

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta trimestral - 1T 2023
Abril 2023

“

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 8,9%

”

“

Azagala prioriza la consecución de objetivos empresariales a largo plazo, ya que creemos que es la manera correcta de evaluar el desempeño de nuestras empresas en cartera

”

Estimado inversor:

Azagala ha cerrado el primer trimestre de 2023 con una **rentabilidad positiva del 7,1%**.

Desde el inicio la rentabilidad asciende al 8,9% o, dicho de otra manera, 100.000 € invertidos en julio de 2019 son 108.903 € a 31 de marzo de 2023.

Aún siendo un buen trimestre para el fondo, estamos todavía muy lejos en términos de rentabilidad de lo que hará el fondo una vez que el mercado refleje la evolución del negocio de nuestras empresas.

Cuanto más tarde el mercado en reflejar en sus valoraciones la realidad de las empresas que tenemos en cartera, más violento será el movimiento al alza en sus cotizaciones y en la rentabilidad del fondo.

No sé el tiempo que tardará en cerrarse ese *gap* de valoración de nuestras principales posiciones, pero el tiempo corre a nuestro favor ya que nuestras empresas siguen generando beneficios que se acumulan en una cómoda posición de caja con la que están comprando de manera inteligente competidores en problemas (ver la adquisición de Techano por parte de nuestra empresa en cartera Nekkar¹) o utilizan esa caja para recomprar acciones de manera agresiva (ver nuestra inversión en Interactive Corp y sus recompras de acciones en el primer trimestre de 2023²) en nuestro beneficio como accionistas.

Os he citado dos ejemplos de empresas que tenemos en cartera (Nekkar e IAC), pero podría destacar también que los resultados que han publicado Triumph, Universal Music Group, Clarus Corp, Donnelley Financial, Revolution Race y Paradox han sido muy sólidos y en algunos casos extraordinarios. No obstante, llegarán resultados trimestrales peores si la situación macro sigue empeorando y lejos de fijarnos en la inmediatez que predomina en el mercado, nosotros priorizaremos la consecución de objetivos empresariales a largo plazo como siempre hacemos ya que creemos que es la manera correcta de evaluar el desempeño de nuestras empresas en cartera.

1 <https://newsweb.oslobors.no/message/585931>

2 <https://ir.iac.com/static-files/54cc58dd-897f-4bfb-bf51-2acb992d64c6>

“

Muchas pequeñas compañías cotizan por menos de lo que tienen en caja y generan beneficios de manera recurrente

”

“

Azagala tiene las características necesarias para encontrar y esperar los años que se necesitan para obtener esa rentabilidad tan diferencial que proporcionan las small caps

”

Nunca dejará de tener sentido invertir en pequeñas compañías pese a que el mercado durante los últimos trimestres opine lo contrario y tal y como se refleja en la valoración actual de Apple que es superior a la suma de las 2.000 compañías que componen el Russell 2000.

LA CAPITALIZACIÓN DE MERCADO DE APPLE SUPERA A RUSSELL 2000



Elaboración propia. Fuente de los datos: Bloomberg. Cotización de Apple a 17/05/2023.

No cuestiono la calidad de Apple, sino si la rentabilidad que puede ofrecer a sus accionistas con una valoración a estos precios puede ser superior a la rentabilidad que van a obtener muchas pequeñas compañías que cotizan por menos de lo que tienen en caja y generan beneficios de manera recurrente.

Es evidente que Apple puede ser considerado como la “trufa negra” del mundo de la cocina, donde hay una mayoría de gente que está dispuesta a pagar el precio que haga falta por acudir a un restaurante a degustar uno de los alimentos más caros del mundo, pero también existen otras opciones. Por ejemplo, existe la posibilidad de “cultivar” esas trufas desde el inicio (**pequeñas compañías**), cumpliendo una serie de condiciones climatológicas concretas y un terreno adecuado con características esenciales como la humedad o el arbolado necesario con encinas o carrascas (**pequeñas compañías de nicho**).

