

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta trimestral - 3T 2022
Septiembre

Estimado inversor:

Azagala cerró el tercer trimestre de 2022 con una rentabilidad negativa del 3,78%, lo que sitúa la rentabilidad acumulada durante 2022 en -22,35%.

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 7,65%. Dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 107.649 euros a 30 de septiembre de 2022.

“

En el mundo de las finanzas, al igual que ocurre en el campo, la paciencia es la clave del éxito

”

Comparto con vosotros una de mis reflexiones sobre las **similitudes que existen entre el mundo del campo y el de la inversión**. Un agricultor, pese a que haga su trabajo de forma metódica y con una disciplina espartana (sin horarios y sin importar el clima), dependerá en parte de la climatología (a corto plazo caprichosa como el mercado), pero sobre todo tiene que **esperar el tiempo necesario para que una semilla se convierta en espiga y grano**. Es una labor que además, requiere preparar las tierras para los años venideros con antelación y esto también es algo que compartimos en Azagala.

En el mundo de las finanzas, al igual que ocurre en el campo, la paciencia es la clave del éxito ya que nos permite alejarnos del ruido y los miedos que dominan el día a día de los mercados (guerra en Ucrania, la actuación de los bancos centrales, los datos de inflación, recesión) y centrarnos en lo que realmente importa que es asegurar retornos diferenciales con el paso del tiempo.

“

Cameco: construimos nuestra posición en 2019 cuando el precio recogía toda la negatividad del mercado, al llegar a nuestro precio objetivo, ha salido de cartera con una revalorización del +269%

”

Un buen ejemplo de esto ha sido **Cameco**. Construimos nuestra posición en 2019 cuando el precio recogía toda la negatividad del mercado en un sector donde los precios del uranio estaban tan deprimidos que apenas nadie ganaba dinero en la industria y nos posicionamos en una empresa con activos únicos y un balance fuerte (1,5B en cash y 1B deuda) que nos permitiera esperar el tiempo necesario para que el ciclo de mercado reflejara los desequilibrios entre oferta y demanda. **Al llegar a nuestro precio objetivo, ha salido de la cartera dejando una revalorización del +269% sin incluir dividendos.**

Durante los más de 23 años que llevo trabajando en el sector financiero he visto, en multitud de ocasiones, que la negatividad del mercado ponía en valor una y otra vez que el mundo prácticamente se acababa. Es una constante que he vivido desde la crisis del año 2000, pasando por la gran crisis financiera de 2008, la crisis de deuda, el *bretxit* y más recientemente con el covid, la guerra de Ucrania y la inflación.



“

La Universidad de Oxford puede ser uno de los mejores ejemplos de activos únicos en el mundo ya que se trata de una entidad con más de 900 años de historia y que cuenta con un modelo de negocio protegido

”

La realidad es que lo único que se pierde es la oportunidad si nos dejamos llevar por el miedo y el histerismo y no lo aprovechamos tomando ventaja justo en el momento en que esos eventos ocurren. Volveré sobre este asunto un poco más adelante detallando cómo hemos aprovechado algunas oportunidades en el mundo de la deuda durante este trimestre.

Nuestra manera de aprovechar esas oportunidades consiste en tener liquidez siempre disponible para usarla con vendedores forzados y una filosofía de inversión lo más completa posible que nos permite ser dueños de activos únicos a través de diferentes instrumentos de capital como acciones, bonos, convertibles, warrants y opciones.

Es una parte muy importante de nuestra filosofía de inversión identificar empresas de nicho en sectores pequeños y poco atendidos donde los fondos más grandes no pueden entrar por su tamaño o por tener un mandato de inversión que les prohíbe invertir en determinadas compañías. Esto nos permite encontrar compañías que no suelen estar bien valoradas.

La manera en la que está construido Azagala hace posible que invirtamos de una manera diferente al resto de la industria. Si añadimos una necesaria dosis de paciencia hará que las valoraciones de nuestras empresas alcancen los precios que merecen según nuestra estimación.

Mientras tanto, nuestras empresas aprovechan que siguen generando caja y muchas de ellas están recomprando acciones este año de manera agresiva a la vez que siguen invirtiendo para fortalecer su posición dominante en sus nichos.

