

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta trimestral - 3T 2023
Noviembre 2023

“

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 11,73%

”

“

Es mucho más beneficioso para nuestros intereses centrarse en aquellos lugares donde las expectativas siguen siendo demasiado pesimistas, creando posibles oportunidades de inversión para obtener rendimientos satisfactorios a largo plazo

”

Estimados partícipes:

Azagala ha cerrado el tercer trimestre de 2023 con un resultado de -0,28% lo que sitúa la rentabilidad del año en el 9,84%.

Desde el inicio del fondo, la rentabilidad asciende al 11,73%, lo que dicho de otra manera supone que 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 111.726,18 euros a 30 de septiembre de 2023.

El mercado sigue centrado en tratar de determinar si la economía experimentará una nueva recesión o si por el contrario, será un aterrizaje suave en los próximos meses/trimestres. De ahí las caídas de las bolsas que hemos vivido durante el mes de octubre y las posteriores subidas mientras os escribo estas líneas en noviembre.

Resulta inútil tratar de pronosticar (con cierto grado de certeza) la futura situación macro de la economía ya que las decisiones de tipos de interés de los Bancos Centrales siempre llegan con retraso. Más aún cuando históricamente los mercados financieros tienden a liderar la economía (descontando el futuro) con muchos meses de antelación.

Demasiadas incógnitas (techo de subidas de tipos, comienzo de bajadas de tipos), demasiado ruido e inestabilidad (inflación, recesión, guerra de Ucrania, conflicto en Gaza) hacen que muchos de los inversores sientan un alto grado de incomodidad en determinados momentos y decidan liquidar muchas de sus posiciones para mantenerse en liquidez fuera del mercado hasta que desaparezca esa incomodidad.

Por mi propia experiencia (el año que viene celebraré mis bodas de plata desde que comencé a trabajar en mi primer banco de inversión) y habiendo vivido ya muchos periodos de incertidumbre, estos momentos de incomodidad y pesimismo son clave para que, si uno sabe aprovecharlos, se puedan obtener retornos diferenciales una vez que la calma vuelva al mercado.

Por todas estas razones, es mucho más beneficioso para nuestros intereses centrarse en aquellos lugares donde las expectativas siguen siendo demasiado pesimistas, creando posibles oportunidades de inversión para obtener rendimientos satisfactorios a largo plazo.

Escribía Friedrich Nietzsche que - **“aquel que tiene un porqué para vivir, puede soportar casi cualquier cómo”**-.

“

Las bolsas americanas han generado en la última década una rentabilidad superior al 100%

”

“

El peso de las pequeñas compañías sobre el total del mercado está en mínimos históricos y las valoraciones a un nivel no visto en los últimos 22 años

”

En nuestro caso, el porqué consiste en **“obtener una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo”** y el cómo, **“invirtiendo a largo plazo en pequeñas empresas de nicho”**.

Volveré más adelante a explicar, con ejemplos concretos de nuestra cartera, **cómo** aplicamos nuestra filosofía de inversión, **cómo** estudiamos con detalle las empresas en las que estamos invertidos y **cómo**, invertidos a determinados precios, tenemos muchas empresas infravaloradas que nos van a permitir alcanzar la rentabilidad esperada **(nuestro porqué)**.

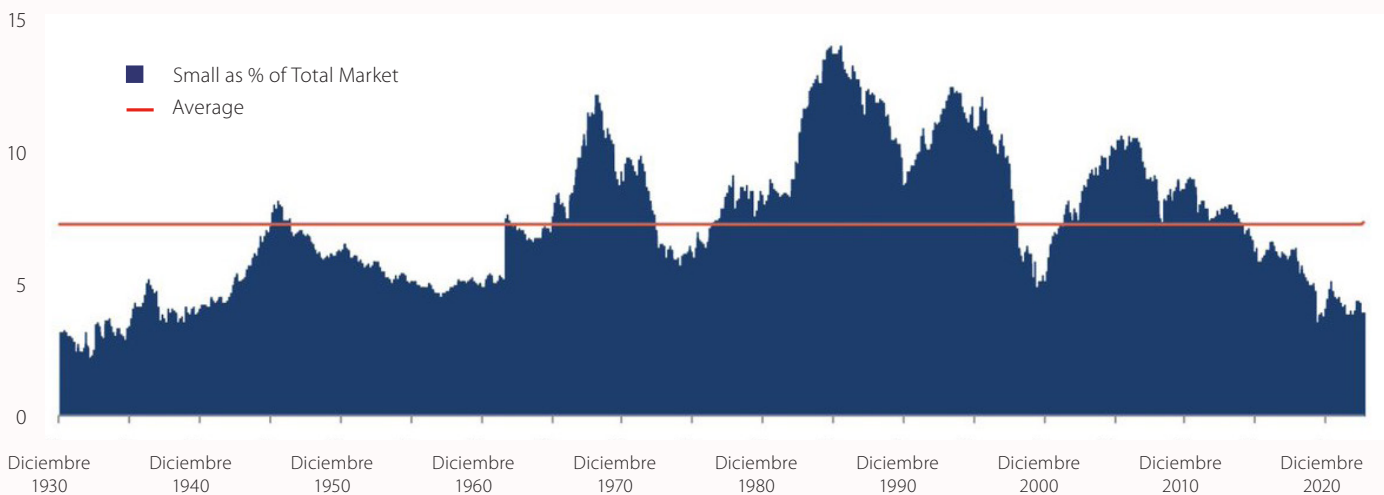
Las bolsas americanas han generado en la última década una rentabilidad superior al 100% si nos fijamos en el S&P, todavía más si nos fijamos en el Nasdaq, y si hablamos de algunas acciones individuales como en el caso de Apple, la rentabilidad obtenida durante 10 años supera el 900%.

