, por lo que deben pagar un rendimiento más alto que los bonos de grado de inversión para compensar a los inversores.

La inflación es la disminución del poder adquisitivo de una moneda determinada a lo largo del tiempo. Una estimación cuantitativa de la tasa a la que se produce la disminución del poder adquisitivo puede reflejarse en el aumento del nivel medio de precios de una cesta de bienes y servicios seleccionados en una economía durante un período de tiempo.

El grado de inversión es una calificación que significa que un bono municipal o corporativo presenta un riesgo de incumplimiento relativamente bajo.

Long Equity Performance representa el rendimiento de las acciones que el Fondo poseía durante los períodos de tiempo dados y excluye la porción larga de acciones de una operación de par, ventas cortas, sociedades limitadas, derivados/futuros, bonos corporativos, valores respaldados por hipotecas y efectivo y efectivo, equivalentes

La capitalización de mercado se refiere al valor de mercado total en dólares de las acciones en circulación de una empresa. Comúnmente conocida como "capitalización de mercado", se calcula multiplicando el número total de acciones en circulación de una empresa por el precio de mercado actual de una acción.

Market Cycles, también conocido como ciclos bursátiles, es un término amplio que se refiere a tendencias o patrones que surgen durante diferentes mercados o entornos comerciales.

La exposición neta de renta variable incluye valores de renta variable largos menos ventas en corto y valores preferentes.

La exposición neta al riesgo es una medida de la medida en que la cartera de negociación de un fondo está expuesta a las fluctuaciones del mercado. En lo que respecta al Fondo, es el porcentaje de la cartera expuesta a Activos de Riesgo.

Price to Book se utiliza para comparar la capitalización de mercado de una empresa con su valor en libros. Se calcula dividiendo el precio de las acciones de la empresa por acción por su valor contable por acción (BVPS). El valor en libros de un activo es igual a su valor en libros en el balance y las empresas lo calculan neteando el activo contra su depreciación acumulada.

Precio a ganancias es la relación para valorar una empresa que mide el precio actual de sus acciones en relación con su EPS. La relación precio-ganancia también se conoce a veces como múltiplo de precio o múltiplo de ganancia.

Trailing Price to Earnings es un múltiplo de valoración relativa que se basa en los últimos 12 meses de ganancias reales.

Forward Price to Earnings es una versión de la relación precio-beneficio (P/E) que utiliza ganancias pronosticadas para el cálculo de P/E.

Los activos de riesgo son cualquier activo que conlleva un grado de riesgo. Activo de riesgo generalmente se refiere a activos que tienen un grado significativo de volatilidad de precios, como acciones, materias primas, bonos de alto rendimiento, bienes raíces y divisas, pero no incluye efectivo y equivalentes de efectivo.

La desviación estándar es una medida de la dispersión de un conjunto de datos de su media.

Los bonos del Tesoro (T-bonds) son títulos de deuda pública emitidos por el gobierno federal de los EE. UU. que tienen vencimientos superiores a 20 años. Los bonos del Tesoro ganan intereses periódicos hasta el vencimiento, momento en el que al propietario también se le paga una cantidad nominal igual al principal.

La volatilidad es una medida estadística de la dispersión de los rendimientos de un valor o índice de mercado determinado. En la mayoría de los casos, cuanto mayor sea la volatilidad, más riesgoso será el valor. La volatilidad a menudo se mide como la desviación estándar o la varianza entre los rendimientos de ese mismo valor o índice de mercado.

El rendimiento se refiere a las ganancias generadas y realizadas en una inversión durante un período de tiempo determinado. Se expresa como un porcentaje basado en el monto invertido, el valor de mercado actual o el valor nominal del valor.

©2021 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí contenida: (1) es propiedad de Morningstar y/o sus proveedores de contenido; (2) no se puede copiar ni distribuir; y (3) Morningstar no garantiza que sea preciso, completo o oportuno. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenido son responsables de ningún daño o pérdida que surja del uso de esta información. **El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros.**

Los Fondos FPA son distribuidos por UMB Distribution Services, LLC, 235 W. Galena Street, Milwaukee, WI, 53212.



Fondo de la Media Luna FPA
Tenencias de cartera

31/12/2021

CORAZÓN	PRINCIPAL/	SEGURIDAD	TASA DEL CUPÓN (%)	FECHA DE VENCIMIENTO	PRECIO MKT (\$)	VALOR MKT (\$)	% DEL VALOR DEL ACTIVO NETO
ATVI	2.313.470	ACCIONES ORDINARIAS (LARGAS)					
		ACTIVISION BLIZZARD INC			66,53	153915159	1,5%
9988 Hong Kong	5.586.312	ALIBABA GROUP HOLDING LTD*			15,25	85182204 347	0,8%
GOOGL	120.086	ALFABETO INC-CL A			2.897,04	893 945 267	3,4%
GOOG	92.424	ALFABETO INC-CL C			2.893,59	437 162	2,6%
AMZN	15.136	AMAZON.COM INC			3.334,34	50468570 295	0,5%
AIG	5.195.127	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP ANALOG			56,86	394 921 295	2,9%
IDA	1.683.454	DEVICES INC AON PLC*			175,77	900 710 237	2,9%
AON	790.294				300,56	530 765	2,3%
9888 Hong Kong	3.912.174	BAIDU INC-CLASE A*			18,54	72548475 357	0,7%
AVGO	536.804	BROADCOM INC.			665,41	194 750 254	3,5%
CHTR	390.978	CHARTER COMUNICACIONES INC-A			651,97	905 927	2,5%
SO CFRAO	2.521.536	CIE FINANCIERE RICHEMONT-CW*			1,10	2767270 101	0,0%
SW CFR	676.970	CIE FINANCIERE RICHEMONT-REG*			150,30	746 095 215	1,0%
C	3.571.897	CITIGROUP INC			60,39	706 860 351	2,1%
CMCSA	6.979.258	COMCAST CORP-CLASE A			50,33	266 055	3,4%
DELL	1.192.689	TECNOLOGÍAS DELL -C			56,17	66993341	0,7%
ENTR LN	3.205.123	ENTAIN PLC*			22,78	73013490	0,7%
EPIC_SHA	33.130	JUEGOS EPIC INC			885,00	29320050 116	0,3%
FE	2.789.666	PRIMERA ENERGÍA CORP			41,59	022 209	1,1%
FLTR LN	369.704	FLUTTER ENTERTAINMENT PLC-DI*			159,18	58848549 233	0,6%
GLEN LN	46.063.352	PLC GLENCORE*			5,08	777 756 227	2,3%
GBLB BB	2.039.158	GRUPO BRUXELLES LAMBERT SA*			111,76	886 352	2,2%
gpor	503.402	CORPORACIÓN DE ENERGÍA DE GULFPORT			72,03	36260046	0,4%
HEI GY	1.012.913	HEIDELBERGCEMENT AG*			67,76	68638527 282	0,7%
SO HOLN	5.535.770	HOLCIM LTD*			51,04	559 990 145	2,7%
HWM	4.577.152	HOWMET AEROSPACIAL INC			31,83	690 748 130	1,4%
IFF TI	867.290	SABORES Y FRAGANCIAS INTERNACIONALES			150,65	657 239 124	1,3%
JDEP NA	4.041.690	NV DE JDE PEET*			30,85	699 634 182	1,2%
JEF	4.697.583	GRUPO FINANCIERO JEFFERIES EN			38,80	266 220	1,8%
TKWY NA	965.437	SOLO COMER PARA LLEVAR*			55,18	53275784	0,5%
KMI	5.262.897	KINDER MORGAN INC			15,86	83469546 109	0,8%
003550 KS	1.610.540	CORPORACION LG*			68,05	604 783	1,1%
LPLA	606.686	LPL FINANCIAL HOLDINGS INC			160,09	97124362 114	0,9%
MAR	693.390	MARRIOTT INTERNACIONAL - CL A			165,24	575 764	1,1%
MCDIF	14.118.980	MCDERMOTT INTERNACIONAL LTD			0,41	5788782	0,1%
MCDIF	31.609.578	MCDERMOTT INTERNACIONAL LTD (AI - CONTRA CUSIP)			0,41	12959927 432	0,1%
MCDIF	1.053.862	MCDERMOTT INTERNACIONAL LTD (QIB/AI - CONTRA CUSIP)			0,41	083 301 289	0,0%
---	895.761	META PLATAFORMAS INC			336,35	212 53670711	2,9%
NPN SJ	345.972	NASPERS LTD-N SHS*			155,13	25656715	0,5%
NFLX	42.588	NETFLIX INC.			602,44	79205779	0,2%
3659 JP	4.096.691	NEXON CO LTD*			19,33	97886861	0,8%
NXPI	429.743	NXP SEMICONDUCTORS NV*			227,78	71953613	1,0%
OTEX	1.515.451	CORPORACIÓN DE TEXTO ABIERTO*			47,48	43674998 203	0,7%
PCG	3.597.611	PG & E CORP			12,14	448 914	0,4%
PRX NA	2.430.289	PROSUS NV*			83,71	80246092	2,0%
028260 KS	801.618	SAMSUNG C&T CORP*			100,11	27847856	0,8%
SBNY	86.091	BANCO DE FIRMA			323,47	92732866	0,3%
9984 JP	1.963.022	CORPORACIÓN DEL GRUPO SOFTBANK*			47,24	55564380	0,9%
SHFP	1.146.250	SOUND HOLDING FP LUXEMBURGO*			48,47	57520515	0,5%
19 HK	10.113.170	SWIRE PACIFIC LTD - CL A*			5,69	313.728.857	0,6%
TELEFONO	1.944.520	TE CONECTIVIDAD LTD*			161,34	49.631.577	3,1%
UBER	1.183.677	TECNOLOGÍAS UBER INC			41,93	54.514.860	0,5%
RBU FP	1.111.750	ENTRETENIMIENTO UBISOFT*			49,04	98.854.522	0,5%
UNVR	3.486.932	SOLUCIONES UNIVAR INC			28,35	103.443.122	1,0%
WAB	1.123.039	CORPORACIÓN WABTEC			92,11	230.749.590	1,0%
WFC	4.809.287	WELLS FARGO & CO			47,98		2,2%



Fondo de la Media Luna FPA
Tenencias de cartera

31/12/2021

CORAZÓN	PRINCIPAL/	SEGURIDAD	TASA DEL CUPÓN (%)	FECHA DE VENCIMIENTO	PRECIO MKT (\$)	VALOR MKT (\$)	% DEL VALOR DEL ACTIVO NETO
		TOTAL DE ACCIONES ORDINARIAS (LARGAS)				7,385,345,088	71,8%
		ACCIÓN COMÚN - SPAC (LARGO)					
AAQC/E	1,824	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN ACCELERADA	9.97		18.185		0,0%
AGAC/U	175,509	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE ORO AFRICANO	10.08		1.769.131		0,0%
AGRU	972,411	CORPORACIÓN DE CRECIMIENTO ÁGIL	9.81		9.539.352		0,1%
APTMU	40,319	ALPHA PARTNERS TECNOLOGÍA YO	9.85		397.142		0,0%
ESTANQUE/U	948,163	ANGEL POND HOLDINGS CORP	9.88		9.367.850		0,1%
APGB/U	206,968	CAPI DE CRECIMIENTO ESTRATÉGICO APOLLO	9.96		2.061.401		0,0%
CAA/U	494,451	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE ARES	9.93		4.909.898		0,0%
ARTAW	10,692	ADQUISICIÓN ARTESANAL A -CW28*	0.71		7.591		0,0%
ARTA	32,078	ADQUISICIÓN ARTESANAL CORP-A*	9.91		317.893		0,0%
ACAHW	412,865	ATLÁNTICO COSTERO ACQ A -CW27	0.62		256.018		0,0%
ACAH	1,238,597	ADQUISICIÓN COSTERA DEL ATLÁNTICO-A	9.76		12.088.707		0,1%
BBLN/WS	12,409	HABILIDADES DE BABILONIA A -CW26*	0.68		8.438		0,0%
BBAI/WS	266,952	BIGBEAR.AI HOLDINGS INC	0.81		216.231		0,0%
TORNILLO	209,280	BROADSCALE ACQ CL A -CW26	0.94		196.723		0,0%
ESCALA	837,121	BROADSCALE ADQUISITION -CL A BURTECH	9.94		8.320.983		0,1%
BRKHU	438,637	ACQUISITION CORP CHURCHILL CAPITAL	10.01		4.390.756		0,0%
CVIU/U	616,422	CORP VII	10.02		6.177.165		0,1%
CLAA/U	1,032,132	COLONNADE ADQUISITION CORP I	9.88		10.197.464		0,1%
COVAU	334,885	COVA ACQUISITION CORP	10.00		3.348.850		0,0%
DHCAU	520,584	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE DHC	9.78		5.091.312		0,0%
DTOCU	72,255	OPORTUNIDAD DE TRANSFORMACIÓN DIGITAL	9.91		716.047		0,0%
DESAU	1,032,135	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DISRUPTIVA	9.81		10.125.244		0,1%
MEDE/U	157	SOCIEDAD DE ADQUISICIÓN DE ESM	9.93		1.559		0,0%
FLME/U	493,906	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE LLAMA	9.98		10.300.807		0,1%
FRXB/U	124,395	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE CARRETERAS FORESTALES	9.91		12.319.205		0,1%
FVIV/U	1,242,983	ADQUISICIÓN DE VALOR DE FORTALEZA IV	9.82		4.850.157		0,0%
HERAU	1,032,145	FTAC HERA ACQUISITION CORP	9.96		1.238.974		0,0%
FSNB/U	173,927	FUSIÓN ADQUISICIÓN CORP II	9.90		1.721.008		0,0%
GGMCU	1,033,214	CORPORACIÓN DE LA FUSIÓN DE GLENFARNE	9.92		10.249.483		0,1%
GPACU	387,688	ADQUISICIÓN DE SOCIO GLOBAL C	9.85		3.818.727		0,0%
GAMCU	1,032,132	CORPORACIÓN DE LA FLECHA DE ORO	9.80		10.114.894		0,1%
GIIXW	235,462	GOES HOLD VIII CL A -CW27	2.03		59.748		0,0%
GSEVU	29,433	GOES HOLDINGS VII INC	9.99		48.412		0,0%
GIX	4,846 6,490	GOES HOLDINGS VIII INC-CL A	10.20		2.401.712		0,0%
GTPBU	648,196	SOCIOS TECNOLÓGICOS DE GOES II	10.08		65.419		0,0%
GXII	216,065	GX ACQUISITION CORP II-A	9.71		6.293.983		0,1%
GXIWI	1,834 7,337	ADQUISICIÓN GX II A -CW28	0.50		108.033		0,0%
HYACW	98,835	ADQUISICIÓN DE HAYMAKER CO-CW27	0.72		1.320		0,0%
HYAC	866,479	HAYMAKER ACQUISITION CORP-A	9.83		72.123		0,0%
HGN/WS	1,243,215	HELIOGEN INC - CW28	1.70		168.020		0,0%
HIHU	1,032,132	HUDSON EXECUTIV INV CORP III	9.81		12.195.939		0,1%
IPVIU	1,243,001	INTERPRIVATE IV INFRATECNOLOGÍA	9.85		8.534.818		0,1%
KIIU	1,030,833	ADQUISICIÓN DE KISMET TRES COR	9.80		10.114.894		0,1%
LCAHU	37,457	LANDCADIA HOLDINGS IV INC	10.00		12.430.010		0,1%
LGACU	111,893	LAZARD GROWTH ADQUISICIÓN CO	9.89		370.450		0,0%
LEGAU	760,239	OPORTUNIDAD DE CRECIMIENTO DE VANGUARDIA	10.02		1.121.168		0,0%
DRAYU	539,903	ADQUISICIÓN DE CAPITAL DE MACONDRAY	9.97		10.277.405		0,1%
MIT/U	613,285	TECNOLOGÍA INDUSTRIAL MASON	9.92		7.541.571		0,1%
MTAL/U	69,903	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE METALES	9.85		5.318.045		0,1%
MACCU/U	94,559	CORPORACIÓN DE AVANCE DE LA MISIÓN	9.90		6.071.522		0,1%
MONCU	425,470	ADQUISICIÓN DEL CÍRCULO MONUMENTAL	9.91		692.739		0,0%
VORBW	550,747	NEXTGEN ACQ CORP II-A-CW27	1.40		132.383		0,0%
NSTD/E		CORPORACIÓN DE INVERSIÓN DE LA ESTRELLA DEL NORTE	9.91		4.216.408		0,0%
NSTC/U		INVERSIÓN ESTRELLA NORTE III	9.93		5.466.164		0,1%



