

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta cuarto trimestre de 2023

Marzo de 2024

“

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 23,3%

”

Estimados inversores:

Azagala cerró el cuarto trimestre de 2023 con una rentabilidad positiva del 10,36%, lo que sitúa la rentabilidad acumulada durante 2023 en 21,21%.

Desde el inicio del fondo, la rentabilidad acumulada asciende al 23,3%. Dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 123.295 euros a 31 de diciembre de 2023.

Tomando 2020 como el primer año completo de inversión para Azagala¹, **el fondo ha generado una rentabilidad del 5,51% anual compuesto durante estos 4 años (2020-2023).**

DETALLE DE RESULTADOS POR AÑOS

Rentabilidades

Gestión Boutique VII Azagala

	2019*	2020	2021	2022	2023
	+1,02%	+13,92%	+21,59%	-26,62%	+21,21%

* El fondo se lanza en julio y el periodo de construcción de la cartera se extiende hasta 2020.

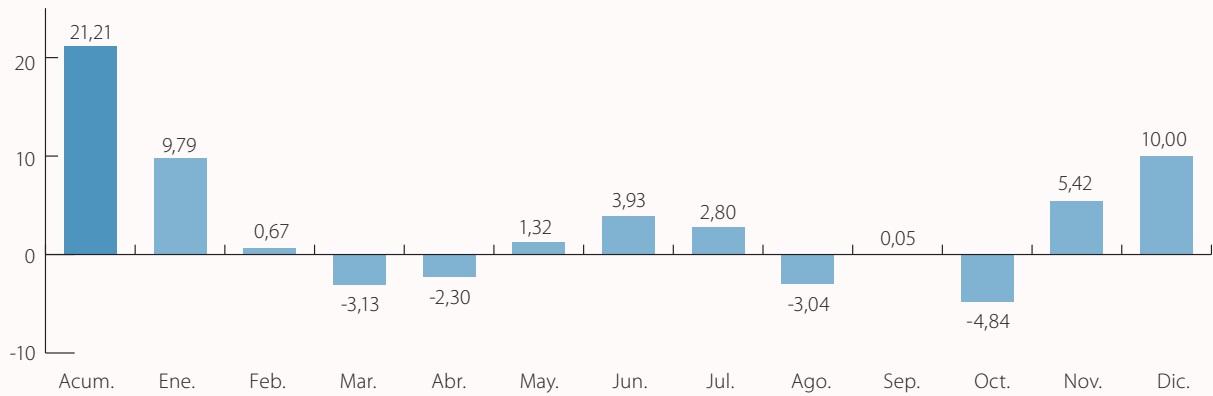
Fuente: CNMV. Datos a 31/01/2024.

Aunque, es una rentabilidad todavía insuficiente, irá aumentando gracias al positivo desempeño de nuestras compañías en cartera y los descuentos tan significativos con los que cotizan (volveré a esto con detalle en la parte central de la carta).

A medida que pase el tiempo, se irá cerrando el gap entre la cotización y el valor real de nuestras compañías, de ahí la importancia de mantenerse siempre invertidos, ya que no es posible predecir el momento en el que el mercado pone en valor las cosas y 2023 ha sido un buen ejemplo, ya que prácticamente la rentabilidad del año la hemos hecho en 2 meses, enero y diciembre.

¹ Julio de 2019 comienza a operar el fondo y durante todo el año la liquidez superó el 65%.

GRÁFICO DE RENTABILIDADES, 2023 (%)



Fuente: Inversis.

“

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

”

La inversión en pequeñas compañías requiere de plazos de inversión mucho más largos que cualquier otro tipo de inversión en activos cotizados de mayor tamaño, por eso esperar el tiempo necesario (hasta que cristaliza una inversión), mientras nos mantenemos invertidos en una compañía, es lo que nos permite beneficiarnos cuando se hace evidente que existe una fuerte infravaloración para el resto del mercado.

Una compañía no hace una cartera, pero sí que Elecnor me sirve como ejemplo para ilustrar de una manera gráfica como la recompensa a años de paciencia hacen que merezca la pena la espera y elimina de un plumazo el coste de oportunidad.

En 2021, invertimos en Elecnor cuando apenas capitalizaba 800 Millones de €, teniendo plena convicción en que el mercado no estaba valorando correctamente ni su capacidad para generar beneficios ni el valor real de mercado de sus divisiones.

Como podéis comprobar en el gráfico que adjunto, la cotización de la compañía se mantuvo plana durante años (por motivos habituales: pequeña, ilíquida, desconocida) hasta un punto donde era evidente que una buena parte del valor oculto se desbloquearía monetizando parte de sus activos y así el 17 de noviembre de 2023 llegó la confirmación que Elecnor procedía a la venta de su filial Enerfin por un importe de 1.800 Millones €².

2 https://www.grupoelecnor.com/storage/media/files/shares/hechos_relevantes/20231117-ip-cnmv-firma-spa-li-ghthouse-eng.pdf

COTIZACIÓN ELECNR



Fuente: Bloomberg.

“

La tesis de inversión en Elecnor, es un caso habitual que muestra el tipo de compañías pequeñas, ilíquidas y desconocidas en las que invertimos, tomando posiciones con mucho descuento en el precio y antelación

”

El importe neto para los accionistas de Elecnor estará en torno a 1.350 Millones de € y pese a que nuestra inversión en la compañía nos ha proporcionado una rentabilidad superior al 21% anualizado³ creo que todavía el mercado no está valorando correctamente la compañía.