Pese a que estos datos de rentabilidad son conocidos por todos, hay un tipo de inversor que vive estos momentos de incomodidad constantemente preocupado y enfoca todo su tiempo en predecir cuándo será la próxima caída en el mercado del 10% o del 25%.

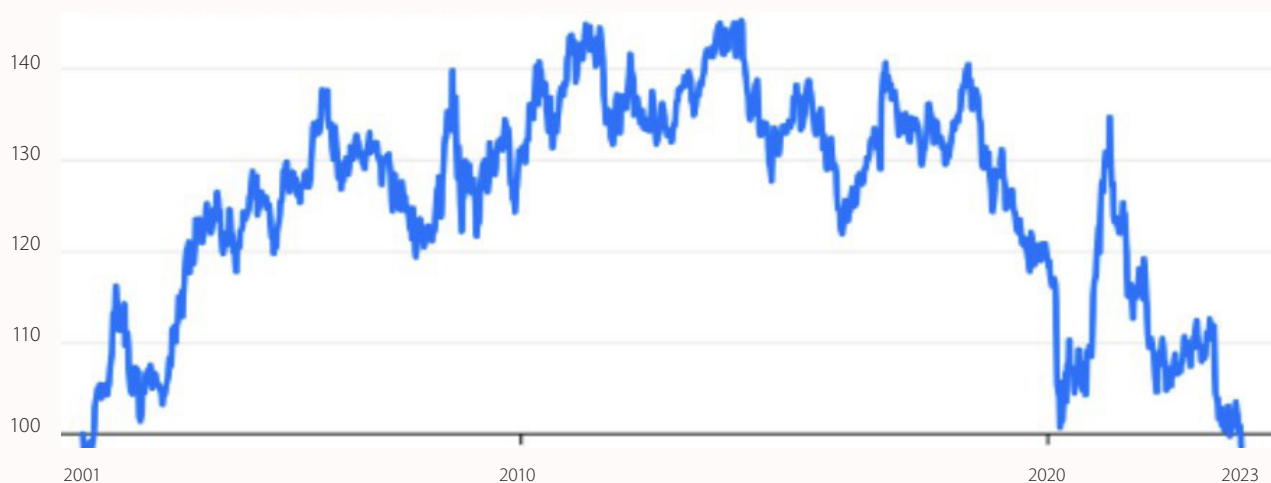
Tener cierto grado de preocupación es algo bueno, ya que nos hace permanecer atentos ante un mundo incierto y azaroso, pero el mayor problema para un inversor no es cuándo ni de cuánto será la próxima caída, sino qué cantidad de dinero va a perder si no se mantiene invertido en tiempos de incomodidad. Afortunadamente para todos nosotros, esto es algo que tenemos muy interiorizado todos los partícipes que estamos invertidos en Azagala.

Las oportunidades se presentan muchas veces disfrazadas de incomodidad y sólo el paso del tiempo descubre con certeza si era o no una oportunidad, sin posibilidad de dar marcha atrás para aprovecharla cuando ya es evidente para todo el mercado y así lo refleja su precio.

En la actualidad, el peso de las pequeñas compañías sobre el total del mercado está en mínimos históricos y las valoraciones a un nivel no visto en los últimos 22 años, tal y como podéis comprobar en las tablas que os adjunto. El tiempo dirá si era o no una oportunidad y, todavía más importante, en qué casos concretos.



Elaboración propia. Fuente de los datos: Jefferies. Datos a 31/10/2023.



Re-based: 100 = 09/11/2002.

Elaboración propia. Fuente de los datos: Bloomberg. Datos a 31/10/2023.

“

Resulta muy atractivo que en determinados casos concretos el mercado no haga distinciones entre buenas y malas pequeñas empresas y que el dinero miedoso las castigue por igual, permitiéndonos tomar ventaja ampliando nuestra inversión en muchas de nuestras posiciones

”

Que haya valoraciones históricas tan bajas no significa que “todas” las pequeñas compañías que cotizan actualmente con unas caídas del 50% desde máximos, o que estén haciendo nuevos mínimos históricos, vayan a ser capaces de generar rentabilidad, ni que por supuesto vayan a ser capaces de generar una rentabilidad igual o superior que la que ha tenido Apple en 10 años.

Invertir en pequeñas compañías conlleva unos riesgos adicionales que han sido infravalorados en los años anteriores de dinero fácil con tipos de interés ultra-bajos y que, actualmente, con mercados a la defensiva, dinero caro y no para cualquier tipo de modelo de negocio, van a hacer mucho daño en muchas empresas que forman parte del Russell 2000 ya que la mayoría no son rentables y una buena parte de su endeudamiento al ser a tipo variable ha disparado su coste generando una situación peligrosa que no suele acabar bien para los accionistas.

Por el contrario, resulta muy atractivo que en determinados casos concretos el mercado no haga distinciones entre buenas y malas pequeñas empresas y que el dinero miedoso las castigue por igual, permitiéndonos tomar ventaja ampliando nuestra inversión en muchas de nuestras posiciones, incluso incorporar nuevas empresas de las que os informaré en posteriores cartas ya que actualmente estamos construyendo la posición y se trata de empresas muy pequeñas y/o poco líquidas.

Antes de empezar a detallar la situación de algunas de nuestras empresas en cartera me gustaría explicaros que, debido a cuestiones regulatorias, me veo obligado a mantener ocultos los nombres de algunas empresas ya que es la única manera de poder daros información sobre determinadas pequeñas compañías en las que estamos invertidos y que tienen poco volumen negociado.

El motivo principal de estas cartas es informaros con la mayor cantidad de detalle de la evolución de los negocios de nuestras compañías, y, en las más pequeñas, sólo omitiendo el nombre puedo continuar haciéndolo de la manera más transparente posible.