“Cuando eres la única persona en su sano juicio, parece la única persona demente.”

Como sabrás por mis cartas anteriores, hemos estado, a diferencia del resto del mercado, años sin comprar deuda de empresas esperando poder construir una parte de la cartera del fondo en bonos ya que, durante mucho tiempo, la complacencia del mercado y la actuación de los bancos centrales suponía que no se nos recompensara en términos de rentabilidad el riesgo que se asume como bonista.

De manera paciente hemos estado construyendo la cartera de renta fija del fondo incorporando bonos. Estos nos proporcionan una mayor protección al accionista e incluso una rentabilidad superior a la del cupón si la evolución de la acción es favorable durante los próximos años, como es el caso de los bonos convertibles.

Normalmente, hablar de renta fija es algo que no suele gustar a la mayoría de la gente por la dificultad que tiene entender ciertos conceptos, pero considero que la mejor manera de explicar lo que hacemos en Azagala es contaros, de una manera sencilla y comprensible, las operaciones en detalle que hemos hecho en bonos durante este trimestre y los motivos.

COMPRA BONOS UNIVERSIDAD DE OXFORD Y BERKSHIRE HATHAWAY:

La **Universidad de Oxford** puede ser uno de los mejores ejemplos de activos únicos en el mundo ya que se trata de una entidad con más de 900 años de historia y que cuenta con un modelo de negocio protegido donde solo se admite al 14%¹ de los alumnos que lo solicitan (8.800 plazas vs 64.000 solicitudes en 2021).

¹ Datos oficiales <https://www.ox.ac.uk/about/facts-and-figures/admissions-statistics>

“

Universidad de Oxford: el valor de sus activos alcanza un importe 5 veces superior a su deuda

”

“

Berkshire Hathaway: la emisión de este bono se hizo para tomar ventaja y aprovechar un momento donde el coste de emisión de este activo generaba valor al rebajar el coste de capital

”

Es fácil e intuitivo deducir que tienen capacidad suficiente para subir los precios de las matrículas en el caso de que otras fuentes de financiación (investigación, subvenciones, cartera de inversiones) no fueran suficientes para generar caja con la que pagarnos la rentabilidad del bono o devolvernos el principal del bono a vencimiento.

Por si fuera poco, como bonistas, en el caso improbable de quiebra de la sociedad, tenemos un derecho preferencial al cobro del bono una vez que se liquiden todos los activos de la universidad. **El valor de dichos activos (incluyendo edificios históricos) alcanza un importe 5 veces superior a su deuda (teniendo en cuenta su déficit crónico de pensiones).**

Todo esto se refleja en un rating AAA por parte de las agencias de calificación de deuda. No existe un nivel superior para medir la menor probabilidad de impago.

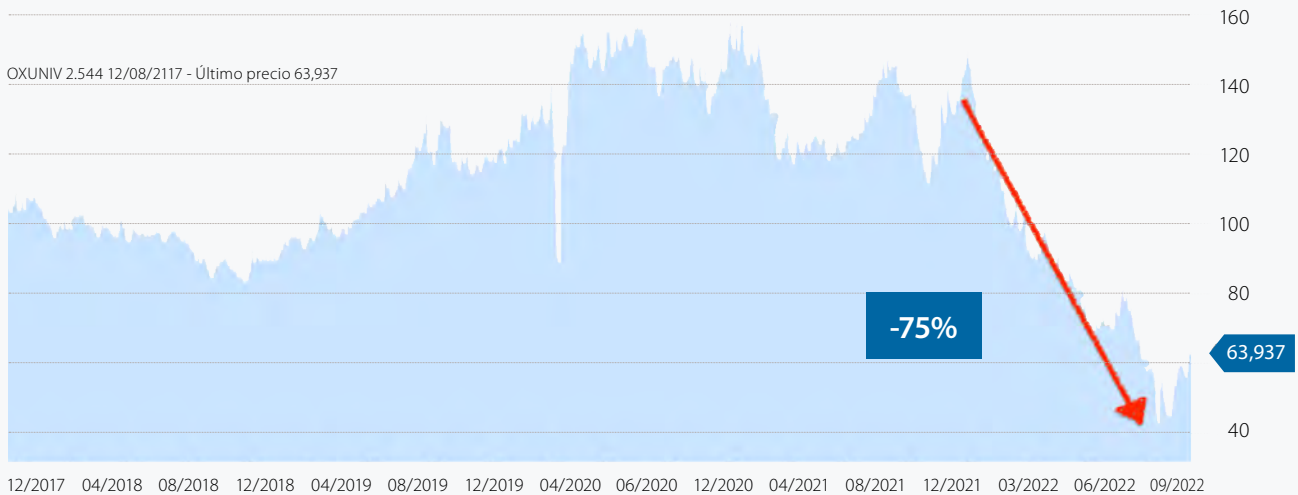
En el caso de **Berkshire Hathaway**, poco que comentar sobre la empresa del inversor más famoso del mundo, Warren Buffett, donde amasan toneladas de caja y la emisión de este bono se hizo para tomar ventaja y aprovechar un momento donde el coste de emisión de este activo generaba valor para sus accionistas al rebajar el coste de capital.