Durante este 2024 conoceremos como Elecnor asigna ese capital y tomaremos una decisión en función del dividendo extraordinario que reparta, la cancelación de la deuda y posibles adquisiciones que puedan hacer.

La tesis de inversión en Elecnor, es un caso habitual que muestra el tipo de compañías pequeñas, ilíquidas y desconocidas en las que invertimos pero que para la mayoría del mercado (sobre todo fuera de España) son no invertibles y donde tomando posiciones con mucho descuento en el precio y antelación, nos permite esperar a que el incremento de tamaño y la liquidez facilite que los fondos más grandes puedan comprar esas compañías.

En este gráfico podéis observar cómo a medida que va subiendo la cotización de Elecnor se va incrementando el volumen negociado.

COTIZACIÓN Y VOLUMEN NEGOCIADO ELECNOR



Fuente: Bloomberg.

“

Invertir en una compañía no es sentarse a esperar sin más, sino que exige un proceso constante de aprendizaje y una confirmación activa sobre el desarrollo y la evolución del negocio

”

En general, hasta llegar a ese momento en el que otros fondos más grandes comienzan a comprar nuestras empresas es imperativo **tener una mentalidad empresarial que nos permita diferenciar entre el proceso que se desarrolla internamente en la compañía (evolución del negocio) y el resultado que le asigna el mercado a esa inversión (cotización).**

Invertir en una compañía no es sentarse a esperar sin más, sino que exige un proceso constante de aprendizaje y una confirmación activa sobre el desarrollo y la evolución del negocio.

Todo este proceso que se desarrolla durante años requiere además de analizar la información financiera y comercial que produce la compañía de forma regular, entrevistas con los equipos directivos, consejeros, ex-empleados, consultores, expertos sectoriales, reuniones comerciales de testeo de productos o servicios, análisis de impacto de las marcas en RRSS, posición frente a competidores, ferias comerciales, estudio de experiencia de satisfacción de clientes.

³ Datos a cierre de 2023.

“

La mayoría de nuestras empresas no están cubiertas por ningún analista, por lo que permanecen ocultas para la mayoría del mercado pese a que sus modelos de negocio evolucionan de la manera correcta

”

“

No te escuchan cuando tienes razón, te escuchan cuando tienes éxito

”

Como podéis comprobar es un proceso que tiende a no acabar nunca, de ahí el uso de la palabra constante y que sea tan intensivo en horas dedicadas. No todos los inversores están dispuestos a realizarlo y aunque no garantiza el éxito en una inversión raramente se puede lograr rentabilidad de forma sostenida en el tiempo si no se sigue este camino, ya que la suerte y el oportunismo no tienden a durar.

Para identificar empresas infravaloradas es clave el proceso de aprendizaje que realizamos en soledad, ya que la mayoría de nuestras empresas no están cubiertas por ningún analista, por lo que permanecen ocultas para la mayoría del mercado pese a que sus modelos de negocio evolucionan de la manera correcta:

- 📈 Crecimiento en ingresos/ventas.
- 📈 Incrementos en los márgenes y beneficios.
- 📈 Reinversión de beneficios en el desarrollo de nuevos productos o servicios que les permite entrar en nuevos verticales o nichos adyacentes.
- 📈 Aumento de caja neta que permite recomprar y reducir las acciones en circulación.
- 📈 Adquisición de competidores a múltiplos que aportan valor a los accionistas.

Se puede parecer estúpido por mantener una inversión en una compañía que mantenga plana su cotización durante años, pero conocer lo que está ocurriendo con la evolución interna de su negocio y ser consciente de su infravaloración es lo que permite beneficiarse de la rentabilidad extraordinaria una vez que todo se conozca.

Fuera del mundo de la inversión, tenemos un ejemplo muy reciente de éxito en la persona del luchador español Illia Topuria⁴, un completo desconocido para todo el mundo hasta hace nada pero que gracias a su última victoria ha obtenido plena visibilidad sobre su modelo de trabajo y cualidades profesionales.

¿Es acaso Illia Topuria mejor luchador que hace unos meses?

¿Es el proceso de entrenamiento de Illia Topuria mejor ahora que hace unos meses?

La respuesta a ambas preguntas es NO, el método de trabajo de Illia Topuria durante años (**proceso**) es lo que le ha permitido convertirse en campeón del mundo y este título (**éxito**) es lo que desencadena que ahora se le conozca.

Este tweet lo resume a la perfección: **“No te escuchan cuando tienes razón, te escuchan cuando tienes éxito”.**



⁴ [https://www.alicante.es/es/noticias/alicante-concede-topuria-reconocimiento-al-exito-deportivo-titulo-ufc#:~:text=Alicante%2C%2019%20de%20febrero%20de,UFC%20en%20California%20\(EEUU\)](https://www.alicante.es/es/noticias/alicante-concede-topuria-reconocimiento-al-exito-deportivo-titulo-ufc#:~:text=Alicante%2C%2019%20de%20febrero%20de,UFC%20en%20California%20(EEUU))

“

Lo realmente importante es lograr crecimientos de beneficios sostenidos en el tiempo, medidos en años, que son los que dan lugar a revalorizaciones masivas

”

“

Si las recompras se realizan a un precio que se corresponde con un múltiplo bajo de beneficios o un 50% por debajo de su precio de liquidación el efecto multiplicador se dispara

”

Es evidente el paralelismo con el mundo de la inversión y especialmente en el caso de las pequeñas compañías.