Después de esta explicación, que considero necesaria, comienzo a detallaros el comportamiento de algunas posiciones en cartera y determinadas inversiones que hemos hecho durante el último trimestre.

“

Iberdrola, con ingresos estables y predecibles, ha generado en el primer semestre de 2023 beneficios por 2.500 millones y vale en bolsa 65.000

”

POSICIÓN: TOP 20

Este es un ejemplo muy revelador sobre la situación actual de infravaloración en las pequeñas compañías que tenemos en cartera.

Se trata de una empresa que cotiza por el importe de lo que mantiene en caja. Es decir, si restamos el efectivo que posee, el valor que le asigna el mercado a su capacidad de generar beneficios es inexistente.

Resulta sorprendente que el mercado no le dé ningún valor a un negocio fundado hace más de 8 años, dirigido por alguien con más de 35 años de experiencia en su sector y que en 2022 aumentó sus ingresos un 70%.

Durante los primeros 6 meses de 2023, los ingresos han crecido un 9% y la empresa ha generado un beneficio igual al valor que le asigna el mercado.

Por ponerlo en contexto, Iberdrola, que es una empresa que conoce todo el mundo, con ingresos estables y predecibles, ha generado en el primer semestre de 2023 beneficios por 2.500 millones y vale en bolsa 65.000. No es difícil averiguar lo que subiría la acción de Iberdrola si fuera capaz, como ha hecho nuestra empresa, de ganar en un semestre lo mismo que vale en bolsa.

En los últimos 12 meses no solo la acción de nuestra compañía no ha subido, sino que en algunos momentos ha llegado a caer un 50%, reflejando una valoración muy por debajo de su nivel de caja. En esos momentos hemos aprovechado para incrementar nuestra posición de forma significativa.

No estamos ante un negocio que haya tenido un momento puntual de furor en sus resultados (como ocurrió con sectores beneficiados por el Covid en 2020 y 2021) sino que se trata de un negocio con ingresos recurrentes y muy predecibles, donde las economías de escala son muy beneficiosas y con un nivel de rentabilidad muy relevante.

En esta tabla podéis comprobar cómo la evolución del negocio en los últimos 3 años es muy estable en ingresos y generación de caja. En el último trimestre de 2022 y en el primero de 2023, podéis observar cómo el beneficio es inferior a su media como consecuencia de gastos puntuales que desaparecen en el 2T de 2023.

P&L	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	2022	1T 2023	2T 2023
Ingresos	4.287.085	1.707.124	1.762.357	1.993.772	1.808.079	7.271.332	1.727.254	2.042.478
Gastos operativos	-2.792.222	-942.665	-985.797	-934.584	-1.134.957	-3.998.003	-1.363.094	-1.193.310
Otros ingresos (gastos)	15.223	-2.842	-13.675	31.965	163	15.611	291	7.959
Beneficio operativo	1.510.086	761.617	762.885	1.091.153	673.285	3.288.940	364.451	857.127
Margen %	35%	45%	43%	55%	37%	45%	21%	42%

Si valoramos la compañía aplicando un múltiplo muy conservador para un negocio de este estilo, con ingresos predecibles y buenos márgenes, pero razonablemente bajo al ser una empresa todavía pequeña e ilíquida, la valoración actual de la compañía nos debe aportar un retorno diferencial, tal y como podéis comprobar en la siguiente tabla con nuestras estimaciones futuras sobre la compañía.

Con el objetivo de establecer una valoración conservadora, además de un múltiplo bajo, no hemos tenido en cuenta que use la caja para recompras ni para nuevas operaciones corporativas, pese a estimar que mantendrá un 74% de su tamaño en caja.

Adicionalmente, no hemos incluido otros negocios propiedad de la empresa que generan también rentabilidad y que en un futuro nos pueden aportar mucha opcionalidad si consiguen suficiente escala.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
% Δ Ingresos	40%	70%	32%	25%	15%	15%	15%	15%
% Δ Beneficios	39%	118%	32%	39%	15%	31%	15%	25%
Caja sobre market cap (%)	70%	78%	89%	62%	69%	71%	73%	73%
Múltiplo EV/EBIT	3,6	1	0,7	7,5	7,1	7	6,9	7,2
Retorno esperado (%)		9%	12%	132%	213%	309%	404%	513%

Elaboración propia. Cuentas anuales públicas depositadas en el regulador. Datos a 30/09/2023.



Los motivos por los que este tipo de compañías permanecen ocultas para la gran mayoría del mercado son los habituales en las pequeñas compañías (pequeña, ilíquida y sin visibilidad para el resto del mercado por la falta de analistas que las cubran) a los que hay que añadir en este caso concreto una situación especial en forma de fusión que durante más de 18 meses ha provocado que fuera realmente difícil entender bien la situación actual de la compañía y sus fundamentales por la cantidad y complejidad de la documentación.

En una reunión con uno de los principales accionistas y miembro del consejo, pude confirmar que a partir de este trimestre (ya sin los gastos extraordinarios de la fusión) comenzará a desaparecer una buena parte de la complejidad que mantiene fuera del radar de otros inversores a esta compañía.

Las cifras de ingresos y beneficios serán mucho más visibles para el resto del mercado, lo que ayudará a que la acción deje de pasar desapercibida y comience a cotizar de una forma mucho más razonable, sobre todo en un periodo actual tan convulso donde el mercado mirará con mejores ojos empresas con cerca de un 90% de su capitalización en caja y beneficios e ingresos estables.