Afortunadamente esa época reciente donde el mercado prestaba al 0% o incluso en negativo a empresas y países está finalizada y el mercado vuelve a funcionar con normalidad.

BRK 2 5/8 06/19/59 - Último precio 68,613



OXUNIV 2.544 12/08/2117 - Último precio 63,937



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/09/2022.

“

Predecir el futuro es extremadamente difícil e inútil, pero es lo que hace la mayoría del mercado y, en muchos casos, es lo que genera la oportunidad para tomar ventaja

”

“

Unicaja: hemos aprovechado la volatilidad del mercado para comprar su bono perpetuo a un precio por debajo de 70%

”

“

El peso de la cartera de renta fija en el fondo alcanza ya el 13% y con independencia de lo que haga el mercado, todos los días generamos rentabilidad solo por el derecho de cobrar el cupón

”

Y esa normalidad es la que nos permite aprovechar la oportunidad que se presentó en septiembre en estos dos bonos ya que los excesos del mercado en años anteriores y su errónea percepción de que no tendríamos inflación nunca, hizo que en su momento esos bonos se emitieran con cupones muy bajos a plazos muy largos y su precio se derrumbó como puede comprobar en los gráficos de la página anterior.

Todo el mundo quería estos bonos hace unos meses a 120% y 140% y nosotros no, en septiembre cuando nadie los quería los pudimos comprar por debajo de 50%.

Predecir el futuro en términos de inflación o tipos de interés es algo tan extremadamente difícil como inútil, pero es lo que hace la mayoría del mercado y en muchos casos, es lo que genera la oportunidad para tomar ventaja si aplicamos el sentido común. Este memo de Howard Marks lo resume a la perfección.²

Buenos activos, únicos o muy difíciles de replicar y protegidos donde la posibilidad de perder dinero es casi 0 y que nos pagan por encima del 6% de rentabilidad (cada día que pasa, con independencia de lo que diga el mercado que valen esos bonos) es puro sentido común.

Si además añadimos que están comprados en un momento con la libra cerca de mínimos y las expectativas y datos de inflación en máximos de 30 años³ le añaden mucha opcionalidad si todo vuelve a su ser en los próximos años.

Sin ser el mismo caso, me recuerda a la situación de 2012 en España con la crisis de los desahucios que llevó a las cédulas hipotecarias (posiblemente el instrumento de renta fija en España de mayor garantía) a precios del 50% por el miedo que tenía el mercado a que España cambiara la ley hipotecaria. Compré cédulas en esos momentos y en apenas unos meses, generamos una rentabilidad del 15% lo que me llevó a venderlas rápidamente. Si hubiera tenido la paciencia de ahora, mantener esa posición durante años habría multiplicado la rentabilidad por 10.

COMPRA BONOS UNICAJA:

Durante años hemos sido accionistas de Liberbank y después de la fusión con Unicaja mantuvimos en cartera acciones que **hemos vendido durante el trimestre con un +30% de rentabilidad sin contar dividendos** con el objetivo de utilizar ese dinero en un bono de la propia Unicaja.