Es necesario entender que el foco de atención por parte de la mayoría del mercado no se recibe cuando se hacen las cosas de la manera correcta (**proceso**), sino cuando se tiene éxito (**rentabilidad**).

Es fácil comprobar como la atención del mercado se centra en los resultados trimestrales como medida de corto plazo y la reacción de la acción es la única medida del éxito, cuando lo realmente importante está en lograr crecimientos de beneficios sostenidos en el tiempo, medidos en años, que son los que dan lugar a revalorizaciones masivas.

El éxito (rentabilidad) no puede llegar nunca si no es como consecuencia del resultado de un proceso de análisis y aprendizaje, lo más profundo y exhaustivo que se pueda hacer. Sin ese proceso y sin esperar el tiempo necesario, ningún éxito puede ser duradero.

Como resumen, nuestras pequeñas compañías necesitan años para que el crecimiento de sus beneficios ayude a poner de manifiesto su infravaloración, llamando la atención del mercado y ese incremento en el volumen negociado permita que otros fondos más grandes puedan comprar esa compañía alimentando, a su vez, ese mismo círculo vicioso con nuevas subidas en la cotización y una mayor liquidez en la acción que a su vez permite entrar a nuevos fondos cada vez más grandes.

No quiero dejar sin mencionar la importancia que tendrá en el futuro las recompras de acciones que están ejecutando nuestras compañías (7 de nuestras 10 mayores posiciones).

Me sirve este sencillo ejemplo para mostrar el impacto masivo que tienen las recompras en la rentabilidad de una pequeña compañía al hace crecer su beneficio de forma estable un 10% al año y que recompra cada año el 10% de sus acciones generando un +49% de rentabilidad en 2 años y multiplica su beneficio por acción x2,7 veces en 5 años.

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Beneficio	1.000.000 €	1.100.000 €	1.210.000 €	1.331.000 €	1.464.100 €	1.610.510 €
Acciones	1.000.000	900.000	810.000	729.000	656.100	590.490
Bº por acción	1,00 €	1,22 €	1,49 €	1,83 €	2,23 €	2,73 €
Múltiplo	10	10	10	10	10	10
Cotización	10,00 €	12,22 €	14,94 €	18,26 €	22,32 €	27,27 €
Rentabilidad		22,22%	49,38%	82,58%	123,15%	172,74%

Fuente: elaboración propia.

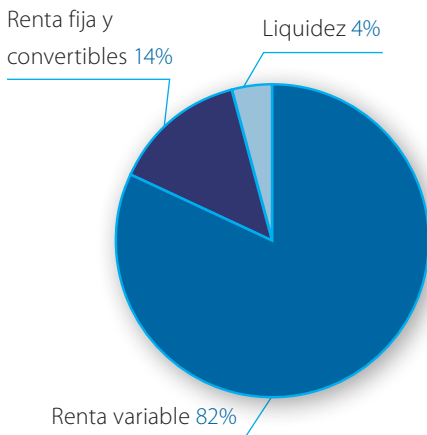
Si además las recompras se realizan a un precio que se corresponde con un múltiplo bajo de beneficios como en Nekkar (7 veces) o un 50% por debajo de su precio de liquidación (Westaim) el efecto multiplicador se dispara.

Veremos a continuación, como nuestras inversiones en Nekkar y Westaim, son casos perfectos de ese círculo, donde el incremento en los beneficios y la liquidez ha permitido a varios fondos más grandes entrar en estas compañías a medida que ha crecido su tamaño mientras se incrementan las recompras de acciones.

“

El Patrimonio de Gestión Boutique VII Azagala a 31 de diciembre de 2023 es de 7.787.091 €

”



Fuente: elaboración propia.

Antes de comenzar con el repaso de la cartera me gustaría volver a destacar (como cada año) el comportamiento tan diferencial de los partícipes de Azagala, si en 2022 se demostró que en años de bajadas contamos con un capital permanente, este 2023 con subidas tengo que agradecer también vuestra confianza en el proyecto demostrado con vuestras aportaciones constantes al igual que dar la bienvenida a los nuevos partícipes. Gracias a todos.

VALOR PATRIMONIAL

	31-dic-22	30-nov-23	31-dic-23
Patrimonio	5.744.634,94	7.121.136,57	7.787.091,55
Número de acciones/participaciones	564.773	635.351	631.603
Valor liquidativo/precio	10,17158	11,20819	12,32908
Número de accionistas/partícipes	580	644	658

Fuente: Inversis.

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

Los pesos por categorías a cierre de año son los siguientes, frente a su comparativa a cierre del año 2022:

- 📊 Renta Variable: 82% (76% en 2022)
- 📊 Renta Fija y Convertibles: 14% (13% en 2022)
- 📊 Liquidez: 4% (11% en 2022)

Como podéis observar en 2023 hemos reducido la liquidez a mínimos para incrementar posición en la cartera de renta variable debido a la situación tan favorable que presentan muchas pequeñas compañías que tenemos en cartera. Hemos usado también parte de la liquidez disponible para iniciar posición en 2 nuevas compañías como Motorpoint y CTT, al igual que para comprar un bono de British American Tobacco.

La cartera de **Renta Fija** en 2023, ha tenido tal y como esperábamos un buen comportamiento, especialmente en la última parte del año, una vez que el mercado comprobó que la fase de subidas de tipos por parte de los bancos centrales estaban ya finalizadas.

En términos absolutos, la rentabilidad de nuestra cartera de bonos nos ha aportado en 2023 un 16% por revalorización de precios y si añadimos los cupones cobrados en 2023 se sitúa en el 21,04%.