Recientemente, en una presentación comercial de una de sus divisiones, tuve la grata sorpresa de comprobar cómo la empresa estaba ampliando su oferta en una nueva zona geográfica que no tenía contemplada en mis previsiones y cuyo tamaño representa un mercado potencial muy significativo.

Aunque mi convicción sobre el futuro de la compañía es plena, tengo siempre en cuenta que en el mundo de la inversión existen riesgos que incluyen también este tipo de compañías pese a su elevado nivel de caja y alineación con los principales accionistas, donde la ejecución durante los próximos años será clave para hacer aflorar ese valor oculto en favor de todos los accionistas.

POSICIÓN: WESTAIM CORP

Por mis cartas anteriores ya conocéis en profundidad nuestra tesis de inversión en esta compañía y los motivos que nos llevaron en años anteriores a incrementar posición cada vez que el mercado ha castigado con desidia la cotización de esta compañía.

Actualmente, la cotización está en torno a 3,75 CAD y cada año, desde 2019 que entró en el fondo, hemos podido ir incrementando nuestra posición por debajo de 2,5 CAD hasta situarse como la inversión más importante de nuestra cartera.

“

Con el mejor entorno de inversión posible de los últimos 10 años para una gestora de crédito como Arena, consideramos que el mejor uso del capital es la recompra y cancelación de acciones propias

”

“

El camino que están siguiendo los gestores de Westaim es vender Skyward por tramos a medida que siga subiendo la cotización y con ese dinero recomprar de forma tranquila acciones de Westaim sin alterar el precio

”

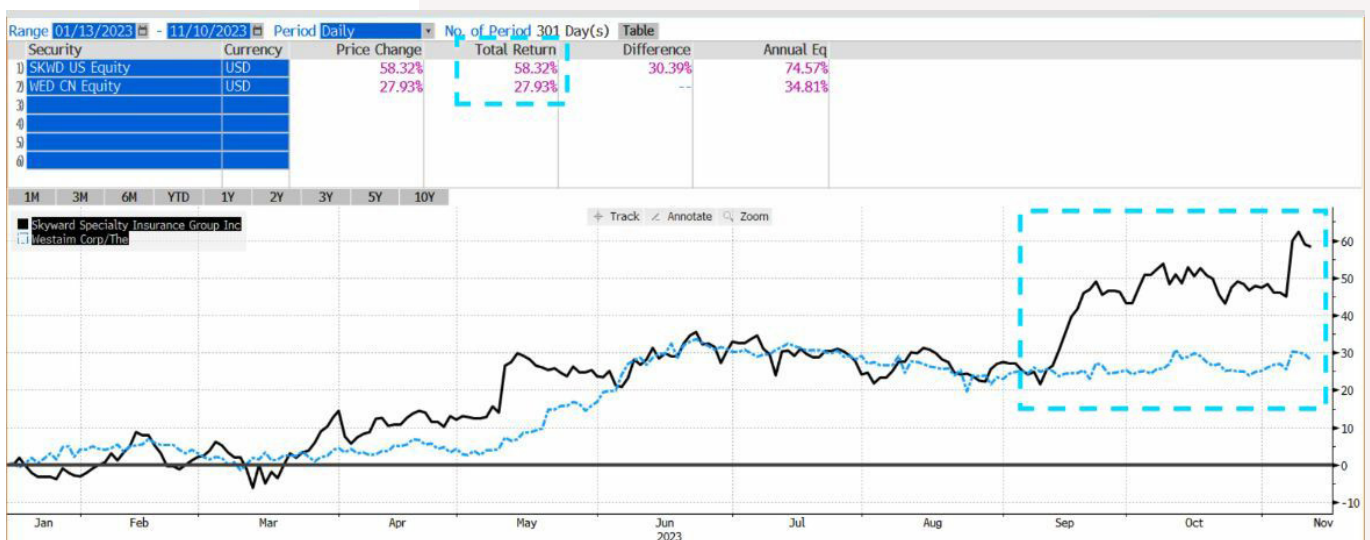
Recientemente, parte del equipo de Arena Investors (51% propiedad de Westaim Corp) estuvo en Madrid y nos confirmaron los planes de expansión y crecimiento de la gestora, así como que tienen ya finalizada su estructura organizativa, por lo que los futuros crecimientos en patrimonio gestionado e ingresos producirán el apalancamiento operativo que deseamos para que el mercado deje de valorar esta parte de Westaim a 0.

Con el mejor entorno de inversión posible de los últimos 10 años para una gestora de crédito como Arena¹, capaz de generar tasas de rentabilidad de doble dígito en sus fondos (y por ende en el dinero de Westaim que gestiona Arena) durante los próximos años y con la acción de Westaim cotizando con un descuento muy importante sobre su valor real, consideramos que el mejor uso del capital es la recompra y cancelación de acciones propias. Hasta que Arena comience a distribuir dividendos, el motor de generación de beneficios y caja es su participación en Skyward (valorada en 300 M \$ a 30/9/2023), compañía que cotiza en mercado con el ticker \$SKWD y en la que Westaim seguirá desinvertiendo y realizando plusvalías para continuar recomprando acciones propias como ya hicieron en junio.²

La doctrina inversora clásica en casos como este, donde la venta de Skyward en su totalidad supera el valor de cotización de Westaim (si descontamos su caja, gestionada por Arena) indica que lo más interesante sería repartir un dividendo extraordinario o lanzar una oferta masiva de recompras para reducir el descuento de la forma más rápida posible.

Por el contrario, el camino que están siguiendo los gestores de Westaim (tienen más del 22% de las acciones de Westaim en propiedad) es vender Skyward por tramos a medida que siga subiendo la cotización y con ese dinero recomprar de forma tranquila acciones de Westaim sin alterar el precio. El tiempo (y los números de rentabilidad absoluta) les darán la razón.