Se trata de una entidad bien capitalizada, con una estructura de financiación adecuada y con un perfil de crédito bajo (70% hipotecas y sector público y 96% primera residencia) por lo que nos gusta su crédito y aprovechamos la volatilidad del mercado en los últimos meses para comprar su bono perpetuo a un precio por debajo de 70%.

Comprado a ese precio (30% por debajo de su valor de reembolso) y con un nivel de riesgo inferior al de los accionistas al tratarse de un instrumento de deuda, nos encontramos en una situación en la que obtendremos más de un 16% anual si amortiza el bono en 2026. Si por el contrario lo mantiene vivo porque los tipos de interés están más altos o la percepción del riesgo crece, el nuevo cupón será el resultado de sumar un 5% a la curva de tipos a 5 años (8-9% anual).

² <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/illusion-of-knowledge.pdf>

³ <https://www.statista.com/statistics/306648/inflation-rate-consumer-price-index-cpi-united-kingdom-uk/>



El peso de la cartera de renta fija en el fondo alcanza ya el 13% y con independencia de lo que haga el mercado, todos los días generamos rentabilidad solo por el derecho a cobrar el cupón. En ausencia de ningún evento de crédito en los próximos 4 años vamos a obtener más de 350.000 euros entre cupones y amortizaciones.

Hasta que todo se normalice nos quedan por delante todavía muchos meses y trimestres de volatilidad donde, con independencia de lo que pase en el mercado a corto plazo, nosotros siempre seguiremos **fieles a una manera de invertir que nos hace diferentes:**

- 1. Invertimos en pequeñas compañías que operan en sectores de nicho, que tienen o están construyendo activos únicos o muy difíciles de replicar y que son capaces de competir y crecer frente a sus competidores.** Tratamos de incorporarlas a la cartera antes de que otros fondos más grandes las puedan comprar una vez que han multiplicado su precio muchas veces.
- 2. Invertimos desde un punto de vista de crédito** y analizamos qué instrumento de capital nos proporciona más rentabilidad al menor riesgo (acciones, bonos, convertibles, opciones).
- 3. Invertimos en situaciones especiales** que nos proporcionan revalorizaciones importantes con el mínimo nivel de riesgo.
- 4. Mantenemos un nivel de liquidez** siempre disponible del 10%.

Nada de esto sería posible sin el apoyo y la confianza de todos los partícipes, ya que tanto la estabilidad en el número de partícipes como el incremento durante todo el año en la cantidad de aportaciones mensuales, hacen posible que tengamos el tiempo necesario para desarrollar con éxito nuestra filosofía de inversión.

Durante el trimestre hemos vendido nuestra posición en Aena (usando el importe para incrementar Amadeus), Unicaja y Cameco.

10 PRINCIPALES POSICIONES EN CARTERA A CIERRE DE SEPTIEMBRE

Futuro Dólar Euro FX CME 12/22	10,98%
Accs. IAC/Interactive Corp	8,22%
Accs. Paradox Interactive AB	5,25%
Accs. Westaim Corp/The	5,13%
Accs. Universal Music Group	4,30%
Accs. Triumph Bancorp INC	4,27%
Accs. Donnelley Financial Solution	3,89%
Accs. Clarus Corp	3,72%
Accs. Torrid Holdings INC	2,98%
Obgs. Caixabank 5,25% Perp	2,72%

Espero que encuentres de interés el contenido de esta breve carta con la evolución de Azagala y en especial el detalle de las operaciones de bonos que hemos realizado durante los últimos meses.

Fondo asesorado por Azagala S.L.

Dispone de toda la información sobre el comportamiento del fondo en
www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos

El fondo está o puede estar invertido en los subyacentes e instrumentos mencionados en la presente comunicación.

El fondo Gestión Boutique VII Azagala, FI (ISIN ES0147474003) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 5138 y con fecha de inscripción: 17/03/2017 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Gestión Boutique VII Azagala, FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIC, S.A.U <https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es> La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.andbank.es>.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237