Fondo de la Media Luna FPA
Tenencias de cartera

31/12/2021

CORAZÓN	PRINCIPAL/	SEGURIDAD	TASA DEL CUPÓN (%)	FECHA DE VENCIMIENTO	PRECIO MKT (\$)	VALOR MKT (\$)	% DEL VALOR DEL ACTIVO NETO
OHPAU	252,217	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE ORION	9.85		2,484,337	0,0%	
PDOT/U	582,407	PERIDOT ADQUISICIÓN CORP II	9.93		5,783,337	0,1%	
PSTH	457,176	TONTINA CUADRADA PERSHING -A	19.72		9,015,511	0,1%	
PTOCW	322,524	TECNOLOGÍA PINO ACQ A -CW28	0.57		183,838	0,0%	
PTO	967,571	ADQUISICIÓN DE TECNOLOGÍA PINE-CL A	9.84		9,520,899	0,1%	
PLMIU	969,880	PLUM ACQUISITION CORP I	9.73		9,436,932	0,1%	
GMBT	82,401	GAMBITO DE REINA CRECIMIENTO -CL A	9.90		815,770	0,0%	
GMBTW	27,467	GAMBITO DE REINA GRTH -A -CW27	0.64		17,584	0,0%	
ROSA/U	231,224	ROSS ADQUISICIÓN CORP II	10.02		2,317,864	0,0%	
RXRAU	9,883	CORPORACIÓN DE ADQUISICIÓN DE RXR	9.90		97,842	0,0%	
SPKBU	130,768	COR DE ADQUISICIÓN DE PUNTA DE PLATA	9.95		1,301,142	0,0%	
SLAMU	714,327	CORPORACIÓN SLAM	9.88		7,057,551	0,1%	
SCAQU	671,649	STRATIM CLOUD ADQUISITION CO	9.80		6,582,160	0,1%	
TSPQ/U	118,726	ADQUISICIÓN DE PROPÓSITO ESPECIAL DE TCW	9.90		1,175,387	0,0%	
TIOAU	297,050	TIO TECH A*	9.92		2,946,736	0,0%	
TLGA/U	1,242,983	ADQUISICIÓN DE TLG ONE CORP	9.90		12,307	0,1%	
TWLVU	990,015	DOCE MARES INVERSIÓN CO II	9.93		2,946,736	0,1%	
VIKACQ1/W NO	3,187,500	VIKING ACQ 1 COMO*	0.76		12,305,532	0,0%	
VIKACQ1 NO	6,375,000	VIKING ACQ 1 COMO PP*	0.76		9,830,849	0,0%	
		TOTAL DE ACCIONES ORDINARIAS - SPAC (LARGO)			2,412,959	2,412,959	0,0%
		ACCIONES ORDINARIAS (CORTAS)					
9434 JP	-1,426,732	SOFTBANK CORPORACIÓN*	12.64		(18,040,352)	-0,2%	
ESPIAR	-505,929	Fideicomiso SPDR S&P 500 ETF	474.96		(240,296,038)	-2,3%	
		TOTAL DE ACCIONES ORDINARIAS (CORTAS)			(258,336,390)	-2,5%	
		ACCIONES PREFERENTES					
gpor	1,345	GULFPORT ENERGY CORP PFD	540.79		727,363	0,0%	
MDR	22,591	MCDERMOTT PREFERIDO	600.00	31/12/2025	13,554,380	0,1%	
		TOTAL DE ACCIONES PREFERENTES			14,281,743	0,1%	
		FONDOS CERRADOS (LARGO)					
AABA_ESC	4,756,180	ALTABA INC - FIDEICOMISO	5.93		28,204,147	0,3%	
		TOTAL FONDOS CERRADOS (LARGO)			28,204,147	0,3%	
		SOCIEDADES LIMITADAS					
	150,000	FOOTPATH VENTURES SPV IV LP	100.72		15,108,448	0,1%	
	1,185,446	FPS LLC	70.61		83,704,351	0,8%	
	107,799	FPS SHELBY HOLDCO I LLC	82.34		8,876,468	0,1%	
	958,312	GACP II, LLC US	30.92		29,634,927	0,3%	
	120,000	FARMING REALTY TRUST II US FARMING	69.53		8,343,236	0,1%	
	350,000	REALTY TRUST LP TOTAL DE SOCIEDADES LIMITADAS	17.05		5,966,001	0,1%	
		TOTAL SOCIEDADES LIMITADAS			151,633,431	1,5%	
		DERIVADOS/FUTUROS					
	26,006,181,300	COMPRAR .676 OIS CAP ATM+22.5BPS (MS)	0.00	11/01/2029	0.06	14,960,836	0,1%
	477,600,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP EN 3Y30Y 02/15/23 (BARC)	0.00	15/02/2023	0.00	682,968	0,0%
	920,450,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 02/15/23 (GS)	0.00	15/02/2023	0.00	902,041	0,0%
	506,250,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 02/15/23 (MS)	0.00	15/02/2023	0.00	374,625	0,0%
	477,600,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP EN 3Y30Y 02/22/23 (BARC)	0.00	22/02/2023	0.00	702,072	0,0%
	920,450,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 02/22/23 (GS)	0.00	22/02/2023	0.00	920,450	0,0%
	506,250,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP EN 3Y30Y 02/22/23 (MS)	0.00	22/02/2023	0.00	394,875	0,0%
	477,600,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP EN 3Y30Y 03/01/23 (BARC)	0.00	01/03/2023	0.00	740,280	0,0%
	920,450,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 03/01/23 (GS)	0.00	01/03/2023	0.00	948,064	0,0%
	506,250,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 03/01/23 (MS)	0.00	03/01/2023	0.00	415,125	0,0%
	477,600,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP EN 3Y30Y 03/08/23 (BARC)	0.00	08/03/2023	0.00	764,160	0,0%
	920,450,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 03/08/23 (GS)	0.00	08/03/2023	0.00	975,677	0,0%



Fondo de la Media Luna FPA
Tenencias de cartera

31/12/2021

CORAZÓN	PRINCIPAL/	SEGURIDAD	TASA DEL CUPÓN (%)	FECHA DE VENCIMIENTO	PRECIO MKT (\$)	VALOR MKT (\$)	% DEL VALOR DEL ACTIVO NETO
	506,250,000,000	COMPRAR 4 CMS CAP ON 3Y30Y 03/08/23 (MS)	0.00	08/03/2023	0.00	440,438	0,0%
	-26,006,181,300	CORTO .351 OIS PISO ATMF-10BPS (MS)	0.00	11/01/2029	0.01	(3,501,472)	0,0%
		TOTAL DERIVADOS/FUTUROS				19,720,138	0,2%
		DEUDA BANCARIA Y OTRAS DEUDAS DE CRÉDITO					
	33,083,090	LEALAND FINANCE CO BV*	4.101	30/06/2025	43,00	14,225,729	0,1%
	1,074,102	LEALAND FINANCE CO BV*	3.101	30/06/2024	57,00	612,238	0,0%
	-11,282,457	LEALAND FINANCE COMPANY BV ROLL OFF LC LEALAND	5.436	10/05/2023	47,00	(5,302,755)	-0,1%
	-19,843,000	FINANCE COMPANY BV SENIOR EXIT LC*	3.101	30/06/2024	47,00	(9,326,210)	-0,1%
	40,000,827	MCDERMOTT LC	4.000	31/12/2025	53,00	21,200,438	0,2%
	741,988	STEENBOK LUX FINCO 2 SARL*	10.750	31/12/2022	102,89	763,446	0,0%
		TOTAL DEUDA BANCARIA Y OTRAS DEUDAS DE CRÉDITO				22,172,885	0,2%
		TOTAL DE VALORES DE INVERSIÓN				7,688,971,688	74,8%
		PAPEL COMERCIAL					
AMZN	17,000,000	AMAZON.COM INC	0,047	11/02/2022	99,99	16,998,838,42	0,2%
AMZN	43,000,000	AMAZON.COM INC	0,049	14/02/2022	99,99	996,847,24	0,4%
APPINC	25,000,000	APPLE INC	0,057	11/01/2022	100,00	999,653,19	0,2%
CSCO	20,000,000	SISTEMAS CISCO INC	0,073	02/03/2022	99,99	998,533,59	0,2%
CSCO	60,000,000	SISTEMAS CISCO INC	0,072	02/02/2022	99,99	995,733,39	0,6%
JNJPP	40,000,000	JOHNSON Y JOHNSON	0,041	15/02/2022	99,99	997,000,124	0,4%
NESECP	125,000,000	NESTLÉ CAPITAL CORP	0,053	12/01/2022	100,00	997,326,45,199	1,2%
NESTFN	45,200,000	NESTLE FINANCE INTL LTD*	0,061	11/01/2022	100,00	121,59,999,250	0,4%
rochol	60,000,000	ROCHE HOLDINGS INC	0,058	01/10/2022	100,00	24,999,444,24	0,6%
rochol	25,000,000	ROCHE HOLDINGS INC	0,064	21/01/2022	100,00	999,508,1,24	0,2%
rochol	25,000,000	ROCHE HOLDINGS INC	0,064	19/01/2022	100,00	610,485	0,2%
		TOTAL PAPEL COMERCIAL				610,485	4,7%
		GOBIERNO Y AGENCIAS DE LOS ESTADOS UNIDOS (CORTO PLAZO)					
	125,000,000	FACTURA DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,00	04/01/2022	100,00	124,999,913	1,2%
	77,000,000	FACTURA DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,063	11/01/2022	100,00	76,999,361	0,7%
	100,000,000	FACTURA DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,063	18/01/2022	100,00	9998,360	1,0%
	127,000,000	FACTURA DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,060	25/01/2022	100,00	126,999,048	1,2%
	90,000,000	PROYECTO DE LEY DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,050	02/01/2022	99,99	89,994,999	0,9%
	100,000,000	PROYECTO DE LEY DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,051	15/02/2022	100,00	994,470	1,0%
	118,000,000	PROYECTO DE LEY DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,050	22/02/2022	100,00	117,994,348	1,1%
	121,000,000	PROYECTO DE LEY DE GESTIÓN DE EFECTIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,055	01/03/2022	99,99	120,989,134	1,2%
	70,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,060	24/02/2022	99,99	69,994,911	0,7%
	75,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,040	01/06/2022	100,00	74,999,919	0,7%
	100,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,060	13/01/2022	100,00	99,911	1,0%
	7,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,060	20/01/2022	100,00	74,999,999,423	0,7%
	100,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,058	17/02/2022	100,00	996,9940	1,0%
	40,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,055	03/03/2022	99,99	39,995,980	0,4%
	110,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,060	10/03/2022	99,99	39,995,980	1,1%
	50,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,048	08/02/2022	100,00	39,996,684	0,5%
	85,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,035	27/01/2022	100,00	109,985,810	0,8%
	120,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,070	31/03/2022	99,99	49,998,890	1,2%
	200,000,000	LEY DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS	0,122	05/05/2022	99,97	84,997,459	1,9%
		TOTAL GOBIERNO Y AGENCIAS DE EE. UU. (CORTO PLAZO)				119,997,459 119,997,459 119,986,644 119,986,644 119,986,644 119,986,644 119,986,644 119,986,644 119,986,644 119,986,644	1,9%
		ACUERDOS DE RECOMPRA					
	104,822,000	BANCO DE LA CALLE DEL ESTADO/FICC REPO	0,000	01/03/2022		104,822,000	1,0%
		TOTAL ACUERDOS DE RECOMPRA				104,822,000	1,0%
		EQUIVALENTES DE EFECTIVO				123,083,357	1,2%



Fondo de la Media Luna FPA
Tenencias de cartera

31/12/2021

CORAZÓN	PRINCIPAL/	SEGURIDAD	TASA DEL CUPÓN (%)	FECHA DE VENCIMIENTO	PRECIO MKT (\$)	VALOR MKT (%)	% DEL VALOR DEL ACTIVO NETO
EFECTIVO TOTAL Y EQUIVALENTES							25,2%
ACTIVOS NETOS TOTALES							100,0%
NÚMERO DE POSICIONES LARGAS DE RENTA VARIABLE							132
NÚMERO DE POSICIONES DE CRÉDITO DE RENTA FIJA LARGA							25

* Indica seguridad extranjera.

Revelaciones de tenencia de cartera

Debe considerar cuidadosamente los objetivos de inversión, los riesgos, los cargos y los gastos del FPA Crescent Fund ("Fondo") antes de invertir. El Folleto detalla el objetivo y las políticas del Fondo, los cargos de venta y otros asuntos de interés para el inversor potencial. Por favor, lea el prospecto antes de invertir. El Folleto se puede obtener visitando el sitio web en www.fpa.com, por correo electrónico a crm@fpa.com, llamando sin cargo al 1-800-982-4372 o comunicándose con el Fondo por escrito.

Los datos de tenencias del Fondo contenidos en este documento están sujetos a cambios. La composición de la cartera cambiará debido a la gestión continua del Fondo. Las referencias a valores individuales son solo para fines informativos y no deben interpretarse como recomendaciones del Fondo, los administradores de cartera, FPA o el distribuidor.

Las inversiones, incluidas las inversiones en fondos mutuos, conllevan riesgos y los inversores pueden perder el valor del capital. Los mercados de capitales son volátiles y pueden caer significativamente en respuesta a desarrollos adversos del emisor, políticos, regulatorios, de mercado o económicos. El Fondo puede comprar valores extranjeros, incluidos American Depository Receipts (ADR) y otros certificados de depósito, que están sujetos a tasas de interés, tipos de cambio, riesgos económicos y políticos; esto puede mejorarse al invertir en mercados emergentes. Los valores de empresas más pequeñas y menos conocidas implican mayores riesgos y su precio puede fluctuar más que los valores de empresas más grandes. La venta al descubierto implica mayores riesgos y costos de transacción. Corre el riesgo de pagar más por un valor de lo que recibió de su venta.

El retorno del principal en una inversión en bonos no está garantizado. Los bonos tienen riesgos de emisor, tasa de interés, inflación y crédito que están asociados con los bonos subyacentes propiedad del Fondo. El riesgo de tasa de interés es cuando las tasas de interés suben, el valor de los valores de renta fija, como los bonos, generalmente baja y los inversores pueden perder el valor del capital. El riesgo de pérdida de capital debido a que el emisor no paga un préstamo. En general, cuanto menor sea la calificación de calidad de un valor, mayor será el riesgo de que el emisor no pague los intereses en su totalidad y devuelva el capital de manera oportuna. Si un emisor incumple, el valor puede perder parte o todo su valor. Los bonos de menor calificación, los bonos exigibles y otros tipos de obligaciones de deuda implican mayores riesgos. Los valores hipotecarios, las obligaciones hipotecarias colateralizadas (CMO) y los valores respaldados por activos están sujetos al riesgo de pago anticipado y al riesgo de incumplimiento de las hipotecas u otros activos subyacentes; tales derivados pueden aumentar la volatilidad. Estos valores también pueden ser muy sensibles a los cambios en las tasas de interés. Los valores convertibles generalmente no tienen grado de inversión y están sujetos a un mayor riesgo de crédito que las inversiones de mayor calificación. Los valores de alto rendimiento pueden ser volátiles y estar sujetos a instancias de incumplimiento mucho mayores. El Fondo puede experimentar mayores costos, pérdidas y demoras en la liquidación de los valores subyacentes si el vendedor de un acuerdo de recompra se declara en quiebra o incumplimiento.

Las agencias calificadoras que otorgan calificaciones son Standard and Poor's ("S&P"), Fitch y Moody's. Las calificaciones crediticias van de AAA (la más alta) a D (la más baja). Los bonos con calificación BBB o superior se consideran grado de inversión. Las calificaciones crediticias de BB e inferiores son valores de calificación inferior (bonos basura). Los bonos de alto rendimiento sin grado de inversión (bonos chatarra) implican mayores riesgos que los bonos con grado de inversión. Los bonos con calificaciones crediticias de CCC/Caa o inferiores tienen un alto riesgo de incumplimiento.

La inversión de estilo de valor presenta el riesgo de que las participaciones o valores nunca alcancen su valor total de mercado porque el mercado no reconoce lo que el equipo de administración de cartera considera el verdadero valor comercial o porque el equipo de administración de cartera ha juzgado mal esos valores. Además, valor El estilo de inversión puede caer en desgracia y tener un rendimiento inferior al crecimiento u otros estilos de inversión durante periodos determinados.

Si bien las transacciones con derivados pueden reducir ciertos riesgos, implican otros riesgos. Los derivados pueden magnificar las ganancias o pérdidas del Fondo, causando que gane o pierda sustancialmente más de lo que invirtió. Los derivados tienen un riesgo de incumplimiento por parte de la contraparte de un contrato. Cuando se utiliza con fines de cobertura, los aumentos en el valor de los valores que el Fondo posee o tiene la intención de adquirir deben compensar las pérdidas sufridas con un derivado

Las inversiones en valores privados y sociedades limitadas presentan riesgos. Estas inversiones no están registradas conforme a las leyes federales de valores y, por lo general, son elegibles para la venta solo a ciertos inversionistas elegibles. Pueden no tener liquidez y, por lo tanto, ser más difíciles de vender, porque puede haber relativamente pocos compradores potenciales para tales inversiones, y la venta de tales inversiones también puede estar restringida por las leyes de valores.