Sólo durante el mes de octubre, Westaim ha recomprado y cancelado 1.878.900 acciones (1,4% del total de acciones) con lo que en unos meses habrá recomprado el 10% de todas sus acciones desde que se inició el programa de recompra. Esto, lejos de ser algo puntual, será algo continuo en el futuro de Westaim mientras siga cotizando a los precios actuales. En este gráfico con la evolución en 2023 de la cotización de Westaim y Skyward podrás comprobar cómo desde hace unos meses la cotización de Westaim no sigue la de su participación en Skyward.



Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2023.

1 <http://capital-riesgo.es/es/articulos/arena-investors-y-nk5-crean-una-joint-venture-especializada-en-la-inversi-noportunista-en-el-sector-inmobiliario-espa-ol/>
 2 <https://westaim.com/wp-content/uploads/2023/06/Westaim-Skyward-Specialty-Closing-June-12-2023-Final.pdf>

“

Para inversores a largo plazo como nosotros, es una ventaja, ya que permite vender a Westaim acciones de Skyward a un precio elevado y con ese mismo dinero que se obtiene, recomprar un número mayor de acciones propias a precios bajos que posteriormente serán canceladas en nuestro beneficio

”

“

El pasado 19 de septiembre Warren Kanders, accionista mayoritario de Clarus Corp, comunicó una propuesta para comprar el negocio de munición de la compañía por importe de 160 M de dólares. El coste de esta división para Clarus (marcas Sierra y Barnes fue de 119 M de dólares

”

Esta situación de desconexión entre 2 acciones (Westaim posee un 28% de las acciones de Skyward y, tal y como se puede comprobar en el gráfico, desde septiembre no se ha reflejado en la cotización de Westaim la revalorización de Skyward) según la teoría del mercado eficiente de Eugene Fama³, es algo que no podría suceder cuando la información es pública y está disponible para todos los inversores.

En el mundo de las pequeñas compañías es más común de lo que se pueda pensar y siempre es un problema para la mayoría de los inversores que quieren rentabilidad inmediata.

En cambio, para inversores a largo plazo como nosotros, es una ventaja, ya que permite vender a Westaim acciones de Skyward a un precio elevado y con ese mismo dinero que se obtiene, recomprar un número mayor de acciones propias a precios bajos que posteriormente serán canceladas en nuestro beneficio.

En los 9 meses que llevamos de 2023 la acción se ha revalorizado más de un 30% lo que nos ha obligado a reducir posición para cumplir con los límites regulatorios al superar el 10% del fondo.

Mi convicción sobre el futuro de Westaim no puede ser más alta y así lo confirma la evolución del negocio de la compañía, ya que estamos ante una empresa que puede generar más de un 15% de rentabilidad anual, lo que con paciencia nos llevaría a multiplicar por varias veces nuestra inversión inicial.

Permanecerá como una de las principales posiciones del fondo y, si hay caídas significativas de nuevo, volveremos a hacer uso de nuestra liquidez hasta el límite máximo permitido.

POSICIÓN: CLARUS CORP

Clarus es una empresa en la que estamos invertidos desde el inicio del fondo y, como pasa actualmente con el caso anterior de Westaim y como hemos podido comprobar durante estos años como accionistas de Clarus, en determinados momentos el mercado no recoge correctamente la valoración de sus negocios. Concretamente cuando hay una situación especial, ya que en estos momentos está inmersa en un proceso de venta de una de las 3 divisiones actuales de la compañía.

El pasado 19 de septiembre Warren Kanders, accionista mayoritario de Clarus Corp, comunicó una propuesta para comprar el negocio de munición de la compañía por importe de 160 M de dólares⁴. El coste de esta división para Clarus (marcas Sierra y Barnes fue de 119 M de dólares).

El objetivo de esta venta es claro:

- 1.** Monetizar un activo valioso aislando a Clarus de cualquier escrutinio público sobre la munición.
- 2.** Facilitar la liquidez necesaria para continuar con su proceso de adquisiciones.
- 3.** Posicionar las 2 divisiones que permanecen en el holding (Outdoors y Adventure) en un nicho con valoraciones sectoriales superiores.

³ La teoría del mercado eficiente fue desarrollada por el Premio Nobel de Economía, Eugene Fama, en 1970.

⁴ <https://www.claruscorp.com/all-sec-filings/content/0001104659-23-101349/0001104659-23-101349.pdf>.



Durante el último mes la acción ha caído un 30%, lo que supone que el mercado valora la totalidad de la compañía en torno a 310 M de \$. Si usamos la cotización de 5,1\$ por acción (cierre de 9 de noviembre), tenemos una capitalización de 190 M, a los que debemos sumar los 120 M de deuda para llegar a los 310 M de valoración para toda la compañía.

En esta tabla podéis comprobar de una forma mucho más sencilla la infravaloración de la situación especial.

CLARUS CORP	ANTES DE LA VENTA	DESPUÉS DE LA VENTA
Cotización	5,1	5,1
Número de acciones	37.470.470	37.470.470
Capitalización	191.099.397	191.099.397
Deuda	122.643.000	
Caja	8.024.000	45.381.000
Valor de la empresa	305.718.397	145.718.397

Elaboración propia. Cuentas anuales públicas depositadas en el regulador. Datos a 30/09/2023.

Siempre que la venta se lleve a cabo, me cuesta pensar que, si el mercado estaba conforme con una valoración de 305M, una vez recibido el dinero no creo que el mercado ignore de manera indefinida que para volver a valoración pre-venta la acción necesita moverse a la zona de 9,4\$.