Con la subida de precio de los bonos, la TIR media de la cartera de renta fija se sitúa en el 5,32% frente al 6,62% del año anterior, manteniéndose la duración media por encima de 6 años.

Con independencia de la evolución que tengan los tipos de interés en 2024, las métricas de los emisores en los que estamos invertidos continúan evolucionando de manera positiva por lo que ante cualquier repunte en las expectativas de tipos o caídas de precios en nuestros bonos volveremos a añadir posición.

Paso a detallaros algunos datos sobre la evolución en 2023 de algunas de nuestras emisiones en cartera.

“

El sector resultó muy dañado por razones obvias durante la pandemia, pero que posicionados en su deuda nos beneficiamos de la recuperación de la actividad en Hoteles y Cruceros, que son las grandes generadoras de caja y beneficios para TUI

”

Bonos convertibles de TUI y IAG

TUI es el tour-operador líder, junto a Jet2 en Europa, con un nivel de ingresos de 20.000 millones de € en 2023.

Es un sector que resultó muy dañado por razones obvias durante la pandemia pero que posicionados en su deuda nos beneficiamos de la recuperación de la actividad en Hoteles y Cruceros, que son las grandes generadoras de caja y beneficios para TUI.

Desde nuestra compra del bono, la compañía ha tenido 3 ampliaciones de capital y una caída en la acción cercana al 80%. En un escenario terrible para los accionistas, nosotros como bonistas hemos tenido una rentabilidad muy favorable gracias a la recuperación de TUI en ingresos y márgenes (+9% ingresos y +30% EBITDA respecto a 2019) lo que le ha permitido reducir su endeudamiento año a año.

Como bonistas siempre hemos tenido acceso a activos que podían ser vendidos para cancelar/reducir parte de la deuda como Marella (500 Millones de €) y 2.000 Millones de € en inmuebles/hoteles.

Un dato que confirma la recuperación de su estabilidad financiera lo encontramos en la reciente emisión de un bono de TUI con un nivel de rentabilidad (5,9%) equivalente a 2 escalones por encima del rating actual y que está incluso por debajo del coste actual de su línea de crédito (7%).

Al rating actual de TUI le quedan todavía un par de escalones por recuperar para alcanzar los niveles de 2019, por lo que seguiremos de cerca la evolución del precio del bono, ya que una subida del precio de la acción (la compañía está barata por fundamentales y por comparables), una recuperación del dividendo en 2025, una refinanciación del convertible o una venta de activos nos añaden un extra de rentabilidad mientras nos mantenemos protegidos como bonistas.

En estos gráficos podéis comprobar la mejora en el crédito de TUI (CDS) y el fuerte descuento de la acción (60%) frente a sus comparables.

TUI CDS vs SHARE PRICE



Fuente: Bloomberg.

TUI P/E vs PEERS



Fuente: Datastream, Morgan Stanley Research.

“

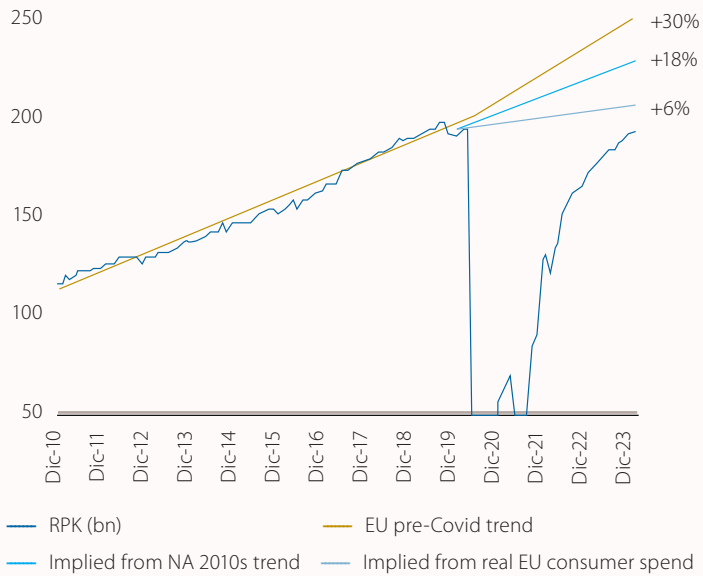
IAG es la 3ª compañía más grande de Europa y la 6ª del mundo con un volumen de ingresos de 29.000 millones de €.

”

IAG es la compañía que nació tras la fusión de British Airways e Iberia y conjuntamente opera también Vueling, Level y Aer Lingus. Se trata de la 3ª compañía más grande de Europa y la 6ª del mundo con un volumen de ingresos de 29.000 millones de €.

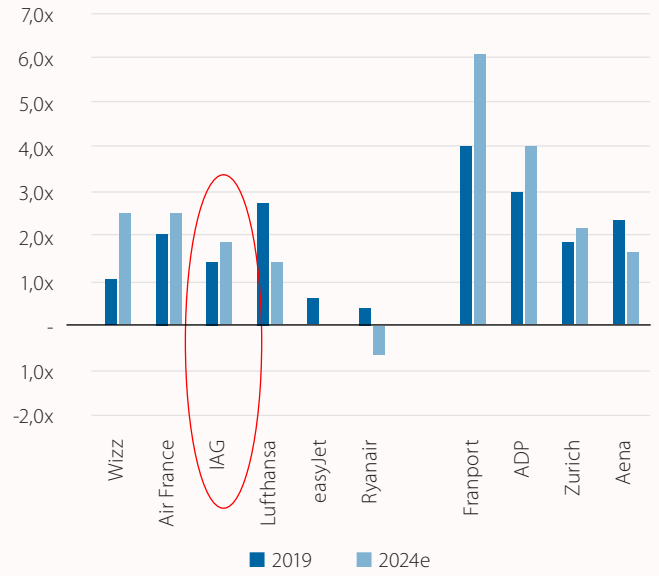
Es un sector que resultó también muy dañado por el Covid y que ha estado en recuperación desde entonces. El volumen de pasajeros ya está en cifras de 2019 (aunque existe todavía disparidad entre rutas) al igual que los niveles de endeudamiento casi recuperados tal y como podéis comprobar en los siguientes gráficos.