Invertir en Sociedades de Adquisición de Propósito Especial ("SPACS") implica riesgos. Debido a que las SPAC y entidades similares no tienen antecedentes operativos ni negocios en curso que no sean la búsqueda de adquisiciones, el valor de sus valores depende particularmente de la capacidad de la gerencia de la entidad para identificar y completar una adquisición rentable. Los SPAC no están obligados a proporcionar la profundidad de las divulgaciones o someterse a la rigurosa diligencia debida de una oferta pública inicial (IPO) tradicional. Los inversores en SPAC pueden verse expuestos a inversiones especulativas, extranjeras o nacionales, en sectores/industrias de mayor riesgo. Los inversionistas de SPAC generalmente pagan ciertas tarifas y dan al patrocinador ciertos incentivos (por ejemplo, participaciones de propiedad con descuento) que no se encuentran en las OPI tradicionales. Debido a esto, una inversión en un SPAC puede incluir conflictos potenciales y la posibilidad de desalineación de incentivos en la estructura del SPAC. Para obtener más información relacionada con los riesgos de invertir en SPAC, consulte el Folleto del Fondo.

Consulte el Folleto del Fondo para obtener una descripción completa de los principales riesgos asociados con el Fondo.

El Fondo es distribuido por UMB Distribution Services, LLC, 235 W. Galena Street, Milwaukee, WI, 53212.

Fundsmith LLP

33 Cavendish Square
London
W1G 0PW

T +44 (0)20 3551 6337
E enquiries@fundsmith.co.uk
W www.fundsmith.co.uk

enero 2022

Estimado compañero inversor,

Esta es la duodécima carta anual a los propietarios del Fundsmith Equity Fund ('Fondo').

La siguiente tabla muestra las cifras de rendimiento del último año calendario y el rendimiento acumulado y anualizado desde el inicio el 1 de noviembre de 2010 y varios comparadores.

% Regreso total	1 de enero a	Inicio al 31 de diciembre de 2021	Sharpe	Sortino
	31 de diciembre de 2021	Ratio acumulado	Ratio5	Ratio5
Fundsmith Equity Fund1	+22,1	+570,7	+18,6	1,31 1,25
Acciones2	+22,9	+287,1	+12,9	0,78 0,74
Bonos del Reino Unido3	-4,5	+40,9	+3,1	n/a
Efectivo4	+0,1	+6,4	+0,6	n/a

El Fondo no se gestiona con referencia a ningún índice de referencia, los comparadores anteriores se proporcionan únicamente con fines informativos.

¹ Acciones de acumulación de clase T, netas de comisiones, cotizadas al mediodía, hora del Reino Unido,

² fuente: Bloomberg MSCI World Index, £ netas, cotizadas al cierre del mercado de EE. UU., fuente: Bloomberg

³ Bloomberg/Barclays Bond Indices UK Gov. 5-10 años, fuente: Bloomberg Tasa de interés en libras esterlinas,

⁴ fuente: Bloomberg Sharpe & Sortino Los índices son desde el inicio hasta el 31.12.21, tasa libre de riesgo

⁵ del 1,5 %, fuente: Financial Express Analytics

La tabla muestra el rendimiento de las acciones T Class Accumulation, la clase de acciones más común y en la que tengo inversiones, que aumentó un +22,1 % en 2021 y se compara con un aumento del +22,9 % del índice MSCI World en libras esterlinas. con dividendos reinvertidos. Por lo tanto, el Fondo obtuvo un rendimiento marginalmente inferior al de este comparador en 2021, pero sigue siendo el mejor desde su creación en noviembre de 2010 en el sector Investment Association Global con un rendimiento de 357 puntos porcentuales por encima del promedio del sector que ha generado solo +213,9% durante el mismo período.

Sin embargo, me doy cuenta de que muchos o, de hecho, la mayoría de nuestros inversores no los utilizan como comparadores naturales para sus inversiones. Aquellos de ustedes que residen en el Reino Unido pueden consultar el índice FTSE 100 ('FTSE 100') como criterio para medir sus inversiones y puede tener fondos que se comparan con este índice y, a menudo, lo abrazan. El FTSE 100 generó una rentabilidad total del +18,4 % en 2021, por lo que nuestro Fondo lo superó por un margen de 3,7 puntos porcentuales.

Si bien un período de rendimiento inferior al del MSCI World Index nunca es bienvenido, es inevitable. Ninguna estrategia de inversión tendrá un rendimiento superior en cada período de informe y en cada tipo de condición de mercado. Entonces, por mucho que no nos guste, podemos esperar algunos períodos de bajo rendimiento.

Esto es particularmente así cuando tenemos un período como 2020-21 que obviamente estuvo fuertemente influenciado por la pandemia. Nuestro Fondo superó al mercado en un 6 % en 2020, cuando los efectos económicos de la pandemia estaban en su apogeo y la mayoría de las empresas en las que invertimos demostraron ser muy resistentes. Sin embargo, el año pasado fue más bien un año de recuperación y nuestras empresas tenían relativamente poco de lo que recuperarse.

Nos resulta difícil superar en períodos particularmente alcistas donde el mercado tiene un fuerte aumento (22,9 % en 2021), ya que una marea creciente hace flotar todos los barcos, incluidos algunos que de otro modo podrían haberse quedado varados y que no desearíamos poseer.

En inversión, como en la vida, no puedes tener tu pastel y comértelo, por lo que es difícil, si no imposible, encontrar empresas que resistan una recesión pero que también se beneficien plenamente de la recuperación posterior.

Por supuesto, podría intentar cambiar el primero por el segundo en el momento apropiado, pero no es lo que buscamos hacer, ya que la gran mayoría de los rendimientos que genera nuestro Fondo provienen de la capacidad de las empresas que poseemos para invertir sus ganancias retenidas a una alta tasa de rendimiento porque poseen negocios con buenos rendimientos y oportunidades de crecimiento. En nuestra opinión sería un error vender algunos de estos buenos negocios para invertir temporalmente en empresas mucho peores pero con mayor potencial de recuperación.

Durante el año, los cinco principales contribuyentes al rendimiento del Fondo fueron:

microsoft	+3,9%
intuir	+3,1%
Novo Nordisk	+2,3%
estee lauder	+2,0%
IDEXX	+1,9%

Microsoft hace su séptima aparición en esta lista, IDEXX la cuarta, Intuit su tercero, Novo Nordisk y Estée Lauder su segundo.

Alguien dijo una vez que nadie se empobrece tomando ganancias. Esto puede ser cierto, pero dudo que se hayan enriquecido mucho con este enfoque, como he observado antes. Seguimos aplicando una política de tratar de ejecutar a nuestros ganadores.

Los cinco últimos fueron:

Paypal	-0.7%
Amadeo	-0,2%
Koné	-0,2%
Unilever	-0,2%
Marrón-Forman	-0.1%

El desempeño de PayPal el año pasado fue una clara excepción a los beneficios de los ganadores. Las acciones tuvieron un desempeño deficiente en medio de preocupaciones de que sus ambiciones de construir una 'súper aplicación' para llevar a los usuarios a sus sistemas de pago podrían implicar cierta destrucción de valor, lo que se hizo evidente por su aparente interés en adquirir el operador de redes sociales Pinterest. Puede que estemos equivocados, pero preferiríamos que PayPal se mantuviera firme.

Claramente, Amadeus todavía sufre los efectos de la pandemia en los viajes, lo que no sorprende dado que las reservas de aerolíneas son su segmento comercial más grande. Sin embargo, seguimos convencidos de que Amadeus sobrevivirá a esta recesión y emergerá con una posición de mercado más sólida.

Kone se vio afectado por las tribulaciones del sector de la construcción chino, que representa su mercado más grande.

Unilever parece estar trabajando bajo el peso de una gerencia que está obsesionada con mostrar públicamente las credenciales de sostenibilidad a expensas de centrarse en los fundamentos del negocio. La manifestación más obvia de esto es la disputa pública en la que se ha visto envuelto por la negativa a suministrar helados Ben & Jerry's en Cisjordania. Sin embargo, creemos que hay ejemplos mucho más ridículos que ilustran el problema. Una empresa que siente que tiene que definir el propósito de la mayonesa de Hellmann, en nuestra opinión, claramente ha perdido el rumbo. La marca Hellmann's existe desde 1913, por lo que suponemos que a estas alturas los consumidores ya han descubierto su propósito (alerta de spoiler: ensaladas y sándwiches). Aunque Unilever tuvo, con mucho, el peor rendimiento de nuestras acciones de consumo básico durante la pandemia, seguimos manteniendo las acciones porque creemos que sus marcas fuertes y su distribución triunfarán al final.

Brown-Forman luchó bajo los impactos gemelos de los cierres comerciales causados por la pandemia y los aranceles de la UE en Estados Unidos.

espíritus que nos dieron la oportunidad de aumentar nuestra participación. Esperamos que estos vientos en contra se disipen.

Vendimos nuestras participaciones en Intertek, Sage, Becton Dickinson, InterContinental Hotels y compramos una participación en Amazon y una posición aún no revelada durante el año.

Como tres de nuestras ventas fueron empresas que cotizan en el Reino Unido, estoy seguro de que algunos verán esto como una pista de que estamos vendiendo fuera del Reino Unido, o de que tenemos alguna opinión sobre las perspectivas del FTSE 100 frente al índice S&P 500. (S&P 500) o alguna otra visión de mercado o macro. Este no es el caso. Invertimos en empresas, no en índices o países y, en nuestra opinión, el país en el que cotiza una empresa es en gran medida irrelevante, si, por supuesto, tiene un mercado de valores bien regulado, y ciertamente no proporciona una buena guía sobre dónde genera sus ingresos la empresa. Por ejemplo, InterContinental Hotels cotiza en el Reino Unido, pero su mercado más grande es Estados Unidos, por lo que informa en dólares estadounidenses.

No tengo la intención de entrar en el razonamiento de cada transacción de compra y venta, pero la compra de Amazon ha atraído mucha atención ya que anteriormente nos habíamos negado a comprar sus acciones.

En lugar de dar una explicación extensa, preferiría resumirla con una cita del economista (y exitoso administrador de fondos) John Maynard Keynes, quien dijo: "Cuando los hechos cambian, yo cambio de opinión". Aunque podría explicarse por el aforismo más sencillo 'Más vale tarde que nunca' o al menos lo será si nuestra compra rinde el rendimiento que esperamos.

Continuamos aplicando una estrategia de inversión simple de tres pasos:

- Compra buenas empresas
- no pagues de más
- Hacer nada

Revisaré cómo lo estamos haciendo contra cada uno de ellos a su vez.

Como de costumbre, buscamos dar una idea de la primera y más importante de ellas, si poseemos buenas empresas, al brindarle la siguiente tabla que muestra cómo sería Fundsmith si en lugar de ser un fondo fuera una empresa y contabilizara el participaciones que posee en la cartera sobre una base 'look-through', y lo compara con el mercado, en este caso el FTSE 100 y el S&P 500. Esto le muestra cómo se compara la cartera con los principales índices y cómo ha evolucionado tiempo extraordinario.

Año terminado	Cartera de fondos de acciones de Fundsmith										S&P 500	FTSE 100
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021	2021		
ROCE	29%	26%	27%	28%	29%	29%	25%	28%	16%	14%		
Margen bruto	60%	61%	62%	63%	65%	66%	65%	64%	45%	45%		
Margen operativo	25%	25%	26%	26%	28%	27%	23%	26%	17%	15%		
Conversión de efectivo	102%	98%	99%	102%	95%	97%	101%	95%	106%	124%		
Cobertura de intereses	15x	17x	Fuente: Fundsmith	16x	17x	17x	17x	16x	16x	23x	9x	8x

ROCE, Margen Bruto, Margen de Utilidad Operativa y Conversión de Efectivo son la media ponderada de la empresas subyacentes en las que invierte Fundsmith Equity Fund y significan para los índices FTSE 100 y S&P 500. Los números FTSE 100 y S&P 500 excluyen las acciones financieras. La cobertura de intereses es mediana. Los índices de 2013-2019 se basan en las cuentas del último año fiscal informado al 31 Diciembre y para 2020-21 son los últimos doce meses y según lo definido por Bloomberg. Cash Conversion compara el flujo de efectivo libre por acción con el ingreso neto por acción. El cambio porcentual no se calcula si el período TTM contiene una pérdida neta.

La rentabilidad del capital y los márgenes de beneficio fueron mayores en las empresas de cartera en 2021, recuperándose de la recesión de 2020.

Como grupo, nuestras acciones siguen teniendo excelentes rendimientos, márgenes de beneficio y generación de efectivo incluso en malas condiciones económicas. Como puede ver, no se puede decir lo mismo de los principales índices, con la excepción de su conversión de efectivo actual, que sospecho que es un fenómeno temporal, si no puede obtener las acciones que necesita debido a problemas en la cadena de suministro, el efectivo inmovilizado en Es probable que el capital de trabajo sea bajo. También vale la pena recordar que los números de índice tienen la ventaja de incluir nuestras buenas empresas.

El año promedio de fundación de nuestras compañías de cartera al final del año fue 1926. Tienen poco menos de un siglo en conjunto.

Los altos rendimientos del capital constantes son una señal que buscamos cuando buscamos empresas en las que invertir. Otra es una fuente de crecimiento: los altos rendimientos no sirven de mucho si la empresa no puede crecer y desplegar más capital a estas altas tasas. Entonces, ¿cómo les fue a nuestras empresas en ese sentido en 2021? El flujo de efectivo libre promedio ponderado (el efectivo que generan las empresas después de pagar todo excepto el dividendo, y nuestra medida preferida) creció un 20 % en 2021.

Esto lleva a la cuestión de la valoración. La rentabilidad media ponderada del flujo de caja libre ("FCF") (el flujo de caja libre generado como porcentaje del valor de mercado) de la cartera a principios de año era del 2,8% y lo terminó en 2.7%.

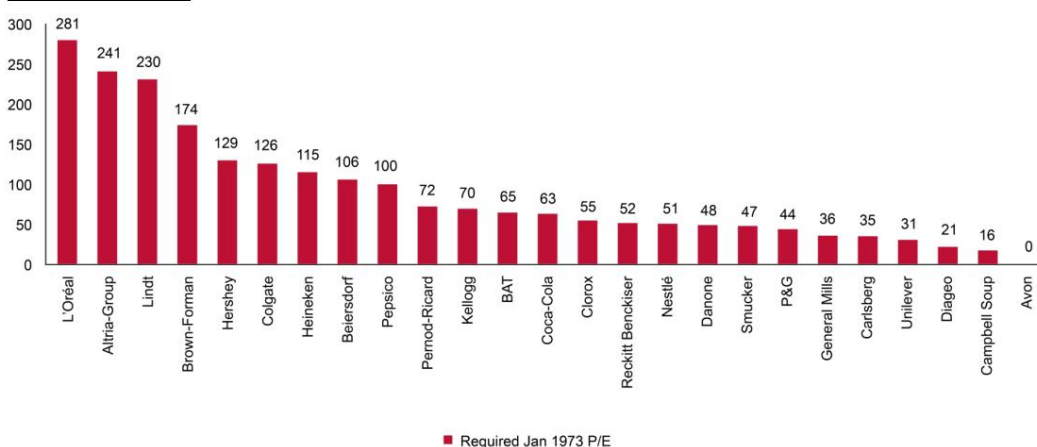
El rendimiento FCF medio de fin de año en el S&P 500 fue del 3,6%. El rendimiento FCF medio de fin de año en el FTSE 100 fue del 5,4%.

Nuestra cartera consta de empresas que son fundamentalmente mucho mejores que la media de las de cualquiera de los índices y tienen un valor superior al de la empresa media del S&P 500 y mucho más alto que el de la empresa media del FTSE 100. Sin embargo, es prudente tener en cuenta que a pesar de la taquigrafía bastante descuidada utilizada por muchos comentaristas,

una calificación alta no equivale a caro, como tampoco una calificación baja equivale a barato.

El siguiente gráfico de barras puede ayudar a ilustrar este punto. Muestra el 'P/E justificado' de una serie de acciones del tipo en el que invertimos. Lo que muestra es la relación precio/beneficio (P/E) que podría haber pagado por estas acciones en 1973 y lograr un compuesto del 7 % tasa de crecimiento anual (CAGR) durante los próximos 46 años (hasta 2019), frente al 6,2% CAGR el MSCI World Index (USD) volvió durante el mismo período. En otras palabras, podrías haber pagado estos precios por las acciones y haber superado al índice, algo que los teóricos de los mercados perfectos afirmarían que no puedes hacer.