CLARUS CORP	ANTES DE LA VENTA	DESPUÉS DE LA VENTA
Cotización	5,1	9,37
Número de acciones	37.470.470	37.470.470
Capitalización	191.099.397	351.098.304
Deuda	122.643.000	
Caja	8.024.000	45.381.000
Valor de la empresa	305.718.397	305.718.397

Elaboración propia. Cuentas anuales públicas depositadas en el regulador. Datos a 30/09/2023.

Entiendo que existan dudas e incertidumbre sobre la posibilidad de que la venta de la división de munición no se produzca, pero todos los pasos que está dando la empresa así lo indican (creación de un comité con los consejeros independientes, contratación de expertos para asesorar al comité con el proceso y Warren Kanders no participando ni en el proceso ni en la última presentación de resultados).

Por otro lado, la empresa ha confirmado que existen varios compradores interesados, pero no creo que se produzca un incremento en el precio ya que está en línea con la última transacción realizada recientemente⁵.

3 La teoría del mercado eficiente fue desarrollada por el Premio Nobel de Economía Eugene Fama en 1970.

4 <https://www.claruscorp.com/all-sec-filings/content/0001104659-23-101349/0001104659-23-101349.pdf>.

5 <https://www.businesswire.com/news/home/20231016413008/en/Vista-Outdoor-Enters-into-Definitive-Agreement-to-Sell-Sporting-Products-Business-to-Czechoslovak-Group-for-1.91-Billion>.

“

Estas 2 divisiones de Clarus (Outdoor y Adventure) son perfectamente capaces de generar conjuntamente en torno a 275-300 M en ventas con márgenes entre el 10% y el 15% de forma normalizadas

”

“

Parece evidente que estamos ante una situación donde el mercado no valora correctamente ni la situación especial que os he descrito, ni la calidad de estos activos y su capacidad para generar beneficios a futuro

”

“

En un mundo irreal siempre los gráficos indican crecimientos lineales y crecientes en las ventas, pero cuando hacemos zoom con detalle, pasando de años a trimestres, comprobamos que cualquier negocio, por muy bueno que sea, no es inmune a tener un trimestre o varios trimestres malos

”

Me gustaría compartiros además los datos de los negocios que permanecerán dentro de Clarus. Se trata de marcas excepcionales, líderes de sus nichos y con una larga trayectoria en mercado:

- 📊 **Outdoor (Black Diamond)** fundada en 1957 por Yvon Chouinard, dueño de Patagonia) ha vendido de media 200M de dólares en los últimos 5 años.
- 📊 **Adventure (Rhino Rack)** fundada en 1992) aportó 92 M de dólares en ventas en 2022.
- 📊 Durante los 9 meses de 2023 suman 210 M en ventas, pese a encontrarnos en la parte baja del ciclo con excesos de inventarios en los distribuidores y caídas generalizadas en las órdenes de reposición.
- 📊 Existen además otras marcas como Pieps, Skinourishment, Matrax y la adquirida recientemente Tred, pero no son tan importantes como BD y RR.

Estas 2 divisiones de Clarus (Outdoor y Adventure) son perfectamente capaces de generar conjuntamente en torno a 275-300 M en ventas con márgenes entre el 10% y el 15% de forma normalizada.

Parece evidente, o al menos lo es para mí, que estamos ante una situación donde el mercado no valora correctamente ni la situación especial que os he descrito, ni la calidad de estos activos y su capacidad para generar beneficios a futuro. Por eso hemos estado aprovechando las caídas para incrementar nuestra posición.

Espero además que Warren Kanders, una vez que volvamos a un punto del ciclo más estable, utilice el dinero procedente de la venta para realizar un agresivo programa de recompras tal y como ya hizo en años anteriores⁶ después de las ventas de Gregory Mountain (84,1M \$) y POC (65M \$)^{7,8}.

Esta situación de incomodidad con la cotización de Clarus es algo que ya hemos experimentado con anterioridad en varias ocasiones, logrando siempre una muy buena rentabilidad a posteriori.

Tengo la convicción que esta vez también ocurrirá lo mismo, al igual que sé que esta situación volverá a repetirse de nuevo por la manera de crecer de Clarus. Aunque la volatilidad de la acción se perciba como un problema, siempre es necesaria para obtener rentabilidad.

POSICIÓN: TOP 20

Sé que nuestra manera de invertir no casa con lo que le gusta a la mayoría de los inversores institucionales que dominan el mercado.

En mi opinión, es un error estar excesivamente pendiente sólo de los resultados del próximo trimestre como hacen ellos, ya que considero que el camino correcto pasa por fijar toda la atención en la evolución del negocio de nuestras compañías a largo plazo. En un mundo irreal siempre los gráficos indican crecimientos lineales y crecientes en las ventas, pero cuando hacemos zoom con detalle, pasando de años a trimestres, comprobamos que cualquier negocio, por muy bueno que sea, no es inmune a tener un trimestre o varios trimestres malos.

6 <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/148/clarus-announces-terms-for-modified-dutch-auction-tender>.

7 <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/109/black-diamond-completes-sale-of-poc-to-investcorp-for-65>.

8 <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/91/black-diamond-completes-sale-of-gregory-mountain-products>.

“

En este caso concreto, nuestra empresa en cartera no presentó los resultados que esperaba el mercado ya que los contratos que lleva meses negociando con entidades públicas han sufrido retrasos que, a día de hoy, no suponen una cancelación

”

“

La empresa lleva todo el año tomando decisiones enfocadas en hacer crecer el negocio de forma duradera y ejecutando algunos cambios que también necesitan tiempo ya que, a veces, ignoramos que los crecimientos no siempre son lineales en el mundo empresarial ni llegan cuando quieren los analistas

”

“

Triumph Financial, una compañía que está destinada a cambiar una parte muy importante del sector de transporte por carretera en USA (8% del PIB)

”

Soy consciente de que habrá ocasiones donde me vaya a equivocar, pero si considero que la empresa ha dado los pasos correctos a largo plazo para alcanzar sus objetivos, no me parece justificado vender una posición porque en un trimestre concreto no haya cumplido las cifras de ventas y/o beneficios y menos en un momento como el actual donde si cumples objetivos subes un 1-2% y si no castigan la cotización con caídas del 20-30%.