EUROPEAN TRAFFIC (RPKS, BN) ACTUAL VERSUS PRE-COVID TREND - Seasonality adjusted



Fuente: IATA.

AIRLINES & AIRPORTS NET DEBT/EBITDA



Fuente: Morgan Stanley Research (estimates for 2024).

“

Caixabank es uno de los bancos más sensibles a las subidas de tipos de interés y en 2023 el beneficio ha crecido un 53%

”

Respecto a IAC, su cifra de ingresos en 2023 ha sido un +28% superior que en 2022 y un +15% por encima de 2019. En términos de beneficios, la cifra de 2023 es similar a la de 2019, pero si lo ajustamos por el número de acciones, existentes sigue todavía un 50% por debajo de las cifras de 2019. (EPS 0,44 vs 0,84).

Por resumir, estamos posicionados en bonos de empresas que han sufrido una dilución tremenda para sus accionistas donde todo el foco actual está puesto en generar caja para reducir apalancamiento y que sus cotizaciones repunten, lo cual nos beneficia doblemente, ya que reduce riesgo de crédito y cualquier subida de la acción se reflejará en el precio de los convertibles.

Bonos AT1 Caixabank y Unicaja

La evolución de nuestros 2 bonos financieros en 2023 ha sido muy positiva, especialmente en el caso de Unicaja, cuyo precio de compra fue de 69% y a cierre de año se situó en 81%. El bono de Caixabank tiene todavía que recuperar un par de puntos en precio, ya que se compró con anterioridad, pero el neto es positivo, ya que al llevar más tiempo en cartera el cobro del cupón ha tenido un mayor impacto.

Los resultados de Caixabank se han visto muy favorecidos en el último ejercicio, ya que es uno de los bancos más sensibles a las subidas de tipos de interés y en 2023 el beneficio ha crecido un 53% por encima del presentado en 2022.

“

Los resultados operativos de Unicaja han crecido un +24%

”

“

Nuestra cartera de bonos tiene una razón de ser oportunista, ya que siempre tratamos de aprovechar un momento de debilidad puntual que nos ofrece el mercado y convertir ese riesgo en oportunidad

”

Unicaja por el contrario es un banco con una menor rentabilidad al tratarse de una entidad con un perfil más regional que CaixaBank, pero de forma favorable eso le lleva a tener una base de depósitos menos sensible a las subidas de tipos (líderes regionales) y que financian el 70% de su cartera de préstamos (muy conservadora y mayoritariamente hipotecas y sector público), beneficiándose esta cartera de las progresivas subidas del Euribor.

Los resultados operativos de Unicaja han crecido un +24%, pero el incremento en provisiones ha dejado el beneficio en niveles parecidos a los de 2022.

La evolución de los ratios de capital CET1 es muy favorable para ambas entidades, 12,5% para Caixa y 13% para Unicaja, muy lejos de los niveles de conversión de nuestros bonos.

Los costes de emisión de AT1 se verán reducidos en 2024 como consecuencia de las mejoras en la rentabilidad de ambas entidades y debido a posibles bajadas de tipos en la 2ª mitad del año. Estos dos factores afectarán positivamente al precio de nuestros bonos mientras seguiremos generando rentabilidad con el cobro de los cupones.

Bonos Universidad de Oxford, Berkshire Hathaway y British American Tobacco

En general nuestra cartera de bonos tiene una razón de ser oportunista, ya que siempre tratamos de aprovechar un momento de debilidad puntual que nos ofrece el mercado y convertir ese riesgo en oportunidad.

Durante el covid compramos bonos convertibles de empresas líderes del sector del turismo, ya que la salida de esa crisis se haría con más deuda, pero a su vez con más capital para fortalecer el balance y una vez que la recuperación fuera un hecho, el flujo de efectivo de esas empresas irían a reducir apalancamiento y aumentar la remuneración al accionista. Cuestión que como habéis podido comprobar nos ha beneficiado ya en términos de rentabilidad.

Nuestras compras de bonos financieros han tenido el mismo patrón y resultado. El momento de debilidad en los beneficios de los bancos provocado por un entorno de tipos bajos fue la oportunidad de compra y en el momento actual de beneficios al alza comenzamos a recoger beneficios.

Con el caso de los bonos de la Universidad de Oxford y Berkshire Hathaway ocurre algo parecido. Tras un periodo muy largo con tipos de interés ultra-bajos e incluso negativos la complacencia del mercado hizo que muchos emisores pudieran tomar ventaja de la ausencia de inflación emitiendo deuda a plazos muy largos que el mercado compró y financió a tipos ridículamente bajos con la creencia que nunca volvería a repuntar la inflación.