P/E's justificados



Fuente: Ash Park Capital y Refinitiv Datastream, excluye dividendos, en USD.

Podría haber pagado un P/E de 281x por L'Oréal, 174x por Brown Forman, 100x por PepsiCo, 44x por Procter & Gamble y solo 31x por Unilever.

No estoy sugiriendo que pagaremos esos múltiplos, pero pone el descuidado abreviatura de P/E alto que equivale a acciones caras en perspectiva.

Volviendo a la tercera pata de nuestra estrategia, que describimos sucintamente como 'No hacer nada', minimizar la rotación de la cartera sigue siendo uno de nuestros objetivos y esto se logró nuevamente con una rotación de la cartera del 5,6% durante el período. Quizás sea más útil saber que gastamos un total de solo el 0,009% (poco menos de un punto básico) del valor promedio del Fondo durante el año en operaciones voluntarias (que excluye los costos de operaciones asociados con suscripciones y reembolsos, ya que estos son involuntarios). Hemos tenido siete de las empresas de nuestra cartera desde su creación en 2010.

¿Porque es esto importante? Ayuda a minimizar costos y minimizar los costos de inversión es una contribución vital para lograr un resultado satisfactorio como inversionista. Con demasiada frecuencia, los inversores, comentaristas y

los asesores se enfocan, o en algunos casos se obsesionan, con el Cargo de administración anual ('AMC') o la Cifra de cargos continuos ('OCF'), que incluye algunos costos por encima del AMC, que se cargan al Fondo. El OCF para 2021 para las acciones de Acumulación Clase T fue de 1.04%. El problema es que el OCF no incluye un elemento importante de los costos: los costos de negociación.

Cuando un administrador de fondos opera comprando o vendiendo, el fondo generalmente incurre en el costo de la comisión pagada a un corredor, el diferencial de oferta de compra sobre las acciones negociadas y, en algunos casos, los impuestos de transacción como el impuesto de timbre en el Reino Unido. Esto puede aumentar significativamente los costos de un fondo, pero no está incluido en el OCF.

Proporcionamos nuestra propia versión de este costo total, incluidos los costos de negociación, que hemos denominado Costo total de inversión ("TCI"). Para las acciones de acumulación de Clase T en 2021, esto ascendió a un TCI de 1.05%, incluidos todos los costes de negociación de los flujos de entrada y salida del Fondo, no solo nuestra negociación voluntaria. Nos complace que nuestro TCI sea solo 0.01% (1 punto base) por encima de nuestro OCF cuando se toman en cuenta los costos de transacción. Sin embargo, nuevamente le advertimos que no se obsesione con los cargos hasta el punto de perder el enfoque en el rendimiento de los fondos. Algunos comentaristas afirman que el enfoque principal de un inversionista debe estar en las tarifas. Para citar a Charlie Munger (aunque en otro contexto), esto es 'Twaddle'. Vale la pena señalar que el rendimiento de nuestro Fondo presentado al comienzo de esta carta es después de cobrar todas las tarifas, lo que seguramente debería ser el enfoque principal.

Volviendo a los temas que dominaron 2021, es posible que haya oído hablar mucho sobre la llamada "rotación" de las acciones de calidad del tipo que buscamos poseer a las denominadas acciones de valor, que en muchos casos simplemente se considera equivalente a empresas de baja calificación. Algo

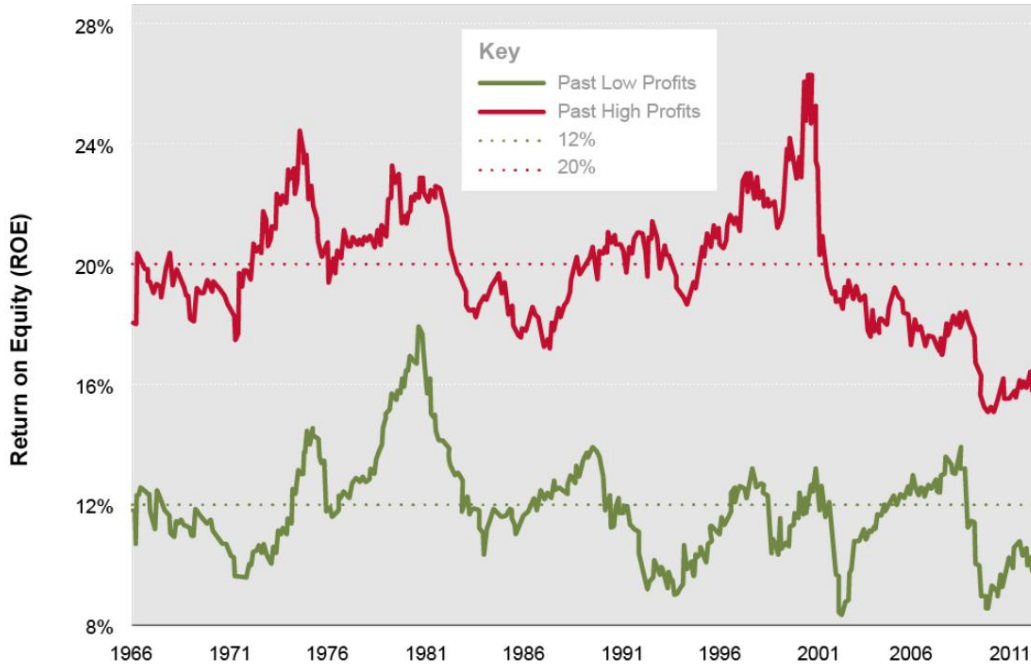
En relación con esto, hubo un entusiasmo periódico por las llamadas reaberturas de acciones que se podría esperar que se beneficien a medida que salgamos de la pandemia: las aerolíneas y la industria hotelera, por ejemplo.

Hay múltiples problemas con un enfoque que implica buscar una inversión en estas acciones. El tiempo es obviamente un problema.

Otra es que los precios de sus acciones ya pueden anticipar en exceso los beneficios de la llamada reapertura. Como Jim Chanos, el renombrado vendedor en corto, observó: "Lo peor que le puede pasar a la reapertura de existencias es que volvamos a abrir". A menudo es mejor viajar con esperanza que llegar.

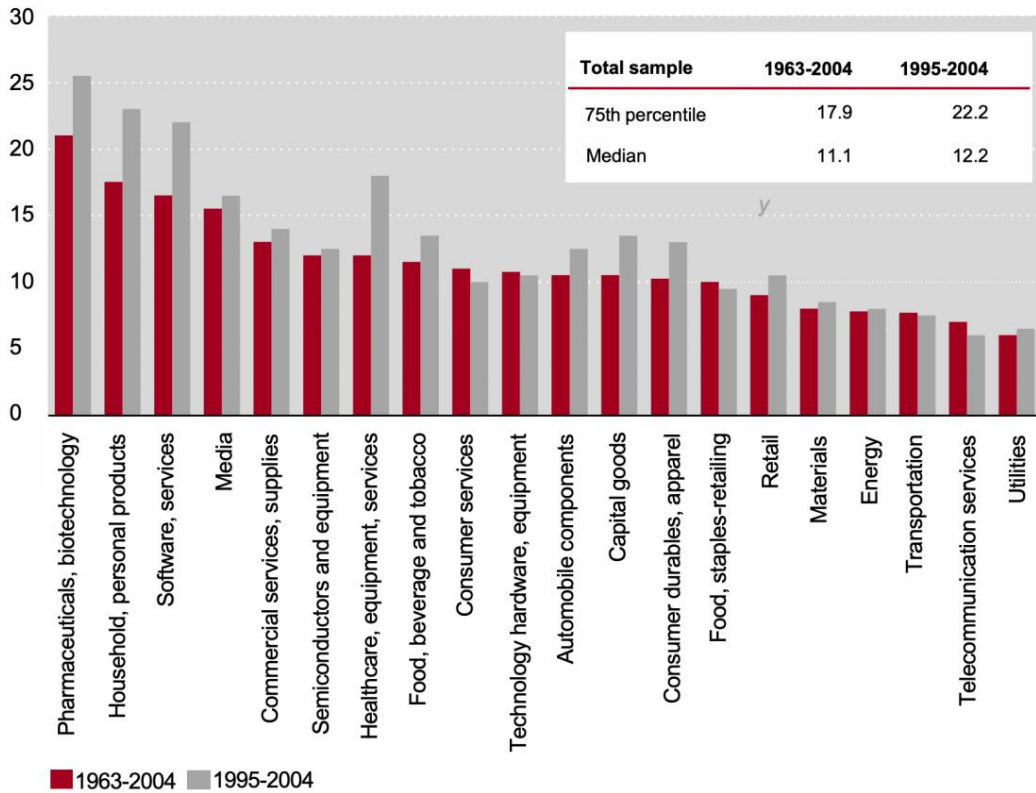
Desde nuestro punto de vista, el mayor problema con cualquier inversión en empresas de baja calidad es que, en general, persisten las características de rendimiento de las empresas. Los buenos sectores y negocios siguen siendo buenos y los negocios de bajo rendimiento también tienen rendimientos persistentemente bajos, como muestran los gráficos a continuación:

Persistencia en Rentabilidad



Fuente: OMG. Las 1000 empresas más grandes de los EE. UU. se clasificaron para cada punto del gráfico en cuartiles según el rendimiento del capital (ROE). Past Low Profits consiste en aquellas empresas en el cuartil con el ROE más bajo. Past High Profits consiste en aquellas empresas en el cuartil con el mayor ROE.

ROIC medio y anual, excluyendo fondo de comercio %



Source: McKinsey

Estas características de rendimiento persisten porque las buenas empresas encuentran formas de defenderse de la competencia, lo que Warren Buffett llama 'El Moat' — marcas fuertes; control de la distribución; alto gasto en producto

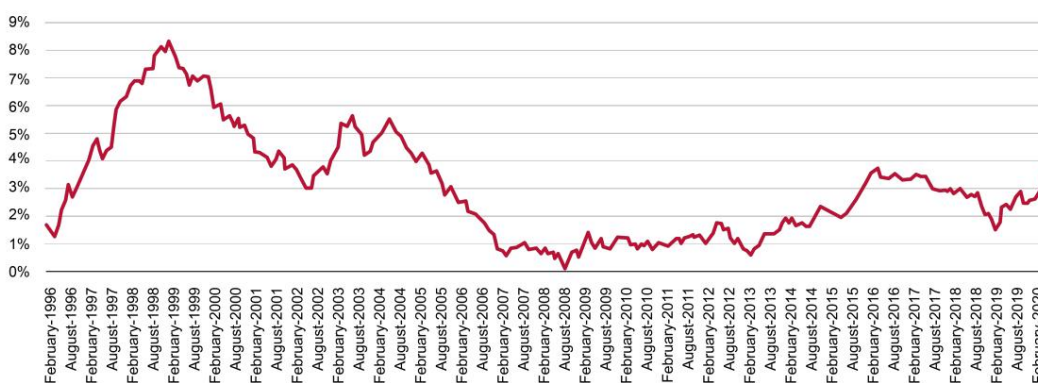
desarrollo, innovación, mercadeo y promoción; patentes y bases instaladas de equipos y/o software que son difíciles de cambiar, por ejemplo.

Los malos rendimientos también persisten porque las empresas que tienen muchos competidores, no tienen control sobre los precios y/o los costos de los insumos, y la capacidad de los consumidores para prolongar la vida útil del producto en una recesión (como los automóviles) no pueden deshacerse repentinamente de estas malas características solo porque tienen una calificación baja y/o se benefician de una recuperación económica.

Contrariamente al mantra que todo fondo tiene que recitar, los rendimientos pasados de las empresas son una buena guía para los rendimientos futuros.

Incluso si logra identificar un valor verdaderamente barato o reabrir acciones y programar correctamente la rotación en esas acciones para obtener ganancias, esto no lo transformará en una buena inversión a largo plazo. Debe venderlo en un buen momento, presumiblemente cuando algunos de sus compañeros inversores también lo hagan porque su bajo precio no lo transformará en un buen negocio y, a la larga, es la calidad del negocio en el que invierte. que determina sus rendimientos.

El gráfico a continuación muestra los rendimientos en exceso: la cantidad por la cual supera al índice del MSCI World Quality Index (que tomo como sustituto de nuestra estrategia). Durante los últimos 25 años, nunca ha habido un período de 120 meses (diez años) consecutivos en el que la calidad no haya tenido un desempeño tan bueno o mejor que el índice mundial MSCI.



Fuente: MSCI

Sé que 10 años es mucho tiempo y mucho más allá del horizonte temporal de la mayoría de los inversores, pero somos inversores a largo plazo y nuestro objetivo es capturar este rendimiento superior inevitable de las buenas empresas. Si este horizonte temporal de inversión es demasiado largo para usted, es posible que esté invirtiendo en el fondo equivocado. Además, en todo caso, este gráfico favorece el resultado de invertir en acciones de baja calidad, cíclicas, de valor o de recuperación, ya que el índice con el que se comparan las acciones de calidad incluye aquellas acciones de calidad.

cepo. Si se sacaran del índice, el rendimiento superior relativo sería aún más pronunciado.

Es posible que haya escuchado mucho sobre la inflación durante el último año y sospecho que seguirá escuchando más sobre ella en 2022.

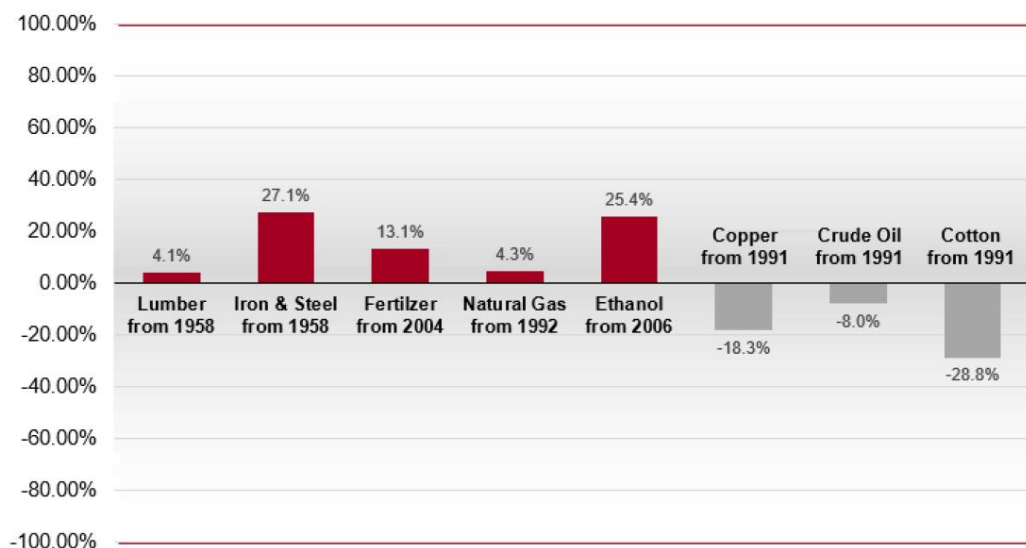
En algunos aspectos, no necesitamos discutir si tenemos inflación o no: los precios mayoristas alemanes aumentaron un 16,6 % interanual en noviembre, pero España los superó fácilmente, cuyo índice de precios al productor (IPP) aumentó un 33,1 % en el mismo período. Sin embargo, esa estadística llamativa está lejos de ser la historia completa.

No es difícil ver las posibles causas de la inflación. La expansión de los balances de los bancos centrales con Quantitative Easing después de la crisis crediticia ha sido seguida por enormes estímulos monetarios y fiscales implementados para contrarrestar los efectos económicos de la pandemia. Uno podría razonar que, dado que el crecimiento de la oferta monetaria ha superado con creces los aumentos en la producción de bienes y servicios, el precio de esos bienes y servicios seguramente subirá y, ipso facto, debe seguir la inflación.

Sin embargo, esto omite otro elemento importante de la ecuación: la velocidad de circulación del dinero. ¿Está la gente más inclinada a ahorrar el dinero adicional o a gastarlo? La tasa de ahorro saltó después de la crisis crediticia y nuevamente durante la pandemia, en parte sin duda debido a la precaución, pero también porque hubo menos oportunidades para gastar, por ejemplo, en viajes y vacaciones. Sin embargo, ahora está regresando a los niveles anteriores a la crisis, por lo que tal vez tengamos todos los ingredientes para que la inflación se afiance.