Lógicamente se trata de un proceso muy largo, ya que las trufas no producen nada en su inicio hasta que no transcurren unos 8 años (**paciencia**) y todo el ciclo de crecimiento es ciego ya que ocurre bajo tierra (**evolución del negocio**) fuera de nuestros ojos (**cotización**).

Si todo transcurre con normalidad, el resultado es obtener trufas que otros están dispuestos a pagar hasta 2.000 euros el kilo por su calidad y escasez (**fondos más grandes**).

Existen multitud de estilos de inversión, todos respetables como la inversión en grandes compañías (que es lo que está premiando el mercado en estos meses ya que el 88% de la revalorización del S&P del primer trimestre se basa en tan solo 7 valores³), al igual que la inversión por dividendos, tan de moda en los últimos tiempos entre la comunidad inversora española, pero nosotros nunca vamos a renunciar a “cultivar” esas pequeñas compañías ya que Azagala tiene las características necesarias para encontrarlas, y esperar los años que se necesitan para obtener esa rentabilidad tan diferencial que proporcionan las small caps.

3 <https://www.pennmutualam.com/market-insights-news/blogs/chart-of-the-week/2023-04-06-big-tech-recent-dominance-in-the-stock-market>

“

Invertir en compañías de nicho son el motivo por los que los periodos de maduración de nuestras tesis de inversión son más largos de lo normal y requieren de una mayor paciencia hasta que el mercado se fije en ellas. A cambio de esta paciencia, recibiremos una rentabilidad muy superior

”

“

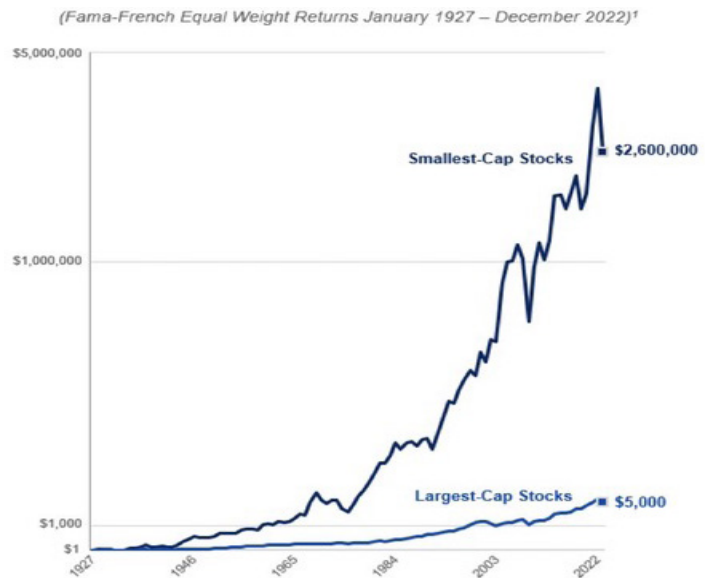
British American Tobacco nos proporciona una rentabilidad anual cercana al 8% en libras

”

Invertir en pequeñas compañías de nicho, como las que tenemos en Azagala, siempre presenta una serie de atributos especiales (empresas desconocidas, sin cobertura de analistas y que los fondos más grandes no pueden comprar hasta que no han multiplicado su precio) y **son precisamente estas cualidades las fuentes de nuestra rentabilidad pero también el motivo por los que los periodos de maduración de nuestras tesis de inversión son más largos de lo normal y requieren de una mayor paciencia hasta que el mercado se fije en ellas.**

A cambio de esa mayor paciencia, recibiremos una rentabilidad muy superior como se puede comprobar en este estudio que os muestro a continuación donde se refleja cómo la inversión en pequeñas compañías es mucho más rentable que hacerlo en grandes compañías.