Llegado 2022 y 2023 con una inflación disparada, esas emisiones de deuda con cupones inexistentes y duraciones eternas solo podían caer en precio para ajustar las nuevas expectativas de inflación a la realidad, y cayeron hasta un punto donde bonos que se habían negociado años atrás a precios de 140% llegaron a bajar un 70% hasta situarse en la zona de 40-50% que se corresponde a una rentabilidad anual del 6-7%.

Erróneamente, alguien puede pensar que un bono que ha perdido un 50% de su valor de emisión tiene un problema de impago o quiebra, pero en el caso de la Universidad de Oxford y Berkshire Hathaway nada más lejos de la realidad, ya que ambos mantienen las máximas calificaciones crediticias (AAA y AA) y podrían amortizar la deuda mañana mismo si quisieran, pero no lo hacen porque nadie les financia con las mismas condiciones que tienen los bonos, al 2% durante 50-100 años.

“

Lo realmente importante no es nunca la fecha de la primera bajada sino cuál será la dirección que tomarán los tipos durante los próximos años

”

“

Como bonistas nos beneficia ese proceso de desapalancamiento y su tremenda generación de caja, en 2023 alcanzó los 8.400 millones de libras

”

Entendida la oportunidad, el riesgo para nosotros siempre ha sido que esos bonos siguieran cayendo en precio si la inflación y las expectativas de inflación no volvían a tasas más normales, cuestión que no me preocupaba, ya que a medida que comprábamos bonos a precios más bajos, al ser el cupón fijo, la rentabilidad anual no podría hacer más que subir sin tener ningún riesgo de impago.

Ahora ya sabemos que la inflación vuelve a estar de nuevo en cifras más cercanas a los objetivos de los Bancos Centrales por lo que a la rentabilidad anual que recibimos de los cupones hemos añadido retornos en precio que se irán acelerando a medida que los bancos comiencen a bajar tipos, desconozco cuando, pero esas bajadas llegarán con certeza.

Actualmente, toda la atención del mercado está enfocada erróneamente en predecir cuándo será la primera bajada de tipos, ¿mayo-junio-diciembre?, y lo realmente importante no es nunca la fecha de la primera bajada, sino cuál será la dirección que tomarán los tipos durante los próximos años.

Con el mismo razonamiento que os he descrito, durante 2023 compramos el bono de British American Tobacco a un precio que nos genera una rentabilidad anual cercana al 8%. No es el mismo tipo de emisor que Oxford y Berkshire, de ahí que ofrezca una mayor rentabilidad, pero creemos que el riesgo es bajo y se nos compensa adecuadamente como bonistas.

La compañía presenta algunas dudas en su modelo de negocio (Regulación, Sanciones, Rentabilidad de nuevos productos) pero sigue firme en su proceso de reducción del endeudamiento situándose en 2023 en 2,6 veces (2,9 veces en 2022) y está ya cerca del objetivo de 2,5 veces.

Como bonistas nos beneficia ese proceso de desapalancamiento y su tremenda generación de caja, en 2023 alcanzó los 8.400 millones de libras lo que junto a una posible venta de un 4% de su participación en ITC (valor estimado de 2.000 millones) hace que nos encontremos muy conformes con la compañía.

No es fácil en 2024 volver a obtener las mismas rentabilidades que nos ha dado la cartera de renta fija este año, pero no tengo dudas que durante los próximos ejercicios seguiremos recogiendo beneficios de nuestros emisores muy en línea con los índices de renta variable, pero con un nivel de volatilidad inferior.

Si alguna vez alguien ha tenido curiosidad por conocer qué aportan los bonos de crédito a la cartera de Azagala espero que el resumen descrito de nuestra cartera y su rentabilidad le hayan servido de ayuda.

“

Nuestra manera de construir riqueza en renta variable consiste en identificar pequeñas empresas de nicho que tienen o están construyendo activos únicos

”

“

El trabajo y una dosis extraordinaria de paciencia posibilitan que en su gran mayoría obtengamos el éxito deseado

”

La composición de la cartera de **Renta Variable** en este 2023, como podéis comprobar respecto a 2022 no ha cambiado sustancialmente en nuestras mayores posiciones.

PRINCIPALES VALORES (%)

Accs. WESTAIM CORP/THE	8,58
Accs. IAC/INTERACTIVE CORP	7,92
Accs. NEKKAR ASA	7,16
Accs. CLARUS CORP	6,24
Accs. RVRC HOLDING AB	4,53
Accs. DONNELLEY FINANCIAL SOLUTION	4,38
Accs. ELEC NOR S.A.	4,02
Accs. BURFORD CAPITAL	3,59
Accs. UNIVERSAL MUSIC GROUP	3,31

Fuente: Inversis. Datos a 31/12/2023.

Como ya sabéis por años anteriores, la rotación de la cartera sigue siendo muy baja y la mayoría de nuestras principales posiciones repiten representando el 53% del total del fondo.

Dentro del top 10 de 2023 han entrado por méritos propios Elecnor y Burford Capital, compañías en las que llevamos años invertidos y que este año se han revalorizado un +84% y un +82% respectivamente.

Nuestra manera de **construir riqueza en renta variable consiste en identificar pequeñas empresas de nicho que tienen o están construyendo activos únicos** o muy difíciles de replicar, e invertir en ellas en una fase muy temprana, cuando su pequeño tamaño e iliquidez les impide a otros fondos más grandes comprarlas hasta que no han multiplicado su tamaño varias veces. Igualmente buscamos compañías donde el mercado no refleje correctamente el valor real de sus activos, bien porque permanecen ocultos dentro de un holding o porque están inmersas en situaciones especiales como spin-offs o desinversiones.