Es posible que esté confundido en este punto (sé que lo estoy) particularmente considerando que las 'autoridades' pasaron la mayor parte de la década posterior a la crisis crediticia tratando de generar inflación para negar los efectos deflacionarios de la crisis crediticia y sus causas. El problema es que con la inflación, como con tantas otras cosas, debes tener cuidado con lo que deseas. Es un poco como intentar encender una hoguera o una barbacoa tradicional en un día húmedo. Si le pones un acelerante como la gasolina, puedes pasar de no encender a un fuerte '¡Whoosh!' y descubra que también ha prendido fuego a la cerca del jardín. Cuando la inflación se afianza, también puede superar sus expectativas.

En términos de cómo reaccionar, en todo caso, también hay otros factores a considerar. La inflación en el costo de los productos básicos no equivale necesariamente a la inflación de los precios minoristas o la inflación de los activos. El siguiente cuadro intenta correlacionar los aumentos o disminuciones de precios en varios productos básicos con el índice de precios al consumidor a lo largo del tiempo.

Correlación de los precios de las materias primas a largo plazo con la inflación

Fuente: Investigación Económica de la Reserva Federal. 100 % = correlación positiva perfecta, 0 % = sin correlación, -100 % = correlación negativa perfecta.

Como puede ver, no hay correlación. Una de las razones de esto es que los consumidores no compran productos básicos. Son comprados por empresas que los convierten en los bienes que compran los consumidores.

Curiosamente, el sorprendente aumento del IPP español del 33,1% en el año hasta noviembre incluyó un aumento del 88% en los precios de la energía, 48% para metales básicos y 16% para productos de papel pero sólo 8,3% para alimentos.

Los consumidores no compran metales básicos.

Entonces, el impacto inicial de la inflación de los costos de los insumos no está en los precios al consumidor sino en las ganancias de la empresa. Todas las empresas no son iguales en este sentido. Cuanto mayor sea el margen bruto de una empresa, la diferencia entre su los ingresos por ventas y el costo de los bienes vendidos: mejor protegida está su rentabilidad de la inflación.

La siguiente tabla muestra el impacto de la inflación del costo de los insumos en dos empresas del sector de consumo: L'Oréal, de la que somos propietarios, y Campbell's Soup, de la que no somos propietarios. L'Oréal tiene márgenes brutos del 73% y Campbell's tiene un 35%. Un aumento del 5 % en la inflación del costo de los insumos reduciría las ganancias de L'Oréal en un 7 % si no tomara otra medida, mientras que las ganancias de Campbell se reducirían en un 22 %.

Impacto del 5% de inflación

L'Oreal	Before	After	Campbell's	Before	After
% of revenues			% of revenues		
Revenue	100%	100%	Revenue	100%	100%
COGs	27%	28%	COGs	65%	68%
Gross profit	73%	72%	Gross profit	35%	32%
SG&A	55%	55%	SG&A	20%	20%
Operating profit	18%	17%	Operating profit	15%	12%
Decline in profit		-7%	Decline in profit		-22%

Fuente: Investigación Fundsmith

Recordará de la tabla anterior que las empresas de nuestra cartera tienen márgenes brutos de más del 60 %, frente al 40 % de la empresa media del índice. Por lo tanto, desde un punto de vista fundamental, es probable que nuestras empresas estén en mejores condiciones para capear la inflación.

Sin embargo, la inflación también afecta las valoraciones. Las subidas de la inflación y de los tipos de interés tampoco afectan por igual a la valoración de todas las empresas. En el mercado de bonos, cuanto más largo sea el vencimiento de un bono, más sensible será su valoración a los cambios de tipos. Un bono a corto plazo vence pronto y las ganancias se pueden reinvertir a cualquier tasa nueva. No ocurre lo mismo con un bono a 10 o 30 años.

El equivalente a la duración de un bono en términos de acciones es el múltiplo de valoración ya sea que se exprese en términos de ganancias o, como preferiríamos, de flujos de efectivo. Cuanto mayor sea la calificación de las acciones de una empresa son, más se verá afectado por los cambios en la inflación o las tasas de interés. Esta es una de las razones por las que las acciones de la nueva ola de empresas tecnológicas no rentables se han comportado tan mal últimamente. Como están perdiendo más del 100% de su valor esperado en el futuro (probablemente haya otras razones como la creciente comprensión de que a menudo se le invita a invertir en un plan de negocios en lugar de un negocio).

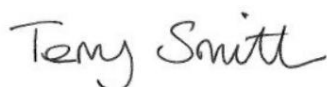
En resumen, si se considera que la inflación se ha afianzado un poco más de lo que algunas personas, incluido el Banco de la Reserva Federal, esperan, entonces probablemente estemos en un viaje incómodamente accidentado en términos de valoraciones, pero podemos ser relativamente optimistas en términos del efecto. en el rendimiento fundamental de los negocios de nuestra cartera, que es nuestro enfoque principal.

La buena noticia es que no invertimos sobre la base de nuestra capacidad para pronosticar la inflación o cualquier otro factor macroeconómico. Invertimos en empresas no en países, índices o previsiones macroeconómicas.

Me gustaría dejarlos con este pensamiento: nuestro Fondo ha prosperado durante la pandemia. Las empresas en las que invierte han soportado mucho más: la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial, la Gran Inflación de 1965-1982, el colapso de las puntocom y la crisis crediticia. Probablemente sobrevivirán a lo que venga después y nosotros también si nos atenemos a nuestros principios y tenemos toda la intención de hacerlo.

Finalmente, quisiera desearles un feliz Año Nuevo y agradecerles su continuo apoyo a nuestro Fondo.

Tuyo sinceramente,



terry smith
CEO
Fundsmith LLP

Descargo de responsabilidad: un documento de información clave para el inversor y un folleto en inglés para Fundsmith Equity Fund están disponibles a través del sitio web de Fundsmith o previa solicitud, y los inversores deben consultar estos documentos antes de comprar acciones en el fondo. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar y verse afectados por los cambios en los tipos de cambio, y es posible que no recupere el monto de su inversión original. Fundsmith LLP no ofrece asesoramiento de inversión ni hace ninguna recomendación con respecto a la idoneidad de su producto. Este documento es comunicado por Fundsmith LLP, que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera.

Fuentes: Fundsmith LLP y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

La rotación de la cartera ha sido calculada de acuerdo con la metodología establecida por la FCA. Esto compara las compras y ventas totales de acciones menos las creaciones y liquidaciones totales con el valor liquidativo medio del Fondo.

Los índices de PE y los rendimientos de flujo de caja libre se basan en datos de los últimos doce meses y al 31 de diciembre de 2021, a menos que se indique lo contrario.

MSCI World Index es propiedad exclusiva de MSCI Inc. MSCI no ofrece garantías o representaciones expresas o implícitas y no tendrá responsabilidad alguna con respecto a los datos de MSCI contenidos en este documento. Los datos de MSCI no se pueden redistribuir ni utilizar como base para otros índices o valores o productos finales. MSCI no aprueba, revisa ni elabora este informe. El Estándar de Clasificación Industrial Global (GICS) fue desarrollado por MSCI y Standard & Poor's y es propiedad exclusiva de ellos, y 'GICS®' es una marca de servicio de MSCI y Standard & Poor's.

Unilever + GSK Consumer: una autopsia

1. ¿Por qué publicar un post mortem?

En vida realizamos un examen médico post mortem para establecer la causa de la muerte cuando existe preocupación o incertidumbre sobre su causa.

Las autopsias de proyectos suelen ser una buena práctica en los negocios. El objetivo es analizar el proyecto para determinar qué salió bien y qué se puede mejorar para que podamos hacer las cosas de manera diferente y mejor en el futuro.

Es con ese espíritu que publicamos esta nota, aunque se trata de una experiencia cercana a la muerte, ya que ahora parece que el intento de Unilever de comprar el negocio de GSK Consumer está muerto afortunadamente en lugar del valor de nuestra inversión en Unilever. Queríamos compartir lo que nosotros y, con suerte, la junta directiva y la administración de Unilever podrían aprender del episodio.

2. Posición del fundsmith

Fundsmith invirtió en Unilever al inicio de la primera en 2010.

Entonces, ¿cómo le ha ido a nuestra inversión en Unilever?

Valor al 19 de enero de 2022	
£100 invertidos el 1 de noviembre de 2010	
Fondo de acciones de Fundsmith	£ 609
Procter & Gamble	£ 419
Hacerse un nido	£ 392
Índice mundial MSCI	£ 369
Unilever	£ 299

Fuente: Bloomberg, datos de rendimiento hasta el 19 de enero de 2022

El desempeño de Unilever ha sido pobre. Tiene el peor desempeño por un margen considerable entre las empresas multinacionales de bienes de consumo que hemos tenido y no solo en términos de precio de las acciones sino también en términos de crecimiento de las ventas.

La compañía quiere que ignoremos este desempeño decepcionante a largo plazo y habla de que el crecimiento de las ventas durante los nueve meses que terminaron en septiembre de 2021 fue el más rápido en ocho años. La ironía es que alimentos y refrescos, el negocio que planeaban vender si compraran GSK Consumer, superó al resto del negocio, el que querían expandir materialmente, 2 a 1.

Aparte de observar que una golondrina no hace verano y unos pocos trimestres de crecimiento no equivalen a un historial satisfactorio, también sugeriríamos que Unilever no debería buscar accionistas a largo plazo si no quiere que juzguen su rendimiento a largo plazo.

3. Comunicaciones

En el contexto de este miserable desempeño, la compañía ni siquiera intentó contactarnos durante los primeros ocho años en que éramos accionistas. Siempre hemos asumido que un trabajo del equipo de relaciones con inversionistas era mantenerse en contacto con los accionistas más grandes y especialmente uno con las características de Fundsmith, un inversionista a largo plazo que nunca ha vendido una acción. No era como si el equipo de relaciones con los inversores no supiera de nosotros.

Se las arreglaron para hacer contacto con bastante facilidad cuando estaban luchando con el intento de mudarse a Holanda. Nunca es un buen comienzo si la primera vez que escuchas de alguien es porque necesita un favor.

Ahora somos el 13° (¿desafortunado?) mayor accionista de Unilever según Bloomberg o el 7° si se excluyen los fondos indexados y Leverhulme Trust, por lo que somos el 7° mayor administrador activo de fondos accionista.

Tal vez ahora sea más difícil ignorarnos, pero para ser justos, las comunicaciones han mejorado notablemente después del régimen de Polman y se nos consultó sobre el enfoque de GSK.

4. El enfoque de oferta de Kraft Heinz

Sin embargo, todavía tenemos la sensación de que, si bien Unilever desea tener accionistas a largo plazo, no desea ser juzgado por los eventos a largo plazo o mirar hacia atrás en acciones pasadas y aprender de ellas.

Hace cinco años, Kraft Heinz ofertó \$50 (£36,50) por acción para Unilever. Si bien nunca hemos sido Kraft Heinz accionistas y no son fanáticos de su modelo de negocios, Unilever seguramente necesita abordar el hecho de que cinco años después el precio de las acciones está solo al nivel de esa oferta. La rentabilidad anualizada del MSCI World Index durante el mismo período es del 12,5%. Entonces, ¿por qué deberíamos confiar en esta administración y junta para preservar el valor para los accionistas? Esto parece haberse olvidado en gran medida y cuando se plantea se nos dice que nos hubiera ido peor con Kraft Heinz. Nunca lo sabremos, pero lo cierto es que no tuvimos la oportunidad de elegir.

La oferta de Kraft Heinz planteó preguntas legítimas sobre la capacidad operativa de Unilever que nunca se abordaron públicamente porque la cruzada de Paul Polman eliminó la oferta sin ninguna discusión sobre los fundamentos ni ningún análisis. ¿Por qué molestarse en preguntar a los accionistas qué quieren?

Se habló mucho de márgenes operativos del 20% y otros objetivos en respuesta a la oferta de Kraft Heinz. No somos fanáticos de tales objetivos que se producen como un conejo fuera del sombrero en respuesta a una oferta: si cree que puede lograr márgenes operativos del 20%, ¿por qué no lo hace de todos modos o al menos no lo revela como un objetivo?

¿Los márgenes operativos actuales de Unilever? dieciséis%. No pedimos márgenes operativos del 20% ni los requerimos, pero no nos gusta cuando se producen objetivos falsos como un mago para frustrar una oferta y luego se olvidan convenientemente.

5. La oferta del consumidor de GSK

No vimos ninguna discusión abierta de estos dos puntos vitales en Anuncio de Unilever sobre GSK Consumer:

1. GSK Consumer obtuvo £2,200 millones de EBIT en 2020. Todavía tenemos que ver los resultados de 2021, pero asumimos alrededor de £2,500 millones de EBIT. Por lo tanto, la oferta de Unilever de £50 mil millones implica un ROCE de solo el 5%, por lo que necesitaban mejorar significativamente el rendimiento del negocio para obtener un rendimiento cercano al costo de capital de Unilever sin el cual esta adquisición habría destruido valor.

2. Los inversores pronto deberían poder comprar GSK Consumer en una oferta pública inicial. Para que Unilever compre, implicará pagar una prima de control a la valoración esperada de la oferta pública inicial. Por lo tanto, podríamos poseer GSK Consumer de forma independiente en la valoración de la OPI oa través de Unilever en una valoración alta. ¿Qué hará Unilever con el negocio de GSK para aumentar sus rendimientos y hacer que esta prima sea justificable?

Sin duda, Unilever debería haber abordado explícitamente esos puntos antes de solicitar que se le permitiera proceder con una oferta. En cambio, nos enfrentamos a una afirmación de que la oferta funcionó en base a métricas financieras, incluido el importante retorno del capital. Sin embargo, hacer que la gerencia discutiera cuál era ese número, era como un dentista sacando un diente trasero. Esto fue aún más desconcertante dado que GSK es una empresa que cotiza en bolsa y las ganancias y el flujo de efectivo de la división de Consumo pueden establecerse a partir de su informe segmentado. Por lo tanto, las comunicaciones con los inversionistas pueden haberse vuelto más frecuentes bajo el equipo ejecutivo actual, pero todavía hay un camino por recorrer en cuanto a la apertura, en nuestra opinión.

Hubo algunos otros elementos que hubiera sido bueno que se abordaran.

Si Unilever iba a mejorar el rendimiento del negocio de GSK, lo que simplemente tenía que hacer para justificar el precio a pagar, presumiblemente solo puede provenir de una o ambas fuentes: aumentar los márgenes de beneficio y/o acelerar el crecimiento de los ingresos.

El negocio OTC Health de Reckitt Benckiser, que es similar al de GSK, tuvo márgenes del 21,8 % en el 3T21, mientras que los de GSK son del 25,9 %. No parece haber mucho margen de mejora en la rentabilidad del negocio de GSK.

En cuanto al crecimiento, la categoría de cuidado de la salud del consumidor no ha producido un buen crecimiento según nuestra experiencia de Reckitt Benckiser (RB) y Johnson & Johnson (J&J).

Aquí está el crecimiento de los últimos tres años (antes de la pandemia) para estas divisiones de RB y J&J.

Aumento de ventas like for like (%)	2017	2018	2019
Nutrición ex infantil de RB Health	0.0	2,0	-2,9
Consumidor J&J	-0.5	3.2	1.4

Fuente: investigación de Fundsmith, período que finaliza el 31 de diciembre

Barclays estima que el mercado mundial OTC está creciendo a un ritmo de solo un 2-3 % anual, lo que parece estar de acuerdo con las cifras de RB y J&J. Unilever haría

necesita superar este crecimiento si quiere generar retornos satisfactorios de la adquisición de GSK.

Algunas otras preguntas planteadas por el anuncio de Unilever:

- ¿Cuánto del negocio existente de Unilever está en el cuidado de la salud? ¿Por qué describen el cuidado de la salud del consumidor como 'altamente complementario'?
- Donde Unilever tiene alguna experiencia de adquisiciones recientes en áreas adyacentes, el resultado no es alentador. Dollar Shave Club fue adquirido supuestamente por \$ 1 mil millones en 2016. Poco se ha escuchado desde entonces y no porque haya ido vergonzosamente bien. Volviendo al punto de ser abierto en las comunicaciones. Tal vez sería útil que Unilever nos permitiera tener una idea de su propia autopsia sobre esta adquisición para que podamos juzgar qué se debe aprender de ella. Por el momento, lejos de existir una autopsia pública, se encuentra enterrado en una fosa sin nombre.

- ¿Qué quiere decir Unilever con 'belleza' en la que desea expandirse? Hemos leído varias supermodelos que dicen que su rutina diaria de "belleza" es lavarse la cara con agua y jabón, lo que significa que Dove ciertamente podría afirmar ser una marca de belleza, pero no es belleza en la forma en que lo harían L'Oréal, Chanel o Estée Lauder. entiéndelo. ¿Dónde están las aspiraciones de Unilever dentro de este espectro? Si es lo primero, bien. Si es lo último, P&G comenzó a reunir un montón de marcas de "belleza" por adquisición, y finalmente decidió que el negocio de la belleza no era para ellos y se las vendió a Coty, cuya experiencia, dicho sea de paso, también sugiere que es difícil construir un negocio de belleza por adquisición.