LAS ACCIONES DE MENOR CAPITALIZACIÓN HAN SUPERADO A LAS ACCIONES DE MAYOR CAPITALIZACIÓN - CRECIMIENTO DE 1\$ – ENERO 1927-DICIEMBRE 2022



(1) "Smallest-Cap Stocks" represents a compounding, annually rebalanced basket of the lowest-decile of publicly traded U.S. stocks by market capitalization. "Largest-Cap Stocks" represents a compounding, annually rebalanced basket of the highest-decile of publicly traded U.S. stocks by market capitalization. The above chart is illustrated on a cube-root scale. \$2,600,000 and \$5,000 are rounded figures representing the hypothetical growth of \$1 invested in each respective category of stocks from 1927 through 2022. Data is sourced from the Fama French Library at Dartmouth College.

Elaboración propia. Fuente de los datos: Fama French Library at Dartmouh College.

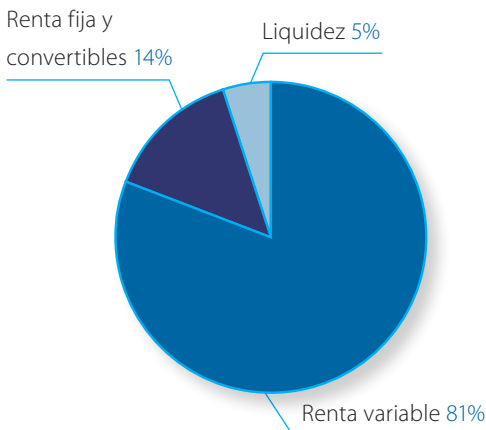
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

Los pesos por categorías a fecha 31 de marzo de 2023 son los siguientes:

- 📊 Renta variable: 81%
- 📊 Renta fija y convertibles: 14%
- 📊 Liquidez: 5%

Como podéis comprobar nunca habíamos tenido un nivel de liquidez tan bajo. Nunca habíamos estado tan invertidos y esto es algo puntual debido principalmente a **3 motivos:**

Hemos usado parte de la liquidez para incorporar un nuevo bono a la cartera: se trata de una emisión de la compañía **British American Tobacco** que nos proporciona una rentabilidad anual cercana al 8% en libras.



Elaboración propia. Fuente de los datos: Andbank Wealth Management. Datos a 31/03/2023.

“

Estos bonos en cartera nos proporcionan una rentabilidad cercana a la media histórica de las bolsas (7%), pero con un menor nivel de riesgo

”

“

4C Strategies en una empresa sueca, líder en un nicho tan especializado como el software de entrenamiento para maniobras en el sector de defensa, desde su inicio ha crecido a tasas superiores al 18% anualizado

”

Este bono, con vencimiento en 2055, viene a aumentar la estrategia que iniciamos el año pasado y que pasa por comprar bonos de emisores solventes, con buenos balances y modelos de negocios resistentes que por tener una duración muy larga (vencimientos superiores a 30 años), el mercado los penaliza y nos los ofrece a precios entre 40% y 60% de su valor nominal.

Con estos bonos en cartera (Universidad de Oxford, Berkshire Hathaway, BAT), no solo tenemos un margen de seguridad suficiente si hubiera algún problema de solvencia, sino que nos proporcionan una rentabilidad cercana a la media histórica de las bolsas (7%), pero con un menor nivel de riesgo por la mayor protección que tenemos los bonistas y con toda la opcionalidad intacta de generar un extra de rentabilidad adicional si la inflación y/o la libra, vuelven a su media histórica de cotización en los próximos años.

Con rentabilidades en bonos de crédito de buenos emisores cercanas a la media histórica de las bolsas, yo no quiero estar invertido solo 1-2 años sino la mayor cantidad posible de años, de ahí que tengamos en cartera bonos con vencimientos en 2055, 2059 y 2117.

Una vez que el mercado descuenta que estamos cerca del final del ciclo de subidas de tipos comenzará una carrera por comprar bonos de duraciones largas. Nosotros comenzamos este proceso en 2022 con precios de compra que no creo que vuelvan a producirse y espero que el próximo año veamos claramente los frutos de esa estrategia. Mientras tanto la cartera nos proporcionará un 6,4% de rentabilidad cada año que pase.