Se trata de empresas donde dedicamos toneladas de tiempo para convertirnos en uno de los fondos que más saben de ellas. El trabajo y una dosis extraordinaria de paciencia posibilitan que en su gran mayoría obtengamos el éxito deseado.

Y digo en su gran mayoría, porque me voy a equivocar en alguna de nuestras inversiones, pero en las que acertemos vamos a compensar de sobra mis errores.

En el apartado de errores del año tengo que destacar Safestyle que, aunque lo que nos quedaba era una posición marginal del fondo (0,4% a cierre de 2022), debería haber liquidado la posición por completo cuando empezamos a reducir, ya que finalmente ha entrado en disolución y liquidación.

En este caso, el error y la enseñanza han consistido en que una empresa, pese a que establezca las ventas e incluso dé un dividendo, si realmente el negocio está dañado, cualquier posibilidad de éxito es nula, que es lo que ha ocurrido aquí.

Nada de nuestra inversión en Safestyle ha funcionado bien, pese a darles el tiempo necesario, cuando claramente no lo merecían y no supe verlo.

Paso a detallaros la evolución de algunas de nuestras principales posiciones y al final comentaré de manera breve algunos de los motivos por los que hemos invertido por primera vez en Correios de Portugal (CTT).

“

Westaim es una de las señas de identidad de Azagala

”

Westaim Corp

Westaim es una de las señas de identidad de Azagala.

Compañía en la que estamos invertidos desde el lanzamiento del fondo y que en 2023 empezó a devolvernos una pequeña parte de la confianza que hemos depositado en ella durante estos años aportando una rentabilidad del 42%.

Aun siendo un retorno respetable en un solo año, la compañía sigue dando todos los pasos correctos para continuar como uno de los mayores contribuidores de rentabilidad para el fondo durante los próximos años por los siguientes motivos:

% La acción cotiza con un 60% de descuento sobre su valor de liquidación:

Westaim tiene una valoración de 350 millones de \$, mientras que si liquidamos su participación en la compañía cotizada Skyward y a ese importe le sumamos la caja que posee la compañía, obtendríamos un importe total de 560 millones de \$. En el gráfico adjunto podéis comprobar como la decisión de Westaim de no vender ni una sola acción en la OPV de enero de 2023 a 15 \$ fue totalmente acertada y como las ventas que hizo Westaim de parte de sus acciones en Skyward en julio a 23,5 \$ no alteró la tendencia alcista de la compañía, ya que en noviembre realizó una nueva venta a 30,5 \$. A cierre de 2023, Westaim todavía posee 6,9 millones de acciones de Skyward que espero que sean vendidas durante 2024 y 2025.

SKYWARD SPECIALTY TRADING PRICE AND VOLUME



- At December 31, 2022, Westaim's estimated fair value of Skyward Specialty's fully diluted common shares, using multiple valuation techniques, was determined to be \$15.00 per share
- At September 30, 2023, the Westaim's estimated fair value of the Skyward Specialty common shares held by Westaim was supported by the "SKWD" closing trading price on the Nasdaq Global Select Market of \$27.36 on September 30, 2023

Fuente: Westaim Corp. Informe trimestral de 30/9/2023.

% La acción cotiza con un 145% de descuento respecto a nuestra valoración:

en el ejercicio de valoración teórico anterior no le asignábamos ningún valor a su participación del 51% en Arena Investors y eso no es correcto, ya que estamos hablando de una gestora de fondos con 3.300 millones en activos bajo gestión y que una vez que ya ha alcanzado su punto de equilibrio, es un negocio que en los próximos años será capaz de generar márgenes estables y recurrentes del 40-50% del que se beneficiará Westaim vía distribuciones de dividendos.