P&G podría haber descubierto que administrar un negocio con márgenes brutos del 75 % y "solo" márgenes operativos del 18 % y NO ver esto como una buena oportunidad para aumentar los márgenes operativos era difícil de encajar en el espíritu corporativo de P&G o de cualquier negocio de bienes de consumo masivo. Esta es la razón por la que las principales empresas de la verdadera 'belleza' del mundo tienen una cosa en común, es decir, todas están controladas real o efectivamente por una familia, y una familia que entiende que si intenta e incluso juega con esta estructura de márgenes, obtendrá destruir todo.

- ¿Qué tan radicales eran los planes de Unilever? El comunicado sobre GSK no mencionó mucho sobre las marcas de alimentos, pero entendemos que algunas de las marcas de alimentos estarían y tal vez todavía estén a la venta, ya que tienen un crecimiento más lento que el de la atención médica. Ciertamente, si Unilever iba a devolver el engranaje a los niveles anteriores a GSK en el 'corto a mediano plazo' según el comunicado, tendrían que hacer algunas enajenaciones importantes. El hecho de que el comunicado sugiera que esto podría suceder 'a corto plazo' sugiere que el acuerdo con GSK los habría puesto bajo una presión de escala de tiempo autoimpuesta que está lejos de ser ideal cuando posiblemente vendan algunas de sus marcas más importantes. Las grandes adquisiciones amistosas rara vez generan valor para los accionistas. Unilever insinúa no una, sino varias: 'adquisiciones importantes'

[énfasis nuestro].

6. Ofertas de consumo en general

Bloomberg Intelligence señaló que: desde que Kraft compró Heinz en julio de 2015, sus acciones han bajado un 48 %; desde que ABI compró SAB Miller en octubre de 2016, sus acciones han bajado un 49%; desde que Reckitts compró Mead Johnson en junio de 2017, sus acciones han bajado un 21%; y desde que Danone compró WhiteWave en abril de 2017, sus acciones han bajado un 10 %. Bloomberg se refiere a 'la maldición del trato del consumidor'.

Creemos que tal vez cualquier empresa de consumo que intente convencernos de que debe realizar una adquisición importante debería comenzar diciéndonos por qué "esta vez es diferente" (agradecimiento al difunto Sir John Templeton).

Como dice un viejo refrán, la carrera puede no ser siempre para los rápidos ni la batalla para los fuertes, pero es la manera de apostar.

7. Repetir galimatías corporativas no es una solución

La inclinación de Unilever por el galimatías corporativo como sustituto de la acción efectiva comenzó antes que Kraft Heinz. En 2015, cuando el entonces CEO Polman estaba discutiendo una nueva unidad de negocios: 'La nueva unidad, hornear, cocinar y untar, se estableció e inevitablemente brindará mucho más enfoque... Continuaremos fortaleciendo los cimientos de Unilever, construyendo resiliencia y **agilidad** [nuestro énfasis] ...'

Al ser contactado por Kraft Heinz, el CFO de Unilever (el Sr. Pitkethly, el mismo entonces y ahora), que se presentaba en el Consumer Analysts Group de Nueva York ("CAGNY") días después, comentó sobre la presentación que había tenido que reescribir. el avión a Nueva York. Entonces, a pesar de criticar cuán malvados eran Kraft Heinz, Unilever NO decidió que su estrategia y ejecución eran las correctas, sino que Kraft Heinz tenía razón y reaccionó. El resultado fue una presentación y un comunicado de prensa que se disfrazó descaradamente de simplemente acelerar lo que iba a hacer de todos modos, y que no ha sucedido.

En febrero de 2017 en CAGNY, el CFO dijo: "Y también tenemos la **agilidad** en nuestra cadena de suministro y nuestra distribución para responder rápidamente a un entorno cambiante, como se demostró hace solo unos meses en India... En los últimos años, He tomado una serie de pasos para hacer de Unilever una empresa más fuerte, más capaz de ofrecer el modelo de crecimiento que acabamos de describir. Lo primero que hicimos fue restaurar el crecimiento y la rentabilidad. Lo hicimos al enfocarnos más en nuestros consumidores'. Que lavaojos.

Cinco años después, aquí estamos de nuevo con el anuncio junto con la oferta de GSK de que 'Más adelante este mes anunciaremos una importante iniciativa para mejorar nuestro desempeño. Después de una revisión exhaustiva de la estructura de nuestra organización, tenemos la intención de alejarnos de nuestra matriz existente a un modelo operativo **que impulsará una mayor agilidad**, mejorará el enfoque de categoría y fortalecerá la responsabilidad".

En abril de 2019, Alan Jope dijo: "El tercero es geográficamente para asegurarnos de que mantenemos el impulso de nuestros mercados emergentes y aprovechamos nuestra sólida presencia allí". Si podemos hacer todo eso y seguir trabajando **en nuestra velocidad, agilidad** y agilidad, la contribución del Sr. Jope parece limitarse a agregar agilidad como sinónimo de agilidad.

Nos parece que la respuesta de la gerencia de Unilever a su pobre desempeño ha sido preferir lugares comunes sin sentido a los que ahora ha intentado agregar una importante actividad de fusiones y adquisiciones. ¿Qué podría salir mal?

5. En conclusión

Nos complace que la gerencia de Unilever haya escuchado y aparentemente haya terminado con el intento de adquirir GSK Consumer al negarse a aumentar su oferta por cuarta vez.

GSK Consumer ahora se enfrentará a su propia prueba cuando se convierta en una oferta pública inicial, ya que su matriz desestimó la oferta de 50.000 millones de libras esterlinas por infravalorarla. Vea nuestra referencia anterior a la oferta de Kraft Heinz por Unilever para más detalles. Es un punto de partida a partir del cual se debe juzgar su desempeño futuro.

La gerencia de Unilever parece estar jugando lo que Warren Buffett satiriza como una gerencia de 'gin rummy', como un jugador en el juego de cartas del mismo nombre, tirando sus cartas menos prometedoras en cada ronda con la esperanza de obtener mejores. Tal vez deberían considerar si el problema no está en la mano/negocio sino en el jugador/administración.

Ya han vendido los negocios de pastas para untar y té. Han estado buscando una adquisición de 50.000 millones de libras esterlinas y podríamos haber esperado más enajenaciones y adquisiciones importantes si hubieran adquirido GSK Consumer, sacándolos de negocios familiares y adentrándolos en una nueva área en la que tienen una experiencia muy limitada (belleza, cuidado bucal y salud OTC).

Creemos que la gerencia de Unilever, o alguien más si no quiere el puesto, seguramente debería enfocarse en lograr que el desempeño operativo del negocio existente alcance el nivel que debería tener antes de asumir más desafíos.

terry smith y julian robins
enero 2022



20 de enero de 2022

A Nuestros Clientes y Amigos:

Para el cuarto trimestre de 2021, la cartera modelo de Giverny Capital Asset Management, que es una cuenta de la familia Poppe, aumentó un 10,73 %, neta de comisiones, ¹ frente al 11,03 % del índice Standard & Poor's 500.2 Para el año, el modelo GCAM generó una rentabilidad del 29,48 % frente al 28,71 % del Índice, neto de comisiones. Nuestra empresa tiene ahora 21 meses y ha generado un rendimiento anualizado del 44,45 %, neto de comisiones, frente al 44,11 % del Índice desde su creación.

Tuvimos un buen año. Superamos modestamente al Índice, que en sí mismo generó un tremendo rendimiento, y lo hicimos a pesar de tener un poco de efectivo durante todo el año y con menos exposición que el Índice a las acciones tecnológicas más grandes. Una vez más, en 2021, una pequeña cantidad de acciones tecnológicas gigantes generaron una parte desproporcionada del rendimiento del índice. Publicamos un cuadro de mando imperfecto para el año, pero en general, estoy satisfecho con la cartera.

Hace un año, le escribí que los inversores habían ofertado acciones a niveles elevados que requerirían un crecimiento de ganancias excepcional para respaldar. De hecho, Corporate America entregó ese crecimiento de ganancias en 2021. El índice aumentó casi un 29% durante el año, pero parece que las ganancias corporativas subyacentes aumentarán un 40% o más durante el año. Sabremos más a medida que se informen los resultados en las próximas semanas.

En retrospectiva, el mercado evaluó mejor que yo que el extraordinario nivel de alivio inyectado en las cuentas bancarias de los consumidores y la economía en general en 2020 estimularía un fuerte crecimiento de las ganancias en 2021. Hace un año, la estimación de consenso para las ganancias de 2021 para el S&P 500 electores fue de alrededor de \$ 175, lo que representa solo un crecimiento del 10% con respecto a los niveles de 2019, el año anterior a la pandemia. Hoy, parece que las ganancias del componente del índice 2021 estarán más cerca de \$ 205. Y la estimación para 2022 está por encima de los \$220, según FactSet Research.

Mucho se ha escrito en los últimos años sobre el múltiplo históricamente alto de precio-beneficio otorgado a las acciones. Debido a que las ganancias crecieron más rápido que los precios de las acciones en 2021, el múltiplo PE se redujo un poco. Hace un año, el múltiplo de S&P sobre las estimaciones de ganancias para 2021 era de 22,3x. Al cierre del año, el múltiplo de 2022

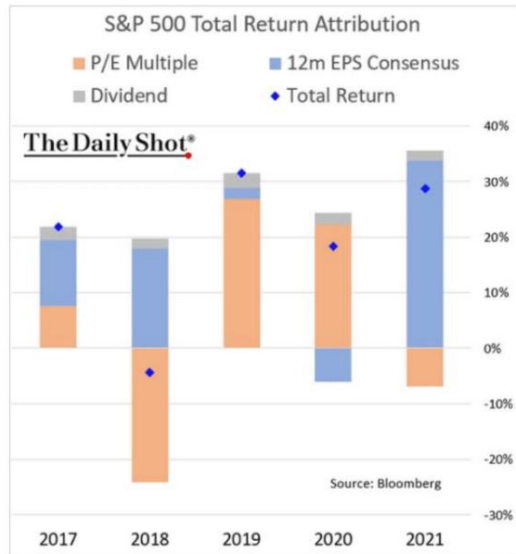
¹ La cuenta familiar no paga comisión de gestión. Las rentabilidades aquí presentadas asumen la deducción de un comisión de gestión anual del 1% para mostrar cuál habría sido el rendimiento de la cuenta de un cliente si se hubiera invertido lo mismo que la cuenta familiar durante el período. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativa de resultados futuros.

² Los rendimientos del índice S&P 500 incluyen la reinversión de dividendos y otras ganancias. El Índice es un índice ponderado por capitalización no administrado de acciones comunes de 500 corporaciones importantes de EE. UU. El Índice no incurre en gastos y no está disponible para inversión.

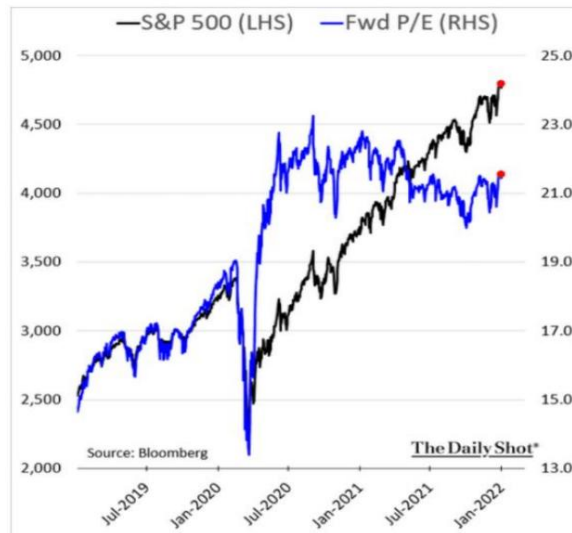
las estimaciones estaban justo por encima de 21x y después de un tramo débil para las acciones al comienzo del año, el múltiplo de PE es un poco más de 20x.

Dos gráficos cuentan la historia visualmente.

• S&P 500:



• The S&P 500 forward EPS:



El primer gráfico muestra que el rendimiento de S&P en 2019 y 2020 fue impulsado por un múltiplo PE en expansión, sin contribución neta del crecimiento de las ganancias debido al impacto de Covid-19 en 2020. Pero en 2021, el múltiplo PE se contrajo y el crecimiento de las ganancias impulsó la regreso. El segundo gráfico cuenta la misma historia de una manera diferente: el mercado ha subido mucho, pero el múltiplo PE es más bajo que hace un año, aunque todavía elevado.

Los economistas de Wall Street señalan que el estímulo monetario tarda alrededor de un año en abrirse camino en la economía. Si es así, el alivio continuo pagado en 2021 presumiblemente mantendrá la economía activa durante al menos los próximos trimestres. El mercado ha estado muy tambaleante en enero y la ola de coronavirus de Omicron ha inyectado incertidumbre en la recuperación económica (y en las previsiones de ganancias), pero la gente está trabajando por salarios más altos, los consumidores están llenos de efectivo y las ganancias corporativas están creciendo.

Un artículo publicado en The Wall Street Journal el 10 de enero señaló que las dos primeras rondas de pagos de estímulo sacaron a 11,7 millones de personas de la pobreza y ayudaron a los estadounidenses a acumular \$2,7 billones en ahorros adicionales. Los ahorros no fluyeron completamente hacia los hogares, pero los ahorros adicionales ascienden a alrededor de \$24,000 por hogar en los EE. UU., una cantidad significativa. JP Morgan Chase dice que el saldo promedio de su cuenta corriente fue un 50% más alto en el verano de 2021 que dos años antes.

La desventaja de que tanto efectivo llegue a las cuentas bancarias de tantas personas al mismo tiempo es la inflación. ¿Podría el gobierno federal, al tratar de minimizar el daño económico durante la pandemia, haber ido demasiado lejos? Recientemente me llamaron la atención los informes del economista Ed Hyman de Evercore ISI, quien señala que durante los últimos 50 años, la tasa de fondos federales, o la tasa a la que la Reserva Federal está dispuesta a prestar a los bancos de la nación durante la noche para satisfacer sus necesidades de liquidez, ha tendido a ser casi igual al PIB nominal, o un poco menos. Es decir, si el PIB nominal (que es el crecimiento del PIB real más la inflación) creciera un 5%, cabría esperar

la tasa de los fondos federales sea de alrededor del 4%. Por lo tanto, la tasa de los fondos federales menos el PIB nominal a lo largo del tiempo sería ligeramente negativa o quizás cero.

Hay dos grandes excepciones a este equilibrio. A principios de la década de 1980, la Reserva Federal bajo la presidencia de Paul Volcker elevó enormemente las tasas de interés para ahogar el capital en la economía y romper una larga racha de inflación obstinada. Durante un tiempo, la tasa de los fondos federales superó el 15 %, mientras que el crecimiento del PIB nominal fue de un solo dígito bajo, lo que arrojó una tasa de los fondos federales menos la tasa del PIB nominal de 10 o más. Lo que sucedió después es que la economía se contrajo violentamente, la inflación disminuyó y las tasas de interés comenzaron un descenso de 40 años que impulsó un notable aumento de 40 años en los precios de los activos. Lo que puede haberse olvidado es que esto se desarrolló lentamente, no rápidamente.

Para poner una anécdota a esto, mi esposa y yo compramos nuestra primera casa en los suburbios de Miami en 1992, pagando \$143,500 y sacando una hipoteca al 8% de interés. Treinta años después, Zillow dice que la casa vale 1,25 millones de dólares. No por casualidad, un prestatario hoy pagaría alrededor del 3% por una hipoteca. La tasa de interés no es la única razón por la que el valor de la propiedad aumentó casi nueve veces. Miami está rodeada por el océano por un lado y los Everglades por el otro, y la demanda de viviendas unifamiliares superó la oferta de terrenos con el tiempo. Pero la baja tasa de interés hizo que los pagos mensuales siguieran disminuyendo (a medida que los propietarios refinanciaban) y permitió que los compradores subsiguientes pagaran más por el activo. Esto contribuye a un círculo virtuoso, ya que la apreciación del precio animó a los propietarios a invertir en la propiedad, lo que elevó su valor. [Puedo ver las fotos en Zillow.] Los propietarios se sintieron cómodos agregando una terraza en el patio o una nueva cocina porque el valor de la propiedad estaba aumentando y el costo del préstamo para pagar el trabajo era bajo. Probablemente todos conozcamos a alguien que refinanció en los últimos años, asumiendo más deuda pero reduciendo su pago mensual.

Esencialmente, los estadounidenses construyeron muchas piscinas "gratuitas" en las últimas décadas.