Adicionalmente también hemos usado parte de la liquidez con la que contamos para incorporar una nueva pequeña empresa de nicho al fondo como **4C Strategies**.

Antes de explicaros en unas breves líneas los motivos por los que hemos invertido en la compañía, me gustaría agradecer a Anders Björkstål, gestor del fondo Solarstein Capital, habernos facilitado el conocimiento de esta compañía. Anders es uno de los grandes inversores nórdicos especializados en micro-small caps y pese a que nos conocemos desde hace años y compartimos información de manera regular sobre inversiones en común como Nekkar, siempre me sorprende su generosidad por toda la ayuda que ha tenido con nosotros de forma desinteresada, cuestión que le agradezco públicamente..

4C Strategies es una empresa sueca, fundada en el año 2000, líder de un nicho tan especializado como el software de entrenamiento para maniobras en el sector de defensa.

Es una empresa que durante sus 23 años de historia nunca ha perdido dinero y desde el año 2012 (incorporación del nuevo CEO) ha crecido a tasas superiores al 18% anualizado. Sus fundadores, se mantienen en la compañía con un 30% de las acciones.

Pese a que pueda verse beneficiada por el incremento actual de los presupuestos de defensa como consecuencia de la guerra en Ucrania, nuestra inversión se centra en la capacidad que tiene 4C en competir y crecer dentro del sector de defensa gracias a un software único como Exonaut y las posibilidades de expansión en nichos adyacentes como el sector de entidades públicas y corporaciones privadas que son mercados con tamaños muy superiores al de las FFAA.

Si la empresa consigue cumplir sus objetivos de crecimiento (orgánico a tasas del 20%) y beneficios (márgenes por encima del 20%) estamos ante una empresa que multiplicará por muchas veces nuestro precio de entrada durante los próximos 5-10 años.

Se trata de una compañía y de un sector realmente difícil de estudiar, algo que durante nuestro periodo de estudio lo hemos sufrido por la ausencia de información pública.



Adicionalmente añadir que se trata de una empresa muy pequeña y relativamente poco líquida, pero que gracias a la salida del accionariado de un PE hemos podido incorporar las acciones al fondo a un precio que creo que será diferencial en el futuro.

Encontrar una empresa como 4C y devorar toda la información que existe sobre ella de manera obsesiva durante meses es el mejor ejemplo de que hemos encontrado lo que estábamos buscando.

El tercer motivo por el que hemos usado una buena parte de la liquidez es para aumentar posición en varias de las empresas que mayor infravaloración presentan y sobre las que espero que el mercado les preste atención en el corto plazo. Concretamente me refiero a **Interactive Corp y Westaim Corp.**

IAC tiene más de 1B en caja y no solo está recomprando acciones propias como os comentaba al principio de la carta, sino que varias de sus participadas, pese a generar beneficios, el mercado las valora a 0, cuestión que no va a durar eternamente, como por ejemplo su inversión en TURO, que puede cristalizar el valor en el momento en el que salga a bolsa (la documentación está presentada y podría ser perfectamente en el transcurso de este año). No olvidemos que IAC tiene una inversión de 2B en MGM, empresa que no para de aumentar su valoración ya que cada trimestre está comprando y reduciendo el número de acciones en circulación como se puede comprobar en esta tabla.

En sectores en recuperación, como le ocurre a MGM con sus casinos en Las Vegas y Macao, el efecto en las recompras es doble ya que no solo aumentan los beneficios por la mejora de márgenes del negocio, sino que también el beneficio por acción es mayor al existir menos acciones en circulación.

ACCIONES TRIMESTRALES EN CIRCULACIÓN DE MGM RESORTS (MILLONES DE ACCIONES)

31/03/2023	378	30/06/2021	495
31/12/2022	413	31/03/2021	495
30/09/2022	393	31/12/2020	494
30/06/2022	421	30/09/2020	494
31/03/2022	443	30/06/2020	493
31/12/2021	487	31/03/2020	497
30/09/2021	484	31/12/2019	528

Elaboración propia. Fuente de los datos: Bloomberg. Datos a 31/03/2023.