Entiendo que los inversores institucionales no soporten esos niveles de volatilidad (ni sus partícipes) y por eso en años como este donde se premia la estabilidad en los resultados hay movimientos más violentos de lo normal.

En este caso concreto, nuestra empresa en cartera no presentó los resultados que esperaba el mercado ya que los contratos que lleva meses negociando con entidades públicas han sufrido retrasos que, a día de hoy, no suponen una cancelación.

Esta paciencia, que creo que la empresa y sus directivos merecen por su trayectoria durante más de 20 años (primer trimestre en negativo desde que salieron a cotizar), es algo que nosotros, a diferencia del mercado, sí estamos dispuestos a darles ya que estamos hablando de 12+3 contratos que suponen recuperar el mal trimestre y cumplir de sobra los objetivos de ventas anuales.

Además, la empresa lleva todo el año tomando decisiones enfocadas en hacer crecer el negocio de forma duradera y ejecutando algunos cambios que también necesitan tiempo ya que, a veces, ignoramos que los crecimientos no siempre son lineales en el mundo empresarial ni llegan cuando quieren los analistas.

También esto ha traído cosas buenas porque la empresa, para mejorar su visibilidad antes de presentar resultados, ha decidido hacer públicos todos los nuevos contratos que firme por encima de 1M de euros, cuestión que antes no pasaba y facilita mucho mi trabajo de seguimiento.

Estas situaciones no ocurren sólo en pequeñas compañías, sino también en empresas tan grandes como Universal Music Group, donde el miedo de algunos inversores y analistas al impacto que pudiera tener la Inteligencia Artificial en su negocio hizo que la acción volviera en los meses de mayo y junio a los 18 €, cuestión que agradecemos ya que lo comprado en poco tiempo lo hemos vendido a 25 €.

POSICIÓN: TRIUMPH FINANCIAL

Estas son las primeras líneas que os escribo sobre una de las empresas a las que más tiempo de análisis y estudio he dedicado en los últimos 2 años.

Todavía es pronto para contaros con detalle nuestra tesis de inversión en una compañía que está destinada a cambiar una parte muy importante del sector de transporte por carretera en USA (8% del PIB) y cuyos pasos todavía no tienen un reflejo inmediato en forma de beneficios.

No obstante, sí quiero aprovechar una noticia muy significativa que publicó Triumph en octubre⁹ para usarla como un buen ejemplo de los motivos que nos llevan a darle mucha más importancia a lo que hace la compañía que a lo que hace la cotización.

Durante los últimos 12 meses la cotización de Triumph se ha movido un 50% entre su mínimo y máximo. Es una situación provocada por la crisis de los bancos regionales en USA ya que el mercado tiene miedo de las pérdidas latentes en las carteras de deuda

9 <https://www.tfn.com/news-releases/news-release-details/coyote-logistics-joins-triumphpay-payments-network>.

“

TPay, que tiene la capacidad de poder transformar un sector que mueve al año cerca de 800.000 millones de \$

”

pública (Triumph tiene una cifra ridícula de 4M de \$ en su cartera de HTM, frente a un balance de 5,5 B de \$) y también por la situación de sobrecapacidad en el sector de transporte por carretera en USA, lo que ha hecho descender los beneficios de la división de factoring de Triumph.

Lógicamente, he seguido con interés y detalle todo lo que afecta al banco y a la división de factoring y su repercusión en la cotización de la acción, pero la mayor parte de mis esfuerzos siempre han estado y estarán centrados en su división de pagos, TPay, que tiene la capacidad de poder transformar un sector que mueve al año cerca de 800.000 millones de \$.

En el enlace a esa noticia de finales de octubre, más allá del titular, podéis encontrar como TPay ya tiene como clientes a 30 de los 50 brokers más grandes de EE.UU. y ya actúa en un volumen de 50.000 millones de \$ en transacciones de carga.



Coyote Logistics Joins the TriumphPay Payments Network

Oct 31, 2023

Coyote Logistics is one of the largest brokers to join the TriumphPay open payments network

DALLAS, Oct. 31, 2023 (GLOBE NEWSWIRE) -- TriumphPay announced today the addition of Coyote Logistics to its open payments network. The TriumphPay open payments network has rapidly expanded since its launch in January 2022, now with over 30 of the top 50 U.S. brokers as clients, creating a more secure hub for the presentment, audit and payment of invoices in the transportation industry.

"The carriers in our network play a critical role in our success as a business, so it's important we get their experience right. Whether you're an owner-operator or manage a fleet, fast and reliable payment is what keeps business moving," said Pat Campbell, chief operating officer at Coyote Logistics. "With TriumphPay, we're making the payment process with Coyote even easier so carriers can focus more on growing their businesses."

TriumphPay touches approximately \$47 billion in unique brokered freight transactions, which is a significant percentage of the market. Brokers joining the TriumphPay payments network enjoy additional layers of data insights, security and transparency through this innovative platform for the freight industry. The payments network reviews invoices more quickly and efficiently in a secure data exchange between factors and freight brokers.

"We are pleased to announce our strategic partnership with Coyote Logistics," stated Aaron P. Graft, vice chairman and chief executive officer of Triumph Financial, Inc. (Nasdaq: TFIN). "Coyote is known for its unwavering commitment to providing great service and technology to its network. This partnership within the TriumphPay open payments network signifies another significant step towards advancing the logistics industry. Together, we are poised to deliver exceptional innovation and results."