Si avanzamos rápidamente hasta el día de hoy, corremos el riesgo de un fenómeno opuesto. La tasa de los fondos federales es del 0,25 % al momento de escribir este artículo, mientras que el crecimiento del PIB nominal en 2021 fue de alrededor del 12 %, aproximadamente un 6 % de crecimiento del PIB real y una inflación del 6 %, según Evercore ISI. Entonces, nuestra ecuación de la tasa de fondos federales menos el PIB nominal ahora es aproximadamente *negativa* 12. El reverso exacto de la era Volcker.

Si la historia es una guía, esta relación masivamente fuera de control entre el costo de pedir dinero prestado y el crecimiento nominal del PIB sugiere que podemos estar en un período sostenido de alta inflación o, como corrección, aumento de las tasas de interés y, en consecuencia, activos débiles. precios. Si las tasas de interés súper altas terminaron con la inflación persistente, ¿no es lógico pensar que la inflación alta podría romper la era de las tasas de interés persistentemente bajas?

Después de 40 años de vientos favorables debido a tasas más bajas, un período prolongado de tasas de interés al alza sería bastante doloroso. Olvídense del 8%, si uno tuviera que pagar un interés del 6% por una hipoteca en una casa suburbana típica, es concebible que el valor de las viviendas de la nación pierda una parte significativa de su valor de reventa.

Y piense en el efecto dominó: si su casa perdiera, digamos, una cuarta parte de su valor de mercado, ¿qué probabilidades hay de que remodele la cocina? ¿O mudarse por un trabajo en una nueva ciudad? ¿Qué pasaría con los impuestos a la propiedad si el valor de las casas cayera?

Los precios más altos de los activos conducen a una mayor inversión. Y viceversa. Si las tasas suben y los precios de los activos se desploman, habrá una reducción correlacionada de la inversión en toda la economía: en viviendas, fábricas y especialmente en empresas especulativas, ya que la perspectiva de no obtener ganancias durante años mientras se paga una tarifa significativa por el uso del capital se vuelve no atractivo.

Mucha gente inteligente cree que la inflación actual es transitoria, ya que ha sido impulsada por pagos de ayuda únicos que fluirán rápidamente a través de la economía. Esencialmente, demasiado dinero golpeó nuestra billetera colectiva a la vez y lo estamos gastando al mismo tiempo. Eso terminará muy pronto. Entonces, debido a que la innovación tecnológica tiende a reducir los costos, EE. UU. reanudará su batalla contra la deflación.

No sé si eso es correcto o incorrecto, pero parece posible que las corporaciones estadounidenses tengan que trasladar algunas de sus cadenas de suministro a América del Norte a medida que nuestra relación con China se deteriore. Producir bienes en América del Norte cuesta más que en Asia. Las tasas laborales han estado deprimidas durante décadas; ahora la población está envejeciendo, la inmigración es baja y, no sin importancia, la mano de obra está retrocediendo. El auge del mercado de valores permitió que algunos trabajadores se jubilaran antes de lo que habían planeado. Esos 2,7 billones de dólares de ahorros adicionales permiten que otros elijan mejor los trabajos que aceptan.

La actitud de la sociedad hacia los salarios bajos está cambiando. La inflación de salarios y costos no puede ser transitoria.

Hacer predicciones sobre el futuro es una tontería; planificar para el futuro no lo es. GCAM ha subido más del 90 % en solo siete trimestres desde su creación. Hemos tenido un gran comienzo, pero de cara al futuro, espero más volatilidad y rendimientos más modestos. ¡Espero estar equivocado en esto! Como siempre, trato de recordar que a través de cada tipo de entorno económico en mi vida, la respuesta correcta ha sido poseer grandes empresas, con suerte, que tengan poder de fijación de precios y toleren la volatilidad.

En cuanto a nuestra cartera, incluso después de crecer casi un 30 % en 2021, me gustan las perspectivas de nuestros negocios subyacentes. Aquí hay un gráfico de nuestras cinco mejores y cinco posiciones con peor desempeño para el año.

Los 5 mejores ejecutantes de la posición de la cartera		
Impacto de retorno de peso	Seguridad	<u>Sector</u>
1) 3,94 % 98,67 % 3,01 % Credit Acceptance Corp.		Finanzas
2) 4,82% 97,89% 3,88% Arista Networks, Inc.		Tecnología electrónica
3) 9,00 % 65,30 % 5,35 % Alphabet Inc. Agregado A y C 4) 5,35 % 60,21 % 2,86 % Charles Schwab Corp.		Servicios tecnológicos Finanzas
5) 3,68 % 51,48 % 1,79 % Eurofins Scientific Total 26,8 %		Servicios de salud
16,9 %		
Los 5 peores desempeños en la posición de la cartera		
Impacto de retorno de peso	Seguridad	<u>Sector</u>
1) 1,47% 64,57% -1,75% ADR patrocinado por Autohome, Inc.		Servicios tecnológicos
2) 0,49% 41,72% -0,99% A2 Leche Total		Consumidor
3) 0,25% -2,78% -0,05% M&T Bank Corp.		Finanzas
4) 4,88% 0,04% 0,00% [Efectivo]		Dinero en efectivo
5) 2,67% 1,56% 0,03% Mastercard Inc. 9,8% Total		Finanzas
-2,8%		

Nota: el peso de la posición es el peso promedio durante el año. Las acciones que se posean durante parte de un año tendrán un peso promedio que no refleja su tamaño durante el período de propiedad.

La buena noticia es que varias de nuestras posiciones más grandes a principios de 2021 disfrutaron de un rendimiento estelar. Eso incluiría las cinco acciones en el gráfico, además de Carmax (+38%) y Constellation Software (+43%), que se encontraban entre nuestras cinco principales participaciones a principios de 2021.

Nuestros dos peores resultados, A2 Milk y Autohome, se encontraban entre nuestras posiciones más pequeñas a principios de 2021. Salimos de ambos durante 2021 con pérdidas significativas. Otras ventas directas durante el año fueron Jacobs Engineering y TJX Companies. Jacobs y TJX son buenos negocios y generaron buenos rendimientos para nosotros, pero vimos mejores oportunidades en otros lugares.

Además de esas cuatro salidas, hicimos un poco más de recorte de posiciones de lo que debería ser normal para nosotros. Esto liberó algo de capital para hacer nuevas inversiones, de las que hablaré más adelante, pero también me dejó con sentimientos encontrados.

En varios puntos eliminamos Alphabet, Carmax, Arista Networks, Credit Acceptance, Eurofins y JP Morgan. De ellos, redujimos JP Morgan para dejar espacio a M&T Bank, pero los demás se basaron estrictamente en la valoración.

No creo en discutir con el Sr. Mercado regularmente. Es decir, no es productivo pensar que puedo estimar el valor con precisión y luego negociar acciones en función de mis evaluaciones. La gestión de carteras no es una obra de arte que mejora con un sinnúmero de esculturas.

Si una de nuestras acciones sube espectacularmente, la respuesta correcta generalmente no es discutir con el mercado, sino *escucharlo*. Mr. Market está tratando de decirnos algo: ¡has acertado en esto! Aprender a aceptar un cumplimiento es una habilidad en sí misma, y especialmente cuando una de nuestras empresas resulta ser aún más valiosa de lo que pensábamos. (Lo contrario también es cierto: si el mercado odia algo que posee y lo baja, recuerde que este es el juicio colectivo de miles de personas inteligentes. ¿Están equivocados o usted no?)

En ese contexto, es justo decir que algunas acciones subieron tanto en 2021 que me sentí obligado a obtener algunas ganancias mientras mantenía una exposición significativa. Vendí una parte de nuestra participación en Arista Networks a \$ 133 ajustados por división después de un aumento notable durante el año. Arista es ahora nuestra cuarta posición más grande.

Reduje nuestra participación en Credit Acceptance Corp., el prestamista de automóviles de alto riesgo, que aumentó casi un 100% el año pasado. CACC sigue siendo una de las empresas menos apreciadas que poseemos: incluso después de ese gran avance, cotiza por 12 veces las ganancias por acción esperadas para 2021 y, en buena medida, ganará alrededor del 46% sobre el capital este año. Al igual que Arista, disfrutó de un repunte al alza después de un excelente informe de ganancias en el otoño, lo que nos llevó a tomar algunas ganancias cuando las acciones subieron por encima de \$660.

Para aquellos que no están familiarizados con él, Credit Acceptance es un prestamista de último recurso para los compradores de automóviles. Es posible que una persona con un incumplimiento de pago o tres en su informe crediticio no pueda obtener un préstamo de una fuente tradicional. Pero esa persona también puede necesitar un automóvil para ir a trabajar. Y mantener un trabajo es la única forma en que la persona puede mejorar su solvencia crediticia. CACC trabaja principalmente con concesionarios de automóviles de "compre aquí, pague aquí", que a veces atienden a clientes con problemas financieros. Entra en acuerdos de participación en las ganancias con los concesionarios, para incentivarlos a hacer préstamos que se pueden cobrar.

En el entorno actual, relativamente pocas personas están estresadas económicamente. El gobierno ha brindado un enorme alivio a los consumidores, el mercado laboral es fuerte, los salarios están aumentando. Además, el valor de los autos usados ha

aumentado tanto que incluso cuando un cliente no puede hacer los pagos del préstamo, el prestamista puede recuperar la mayor parte del saldo del préstamo después de una recuperación. Por lo tanto, Credit Acceptance tiene tasas de reembolso históricamente altas en su cartera de préstamos.

Esto es cierto para todos los prestamistas, pero Credit Acceptance cobra tasas de interés muy altas que incorporan el riesgo de incumplimientos sustanciales en su perfil de rendimiento. A medida que los préstamos se amortizan a tasas inesperadamente altas, Credit Acceptance obtiene ganancias inesperadas. Pero debido a que la mayoría de los clientes están mejorando sus puntajes de crédito y pueden obtener préstamos de bancos y cooperativas de crédito, Credit Acceptance se encuentra cosechando una cosecha abundante pero sin plantar muchas semillas. Nos gusta esta empresa y creemos que tiene un sólido enfoque de cumplimiento y una base ética. La relación PE es perpetuamente baja porque las personas confunden los préstamos con riesgos crediticios malos y, a veces, ser adversarios con esos prestatarios, como una mala compañía. En última instancia, vendimos algunas acciones para gestionar el riesgo de que la Aceptación de crédito no crezca en el futuro como lo ha hecho en el pasado.

Vendí parte de nuestro JP Morgan Chase en el cuarto trimestre, redistribuyendo las ganancias y un poco de efectivo disponible en M&T Bank. JP Morgan es el mejor banco gigante del país y soy optimista sobre su futuro. GCAM todavía posee algunos. Pero M&T tiene un historial de excelentes resultados de varias décadas, un sólido balance general y reservas conservadoras para préstamos incobrables. Es importante destacar que es extremadamente sensible al aumento de las tasas de interés.

Terminamos el año con una participación de aproximadamente el 7 % en los bancos estadounidenses, en tres participaciones: First Republic Bank, JP Morgan y M&T. Normalmente, me gusta tratar de identificar la mejor empresa en una industria y ser dueño de esa. En este caso, sin embargo, nuestros tres bancos tienen diferentes modelos de negocio. Podría decirse que First Republic es menos un banco que una organización de servicios para personas e instituciones adineradas. Durante sus cuatro décadas de historia, prácticamente no ha sufrido pérdidas crediticias, ya que otorga préstamos de riesgo extremadamente bajo a prestatarios adinerados. Las personas con un alto patrimonio neto tienden a tener necesidades de servicios financieros diferentes a las de los clientes bancarios regulares y aprecian el servicio de First Republic.

JP Morgan genera ingresos de los préstamos bancarios tradicionales, pero también del comercio, la banca de inversión y la gestión patrimonial. Es el emisor de tarjetas de crédito más grande del país y también hace negocios con aproximadamente el 80% de las empresas Fortune 500. M&T está más orientado a los préstamos inmobiliarios comerciales y podría ser uno de los principales beneficiarios de las tasas de interés más altas, ya que tiene mucho exceso de efectivo en su balance y una base de depósitos central estable. A medida que suban las tasas, tendrá mucha capacidad para hacer préstamos. Alternativamente, M&T podría recomprar una gran cantidad de acciones con ese excedente de efectivo.

Además de nuestros bancos, GCAM posee otros negocios financieros de alta calidad que se beneficiarían de tasas de interés más altas, en particular nuestra gran participación en Charles Schwab. Nuestras aseguradoras Progressive Corp., Berkshire Hathaway y Markel también se benefician de tasas de interés más altas, ya que invierten las primas pagadas por los clientes en valores de renta fija hasta que pagan los siniestros.

Me gusta la exposición a tasas de interés más altas, pero somos dueños de estos negocios porque creemos que poseen ventajas competitivas duraderas.

Volviendo a nuestros modelos, las ventas de Carmax, Eurofins Scientific y Alphabet se basaron en la valoración.

El sólido desempeño de Alphabet durante el año hizo que superara el 10 % de peso de la cartera y lo redujimos al 8,5 % en julio.

Eurofins se ha beneficiado enormemente del crecimiento en las pruebas de Covid, que es

es poco probable que sea una fuente duradera de crecimiento, y redujimos nuestra participación en julio después de un gran aumento en el precio de las acciones. Carmax ha sido muy volátil este año. Vendimos una pequeña parte de nuestra participación, pero nos sentimos optimistas acerca de la posición de la empresa.

En cuanto a las compras, en el cuarto trimestre compramos M&T Bank y establecimos una nueva posición en Ciena Corp. Aumentamos modestamente nuestra participación en II-VI Inc.

Hablamos de II-VI (pronunciado Two-Six) en nuestra carta del tercer trimestre y repetiremos que seguimos creyendo que este fabricante de componentes ópticos está bien posicionado en una variedad de mercados en crecimiento, incluidas las comunicaciones de red; vehículos eléctricos; automatización industrial y defensa. El precio de las acciones de II-VI se desplomó después de que emergiera como el mejor postor para la compañía de tecnología láser Coherent el verano pasado. Compramos II-VI después del desplome y, en nuestros primeros meses como propietarios, la acción se ha comportado bien.

La lógica detrás de nuestra compra de Ciena es similar a II-VI. Mientras que una gran parte del negocio de II-VI está en las comunicaciones de red, Ciena está totalmente orientada al sector. Fabrica equipos ópticos que transportan voz y datos en Internet y redes de telecomunicaciones.

Ciena ha sido un líder tecnológico durante mucho tiempo, pero durante muchos años la industria misma fue un desafío. Primero, a nivel nacional, Ciena dependía en gran medida de dos clientes: Verizon y AT&T. Los clientes tenían poder de negociación y regateaban duro. En segundo lugar, Ciena compitió a nivel mundial contra Huawei, el fabricante de componentes de telecomunicaciones de propiedad estatal china. Se podría decir que Huawei se preocupa más por la participación de mercado que por las ganancias y fue difícil para Ciena ganar dinero compitiendo contra él.

A Huawei se le ha prohibido hoy suministrar nueva infraestructura 5G en América del Norte, Europa Occidental e India, en base a acusaciones de que comparte información de clientes con el gobierno chino. Además, el crecimiento explosivo de los centros de datos de computación en la nube hace que clientes como Microsoft, Facebook y Google gasten miles de millones de dólares al año en su infraestructura de comunicaciones. En pocas palabras: la base de clientes se ha expandido al mismo tiempo que el competidor más grande ha retrocedido.

Como resultado, Ciena se ha convertido en un mejor negocio. En los últimos años, ha comenzado a generar ganancias significativas y flujo de caja libre, y los analistas de Wall Street creen que Ciena puede aumentar las ganancias por acción a tasas medianas durante los próximos tres años, o alrededor del 50 % en general. Pagamos \$57 por nuestras acciones, o aproximadamente 19x las ganancias de 2021.

Quiero destacar un pequeño cambio en la cartera. Al final del año, Ciena tenía una capitalización de mercado de \$11 mil millones y II VI una capitalización de mercado de \$8 mil millones. Una tercera compra nueva, M&T Bank, se valoró en 20.000 millones de dólares. Las acciones que vendimos para comprarlo, JP Morgan, tienen una valoración de capital de aproximadamente \$ 500 mil millones.

Es simplista pero cierto que es más fácil hacer crecer una capitalización de mercado de \$10 mil millones a \$30 mil millones que hacer crecer una capitalización de mercado de \$30 mil millones a \$ 90 mil millones. Estamos encantados de aumentar nuestra exposición a las acciones de mediana capitalización, especialmente al mismo tiempo que ganamos exposición al creciente sector de las comunicaciones en red.