Respecto a Westaim Corp, esto es lo que os escribí en mi última carta:

“De entre todas las posiciones, quiero señalar brevemente la situación de Westaim Corp (3a posición del fondo con un peso de 6,2%). Durante los primeros días de enero, Westaim finalizó con éxito la salida a bolsa de su filial de seguros Skyward, de la que posee el 40% de sus acciones. A fecha de esta carta, esa posición del 40% en Skyward ya vale más que toda la capitalización de Westaim Corp.

Si se mantiene la cotización de Skyward estable en los niveles actuales, estoy ansioso por comprobar cuál será la reacción del mercado cuando se haga público que una empresa de poco más de 300 M \$ de tamaño como Westaim es capaz de presentar beneficios de 100-150 M \$, en un solo trimestre.”

“

El 87% de la cartera de renta variable está en micro y small caps y la liquidez actual del fondo es del 5%

”

Una vez transcurridos unos meses desde que escribí esos párrafos, Westaim no solo ha presentado beneficios de 127,3 M \$ sino que la cotización de Skyward no ha parado de subir, de manera que si cerrara sobre 24,5 \$ (precio de cierre a 16 de mayo) el próximo trimestre, en junio, Westaim añadirá otros 35-40 M \$ de beneficio adicionales.

El precio de la acción de Westaim no solo no refleja por completo la valoración actual de su inversión en Skyward, ni los 150-160 M \$ en caja, ni su inversión en Arena Investors pese a que esta participada genera beneficios de manera estable cada trimestre, sino que no tiene en cuenta que el próximo mes de julio comienza el plazo por el que Westaim puede comenzar a vender acciones de Skyward para recomprar acciones propias.

Me llena de orgullo que gestores que admiro, como Gabriel Castro, hayan visto esta oportunidad y hayan comprado para la cartera de su fondo acciones de Westaim.

A fecha 31 de marzo de 2023 tenemos en cartera 34 acciones y 7 bonos (2 de ellos bonos convertibles). El 87% de la cartera de renta variable está en micro y small caps y la liquidez actual del fondo es del 5%. El top 5 de nuestras posiciones representa el 35% y el top 10 el 52% de Azagala.

10 PRINCIPALES POSICIONES EN CARTERA A CIERRE 31/03/2023

Accs. Westaim Corp/The	9,56%
Accs. IAC/Interactive Corp	8,29%
Accs. Triumph Bancorp INC	7,57%
Accs. Nekkar Asa	5,01%
Accs. Universal Music Group	4,66%
Accs. Clarus Corp	4,53%
Accs. Donnelley Financial Solution	3,60%
Accs. RVRC Holding AB	2,97%
Accs. Paradox Interactive AB	2,91%
Obgs. TUI AG 5.0	2,76%

Elaboración propia. Fuente de los datos: Morningstar. Datos a 31/03/2023.

Durante el trimestre hemos vendido nuestra posición en Johnson Outdoors (pérdida de confianza en el equipo directivo) y después del cierre del trimestre hemos vendido nuestra posición en IDW (error de inversión con un impacto del 1,5% en el fondo).

Andbank Wealth Management ha remitido a CNMV una propuesta de modificación del folleto en el que se recoge mi cambio de asesor no regulado a gestor relevante de este fondo, así como su categorización a UCIT.

Como partícipe del fondo recibirás una notificación informando de los mencionados cambios que, en todo caso, no afectarán a la operativa habitual.

Como siempre, agradeceremos vuestra confianza en Azagala y reiterar mi gratitud por formar parte de una minoría que no invierte como la mayoría.

Un fuerte abrazo,

Daniel Tello
Gestor de GB VII Azagala

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 SGIIC, 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 pagina web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, 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 presuponon 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