Este logro es consecuencia de años de trabajo duro, mucha inversión (+200M \$ desde 2015 sin diluir a los accionistas) y mucha innovación (tecnología OCR, integraciones masivas) en un sector atomizado donde TPay es capaz de reducir significativamente los costes de fricción que causa la no automatización de procesos de validación, auditoría y pagos en más de 250 millones de facturas de carga.

“

TPay es capaz de reducir significativamente los costes de fricción que causa la no automatización de procesos de validación, auditoría y pagos en más de 250 millones de facturas de carga

”

Me recuerda en cierta manera como hace muchos años la liquidación de las operaciones de bolsa se hacía por teléfono y años después, con la implantación de un estándar de pagos globales como Swift, todo pasó a liquidarse por mensajería bajo el estándar de Swift con un 99,99% de automatización. Tremendo negocio Swift¹⁰.

En 2024 veremos cómo TPay deja de consumir recursos y alcanza un punto de equilibrio que le permita en años posteriores alcanzar un tamaño varias veces superior al de la cotización actual de todo Triumph hoy.

Será un gran caso de estudio y habrá llegado el momento de compartir de forma pública con vosotros todo el trabajo hecho en silencio durante estos años.

Para terminar con el repaso a la cartera de acciones, me gustaría dejaros una última reflexión sobre el tipo de empresas que tenemos en cartera y por qué es necesario tener años de paciencia para descubrir si son empresas fiables para convertirse en auténticos ganadores.

10 <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/050515/how-swift-system-works.asp>.

“

Sólo con el paso de los años uno descubre qué empresas son fiables, ya que se tienen que dar una serie de características que la mayoría de las veces son muy diferentes a los motivos por los que se mueven las acciones a corto plazo

”

Sólo con el paso de los años uno descubre qué empresas son fiables, ya que se tienen que dar una serie de características que la mayoría de las veces son muy diferentes a los motivos por los que se mueven las acciones a corto plazo:

- 1. Visión y Misión claras,** lideradas por el equipo directivo (Consejo y Principales Ejecutivos) e implantada hacia abajo en todos los puestos de responsabilidad de la empresa.
- 2. Fuerte y Sana** cultura corporativa.
- 3. Capacidad para cambiar cosas** hasta dar con la tecla correcta.
- 4. Obsesión por el cuidado de la marca, los clientes y el futuro.**
- 5.** Una **cultura de atención y transparencia** con los accionistas/bonistas.
- 6. Gestionar el capital de la manera más inteligente posible,** aunque duela a corto plazo.
- 7. El interés de la empresa (beneficios) siempre prevalece sobre el individual (acción).**

Sé que habrá algunas empresas que no merezcan los años de paciencia y quizás nunca se conviertan en ganadores, pero también sé que de entre todas las de la cartera tendremos varios ganadores que compensarán de sobra mis equivocaciones y nos harán alcanzar los objetivos de rentabilidad deseados.

CARTERA DE RENTA FIJA:

Durante el último trimestre hemos vuelto a incrementar posición en el bono de la Universidad de Oxford con vencimiento en 2117 ya que al precio al que lo hemos incorporado nos aporta una rentabilidad cercana al 6% sin apenas riesgo de impago y nos da toda la opcionalidad que buscamos al tener una duración muy elevada.

La cartera de Renta Fija conserva intacta la opcionalidad positiva con la que la hemos construido en términos de duración. Si durante los próximos años los tipos vuelven a sus medias históricas esperamos que aporte una parte importante de la rentabilidad del fondo y si los tipos se mantienen en los niveles actuales seguirá contribuyendo con una rentabilidad superior al 6%, cada año que pase.

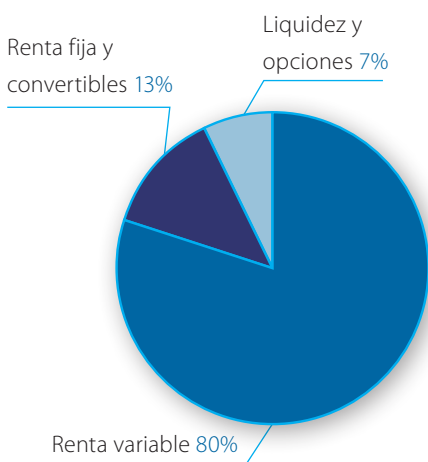
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA:

Los pesos por categorías a fecha 30 de septiembre de 2023 son los siguientes:

- 📊 Renta variable: 80%
- 📊 Renta fija y convertibles: 13%
- 📊 Liquidez y opciones: 7%

El 88% de la cartera de Renta Variable está invertida en Micro y Small Caps y nuestras 10 mayores posiciones representan el 54% del total del fondo.

A fecha 30 de septiembre de 2023 el fondo tiene un patrimonio de 7 M de euros propiedad de 647 partícipes.



Elaboración propia. Fuente de los datos: Andbank Wealth Management. Datos a 30/09/2023.



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

Accs. Westaim Corp/The

Accs. IAC Inc Ordinari shares

Accs. Nekkar Asa

Accs. Triumph Bancorp INC

Accs. Donnelley Financial Solution

Accs. Universal Music Group

Accs. Clarus Corp

Accs. Elecnor S,A.

Accs. Burford Capital

Accs. RVRC Holding AB

Elaboración propia. Fuente de los datos: Morningstar. Datos a 31/10/2023.

Agradecemos como siempre las muestras de apoyo constantes hacia mi labor. Deseo que encontréis de interés el contenido de esta carta que supone para mí un momento muy especial de poder ponerme en contacto con vosotros.

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 SGILC, 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, SGILC, 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