Dicho esto, desde el inicio, nuestra posición más importante ha sido Alphabet. Después de una gran racha en 2021, la capitalización de mercado de Alphabet se acerca a los 2 billones de dólares. El negocio principal de búsqueda es un producto del que la mayoría de nosotros no podemos prescindir. y es muy apreciado por el mercado. Si hay un golpe en Alphabet, sería sobre la asignación de capital. La empresa gasta 25.000 millones de dólares al año en investigación y desarrollo, parte de ellos en áreas remotas. I+D no es una caja negra, pero es difícil para los inversores saber qué tan sabiamente utiliza Alphabet este presupuesto.

Sin embargo, algunas de las inversiones de Alphabet han resultado brillantes para los accionistas: YouTube, Double Click y Android, por nombrar tres. Su división Waymo, que está desarrollando autos sin conductor, probablemente

vale decenas de miles de millones de dólares. Creemos que Alphabet está a la vanguardia de la investigación sobre el aprendizaje automático y la inteligencia artificial. En noviembre, un amigo nos envió dos días de artículos de servicio de cable en Alphabet. Se veía así:

3 de noviembre

Google busca agresivamente un contrato importante con el Pentágono, dice el NY Times

Google de Alphabet está buscando agresivamente un importante contrato con el Departamento de Defensa de EE. UU. para proporcionar su tecnología al ejército de EE. UU. ... El plan de Google para recibir un contrato potencialmente lucrativo, conocido como Joint Warfighting Cloud Capability, podría causar problemas debido a su fuerza de trabajo abierta...

Waymo traerá autos autónomos a la ciudad de Nueva York

Waymo de Alphabet dijo que... traerá Waymo Driver a la ciudad de Nueva York con fines de mapeo y prueba.

Pegasystems anuncia colaboración con Google Cloud

Pegasystems (PEGA) anunció una colaboración con Google Cloud que ayudará a mejorar las experiencias en el cuidado de la salud con mejores conocimientos y personalización de datos. ... Las organizaciones estarán mejor posicionadas para brindar atención y resultados de salud óptimos a millones de personas al combinar la plataforma de datos integral de Google Cloud con las recomendaciones personalizadas de Pega.

4 de noviembre

Alphabet tiene una nueva empresa de descubrimiento de fármacos, informa Stat News

Alphabet se está sumergiendo en el negocio del descubrimiento de fármacos, informa Kate Palmer de Stat News. Durante el último año, la empresa matriz de Google ha causado un gran e inesperado impacto en el mundo de la biología, con DeepMind, su equipo de investigación de IA, asombrando a los biólogos estructurales... al resolver el antiguo problema de predecir la estructura de las proteínas con su modelo de aprendizaje profundo, AlphaFold. 2 **CME Group firma una asociación de 10 años con Google Cloud para el mercado de derivados**

CME Group (CME) y Google Cloud anunciaron una asociación estratégica de 10 años para acelerar el paso de CME Group a la nube. CME Group migrará su infraestructura tecnológica a Google Cloud a partir del próximo año...

Cinco titulares de solo dos días en noviembre sugieren que esta es una empresa increíblemente ambiciosa.

A pesar de su tamaño, Alphabet no es muy caro. La capitalización de mercado de la empresa era de 1,9 billones de dólares a finales de año, pero el flujo de caja libre para 2022 se estima en 80.000 millones de dólares, según FactSet Research. Eso es un rendimiento de flujo de caja libre del 4%. Y el efectivo libre viene después de la inversión mencionada anteriormente de \$ 25 mil millones en I + D y otros \$ 25 mil millones más o menos en gastos de capital, que es una inversión en planta física que también respalda el crecimiento. También hay \$ 135 mil millones de efectivo neto en el balance general.

Esencialmente, el accionista posee un negocio extraordinariamente rentable con los medios para gastar a altos niveles para impulsar el crecimiento futuro. Está razonablemente claro que en inteligencia artificial, conducción autónoma, ciberseguridad e incluso biotecnología, Alphabet tiene posiciones envidiables. No nos arrepentimos de recortar Alphabet, ya que superó el 10 % de la cartera, pero tal vez en tres años lo hagamos.

En cuanto al resto de nuestras 10 participaciones principales, Carmax terminó 2021 como nuestra segunda participación más grande y simplemente sigue adelante, obteniendo buenos resultados a pesar de que gran parte del mercado parece escéptico de su modelo. Carmax continúa ganando participación de mercado de manera rentable en el mercado masivo de automóviles usados. Parece haber decepcionado a algunos inversionistas al no generar aún más ganancias en los últimos meses, ya que los precios de los autos usados se dispararon. Pero Carmax siempre ha sido muy claro en que mantendrá sus márgenes en los autos en alrededor de \$2,100 por vehículo, incluso cuando los precios minoristas van y vienen. Esa práctica proporciona a los clientes un trato justo y

accionistas con un buen rendimiento. Las acciones de Carmax subieron un 38% en 2021, pero han estado bastante débiles para comenzar 2022.

Arista Networks terminó el año en nuestra posición número tres, gracias a que casi se duplicó el precio de las acciones. Arista fabrica conmutadores y enrutadores utilizados por operadores de centros de datos de hiperescala: Microsoft y Facebook son sus dos clientes más importantes. Cada vez más, también es una solución preferida para las redes de comunicaciones corporativas. Arista vende hardware con un sistema operativo de software fácil de usar, que permite a los clientes administrar sus redes a medida que crecen. Esto suena sencillo, pero la mayoría de la competencia de Arista vende estrictamente hardware. Arista generó ventas por poco menos de \$3 mil millones en 2021. El líder del mercado, Cisco Systems, tiene ingresos anuales de alrededor de \$50 mil millones. Cisco es una excelente empresa, pero si Arista puede continuar ofreciendo excelentes productos que sean fáciles de administrar para los clientes, debería haber años de crecimiento por delante.

Nuestra cuarta participación más grande al final del año era Charles Schwab. Las acciones de Schwab subieron un 60%, impulsadas por los vientos de cola gemelos del crecimiento de los activos y la perspectiva de un aumento de las tasas de interés. Schwab es un negocio excepcional: ha hecho crecer nuevas cuentas de corretaje a un ritmo constante del 5 % al 6 % durante muchos años, e incluso más rápido recientemente. Se ha ganado la confianza de los inversores minoristas; es difícil exagerar lo importante que es la confianza en los servicios financieros, pero también ofrece a los asesores financieros una solución de custodia de bajo costo que lo ha ayudado a ganar grandes porciones de negocios de jugadores heredados como Merrill Lynch o Morgan Stanley. Schwab obtiene la mayor parte de sus ganancias en los márgenes de las tasas de interés, o la diferencia entre lo que gana en los depósitos en efectivo en las cuentas bancarias y de corretaje de los clientes y lo que paga a los propietarios de esas cuentas. A medida que aumentan las tasas de interés, también aumentan las ganancias de Schwab. Estamos felices por eso, pero vemos que Schwab seguirá aumentando las cuentas de corretaje en los próximos años.

Constellation Software completó nuestro top cinco después de un aumento del 42 % durante el año. Constellation está dirigido por uno de nuestros líderes favoritos de todos los tiempos, el fundador Mark Leonard, y continúa funcionando bien. La empresa es en realidad un conjunto de cientos de empresas de software para pequeñas empresas adquiridas a lo largo de muchos años, que atienden a usuarios en nichos de mercado que van desde campos de golf hasta gestión de bufetes de abogados, gobiernos municipales y pequeñas empresas de servicios públicos.

Una preocupación con Constellation ha sido que hay un límite en la cantidad de compañías de software de \$ 5 millones que se pueden comprar. En algún momento, para mantener su tasa de crecimiento, Constellation tendría que empezar a comprar negocios más grandes. Cuando se venden grandes empresas, tienden a tener pretendientes que puján agresivamente unos contra otros. Los escépticos cuestionaron si Constellation podría comprar efectivamente 300 millones de dólares en activos en un año y mantener sus fuertes retornos sobre el capital. Luego fueron 500 millones de dólares. Luego \$600 millones.

Bueno, en 2021, Constellation realizó adquisiciones por \$ 1.3 mil millones. Ha duplicado las ganancias operativas en los últimos cuatro años mientras mantiene rendimientos sobresalientes sobre el capital con niveles de deuda muy bajos.

Progressive Corp. tuvo un año difícil que hizo que cayera a nuestra sexta posición más grande desde el número tres hace un año. Progressive es la aseguradora de automóviles más eficiente del país, y generalmente obtiene márgenes de utilidad de entre 7% y 9% al suscribir pólizas de automóviles. La industria en general gana alrededor del 1% de la suscripción. Progressive tiene una serie de ventajas estructurales que contribuyen a su rentabilidad superior, incluida la baja costos de adquisición de clientes (a pesar de todos los anuncios de televisión), análisis de datos superiores que lo ayudan a establecer tarifas precisas, procesos de reclamos eficientes y más.

Toda la industria disfrutó de ganancias inesperadas en 2020, ya que los estadounidenses se quedaron en casa durante la pandemia, manejaron menos millas y sufrieron menos accidentes. En 2021, no solo condujeron más, sino que también [600 Madison Avenue, #2300,](#)

[New York, NY 10022](#)

[646-669-8950](tel:646-669-8950) o gcaminfo@givernycapital.com

conducía peor. La frecuencia de los accidentes no cambió mucho, pero sí la gravedad, ya que hubo más colisiones a alta velocidad. Ningún modelo de suscripción previó ese extraño giro de los acontecimientos. Peor aún, como los desafíos de la cadena de suministro limitaron la producción de autos nuevos, el valor de los autos usados se disparó. Ese Toyota que se aseguró en base a una estimación de su valor de \$25,000? Cuando el auto quedó destrozado, el costo de reemplazarlo podría haber sido de \$35,000.

En el tercer trimestre, Progressive perdió dinero al suscribir seguros por primera vez en 20 años. Las acciones cayeron debido a los temores de que la posición competitiva de Progressive se estaba deslizando. Pero a medida que el resto de la industria reportó resultados aún peores, quedó claro que las ventajas de Progressive no se habían erosionado; más bien, toda la industria se había quedado atónita por el aumento de los accidentes graves y la inflación en los precios de los autos usados.

Mientras escribo esto, está claro que la industria impulsará aumentos de tarifas en 2022. Cuando las tarifas aumentan, los consumidores tienden a comprar más. Históricamente, cuando compran más, Progressive crece más rápido debido a su capacidad para hacer coincidir las mejores tasas con los riesgos correctos. Seguimos convencidos de que Progressive será una empresa mucho más grande en cinco años de lo que es hoy.

Nuestra posición número siete al final del año era Credit Acceptance Corp., que analizamos anteriormente. En el número ocho estaba SS&C, dirigida por otro de nuestros directores ejecutivos fundadores favoritos, Bill Stone. SS&C posee una gama completa de empresas que ofrecen aplicaciones de software para gestionar el comercio de valores, la administración de cuentas de clientes, los servicios de agentes de contabilidad y transferencias para fondos de cobertura, firmas de capital privado y otros gestores de inversiones. Estas aplicaciones administrativas no son muy emocionantes, pero son la columna vertebral de los sistemas de informes y contabilidad de muchas empresas. Es doloroso cambiar de sistema, razón por la cual el 95 % de los ingresos de SS&C se repite cada año. Stone utiliza ese flujo de efectivo confiable para realizar adquisiciones inteligentes, de modo que SS&C ha aumentado su beneficio operativo en un factor de 12 veces desde 2011, según FactSet Research. Esta es una tasa de crecimiento espectacular que no se refleja en la modesta valoración de las acciones de 16x ganancias.

Nuestra novena participación más grande al final del año fue Heico. Esta es otra empresa dirigida por propietarios-operadores inteligentes, en este caso la familia Mendelson en el sur de Florida. Heico es el principal proveedor del país de repuestos de marca privada para la aviación comercial. El gobierno federal regula muy estrictamente las piezas de repuesto para aviones y hay pocos fabricantes de marca privada. Heico ha adquirido constantemente proveedores de nicho y ha obtenido aprobaciones regulatorias para piezas nuevas durante décadas. Tiene, por mucho, la oferta más amplia de repuestos sin marca y puede vender esos repuestos por un 30 % menos que los fabricantes de equipos originales y, aun así, obtener beneficios saludables. Este mercado, comprensiblemente, ha estado bajo presión ya que los aviones se quedaron en tierra durante la pandemia. Pero a medida que las millas voladas se recuperaron en los últimos meses, Heico disfrutó de una sólida demanda. A lo largo de la recesión, también aumentó de manera constante su negocio de electrónica de aviación. La acción es cara en relación con las ganancias, pero la participación de Heico en el mercado de repuestos de aviación es pequeña, lo que deja años de crecimiento por delante.

Nuestra posición número 10 es el doppelganger de la Estrella de la Muerte anteriormente conocido como Facebook. No podemos decir el nombre Meta Platforms sin reírnos y preguntarnos si el fundador Mark Zuckerberg tal vez se saltó la escuela secundaria la semana que leyó Romeo y Julieta. "Facebook con cualquier otro nombre olería igual"... no importa. Esta empresa es odiada por muchos, y el cambio de nombre puede sentirse más como huir del pasado que huir hacia el futuro. Pero Meta sigue siendo la plaza de la ciudad digital para unos 2.800 millones de personas en todo el mundo, que para bien y para mal la usan y su hermana Instagram para congregarse pacíficamente e intercambiar información sobre sus movimientos de baile favoritos, destinos de vacaciones y teorías de conspiración locas. Debido a que muchas personas pasan tanto tiempo en Facebook, es el mejor del mundo digital.

medio de publicidad. Es importante destacar que la monetización de anuncios fuera de los EE. UU. es mucho menor que a nivel nacional, lo que sugiere que, a pesar de su tamaño, Meta tiene una larga trayectoria de crecimiento.

Quizás soy demasiado frívolo aquí, ya que Meta causa un daño real a la sociedad con algoritmos que empujan a muchos hacia puntos de vista extremos y desinformación. Pero si Meta no existiera, no creo que el flujo torrencial de desinformación se desaceleraría. La gente puede congregarse en Internet sin filtros, punto final. La regulación del discurso en las plataformas de redes sociales es un tema de política gubernamental responsable y reflexiva.

No estoy al tanto de que se haya avanzado mucho.

Meta duplicó sus ingresos y ganancias operativas en los últimos tres años, pero se negocia por aproximadamente el múltiplo del mercado. Existe cierta ansiedad sobre el impacto en Meta de la decisión de Apple de dificultar el seguimiento de las personas que usan su sistema operativo móvil. Sospecho que estos cambios darán como resultado que Meta y Alphabet se vuelvan más fuertes con el tiempo, ya que tendrán las capacidades de aprendizaje automático para rastrear consumidores de maneras alternativas y ofrecer publicidad dirigida, mientras que los competidores no lo harán.

Ya que pasé un tiempo discutiendo el potencial de las tasas de interés más altas para impactar los precios de los activos, permítame repetir que nuestro objetivo en GCAM es superar el Índice más amplio y dormir bien por la noche al poseer una cartera enfocada de negocios con ventajas competitivas duraderas, niveles responsables de deuda y grandes equipos de gestión. Si nuestra prosperidad depende de mi habilidad para predecir el futuro, estamos en problemas.

Antes de despedirme, me gustaría agradecer a mis socios en Giverny Capital Inc., en Montreal. No podría estar más feliz con esta relación. Trabajamos juntos en una serie de grandes proyectos de investigación durante el año, lo que llevó a varias inversiones. Además, el equipo de Giverny ha sido excepcionalmente útil para mí y nuestro jefe de operaciones, Al Munro, Jr., detrás de escena.

Nuestra base de clientes creció muy bien en 2021 y esperamos hacer lo mismo en 2022. Sabemos que para los nuevos clientes, los siete trimestres anteriores no son lo que importa. Necesitamos generar valor en los próximos años. Si bien no creemos que el mercado en general genere los rendimientos descomunales de los últimos años, creemos que nuestra cartera es buena, nuestro proceso de investigación es sólido y nuestras perspectivas son brillantes. Tengo una gran mayoría del patrimonio neto de mi familia invertido en esta cartera y mi actitud es a largo plazo.

Estoy encantado de tener la base de clientes que tengo y agradezco la confianza que ha depositado en mí, en Al y en nuestros socios de Giverny.

Con cada buen deseo,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'David M. Poppe', written in a cursive style.

David M Poppe

**Activo de capital de Giverny
Gestión, LLC**

10 principales participaciones

31 de diciembre de 2021

Alfabeto A&C	8,7%
Carmax	6,7%
Arista Networks	6,1%
charles schwab	5,7%
Software de constelaciones	5,6%
Corporación Progresista.	4,9%
Corporación de aceptación de crédito.	4,9%
SS&C	4,7%
Heico Clase A	4,3%
<u>Facebook</u>	<u>4,3%</u>
Total	55,9%