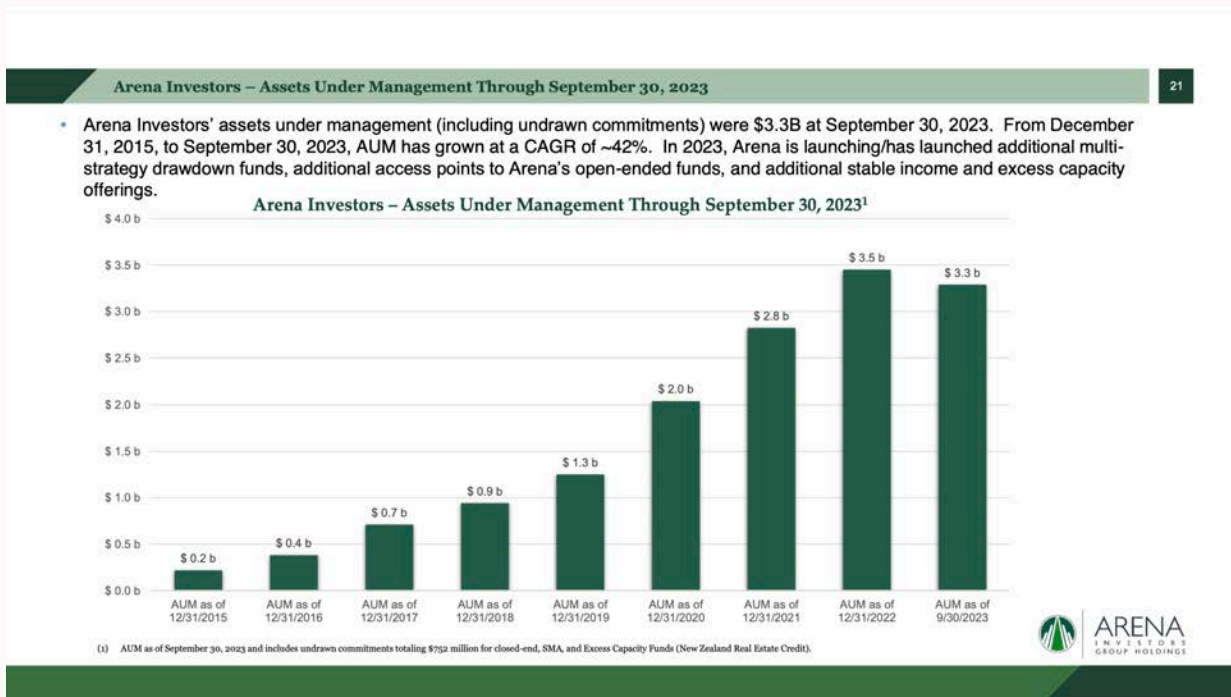


En los últimos 14 meses Westaim ha recomprado y cancelado un total de 11.617.978 acciones. Si a esa cifra le sumamos los 14.285.715 warrants anulados de mutuo acuerdo con Fairfax estamos hablando de una **reducción del 18% en el número de acciones en circulación.**

La manera en la que Westaim está recomprando acciones me parece el mejor uso del capital posible, ya que no están alterando el precio de la acción y eso supone de facto usar la mínima cantidad de dinero para recomprar un mayor número de acciones. **El resto de la caja no empleada en recompras es administrada por Arena y no puedo imaginar para ese importe que tienen en caja un mejor entorno para obtener una rentabilidad cercana al doble dígito anual compuesto durante los próximos 2-3 años.** Estimo una aportación incremental de 10-15 millones de beneficios por año.

La hoja de ruta del equipo gestor de Westaim para 2024 es clara, continuar monetizando su inversión en Skyward y con ese dinero recomprar la mayor cantidad posible de acciones propias para retribuir a los accionistas.

El futuro de la compañía a un plazo más largo reside en Arena Investors, pese a que 2023 ha sido un mal año de captaciones, en el gráfico que adjunto podéis ver como las tasas de crecimiento en activos bajo gestión han sido extraordinarios en su conjunto con una tasa de crecimiento anual compuesta del 42%.



Fuente: Westaim Corp. Informe trimestral de 30/9/2023.

Actualmente Arena Investors tiene 6 nuevos fondos con los que espera captar entre 1.500 y 2.000 millones de \$ y alcanzar una cifra total de 5.000 millones de \$ en activos bajo gestión. Alcanzar esa cifra, además de aportar márgenes incrementales de beneficio supone un reconocimiento interno en la industria, lo que le facilitaría la captación de mayores mandatos de dinero institucional.

Fundraising is oriented around campaigns and new offerings.

Historical			6 fundraising campaigns planned for 2023-24 that potentially could add \$1.5-2B AUM.*		
10/1/2019 – 1/1/2020	ECF: NZ REC I	+\$100m	Completed April 1, 2023 (majority raised in mid-2022)	ECF: NZ REC III	+\$300m
3/1/2020 – 12/31/2020	Multi-Strategy: Arena Special Opportunities Partners I (inclusive of parallel co-investments)	+\$669m	Launched May 1, 2023	Multi-Strategy: Insurance Dedicated Fund (IDF)	+\$250m
6/1/2020 – 1/1/2021	ECF: NZ REC II	+\$265m	Expected launch mid-year and continue into mid-2024	Multi-Strategy: Next closed-end fund offering	+\$1,000m
6/1/2021	SI-ABS Pilot	+\$50m	2023	Excess Capacity offering for commercial real estate bridge loans	+\$350m
7/1/2021 – 8/1/2022	Multi-Strategy: Arena Special Opportunities Partners II	+\$930m	2023	ECF: NZ REC IV	TBD
			2023-2024	SI-ABS Interval Fund	TBD

* These numbers represent rough targets and should not be considered projections.



Fuente: Westaim Corp. Presentación a inversores de 18/5/2023.

En este gráfico, podéis comprobar como en el pasado las captaciones de dinero siempre han coincidido con el periodo de lanzamiento de nuevos fondos y el éxito siempre ha sido considerable al cerrar los fondos muy por encima de los objetivos de lanzamiento iniciales.

Growth in AUM coincides with the timing of fundraising campaigns and new offerings.



(1) AUM includes undrawn commitment for closed-end, SMA, and New Zealand Real Estate Credit Partners I, II and III Funds



Fuente: Westaim Corp. Presentación a inversores de 18/5/2023.

Por último, me gustaría destacar que la alineación del equipo directivo de Arena Investors es total con Westaim, ya que están obligados a destinar una buena parte de los beneficios que reciben por su porcentaje de propiedad en Arena en comprar acciones de Westaim hasta alcanzar un porcentaje de propiedad del 19,9%.

Esas compras las deben realizar directamente en la bolsa y a precios de mercado, lo que sin ninguna duda supondrá una mayor presión compradora e incrementos en el volumen, todo ello en beneficio de los inversores actuales de Westaim.



Arena – Deal Structure Aligns Arena Management and Westaim

- Arena was founded by Dan Zwirn and Westaim in August 2015 under an arrangement designed to align Arena's senior management interests very tightly with those of Westaim and its shareholders. The principal elements of the arrangement include:
 - Funding:** Westaim would fund the start-up expenses and operating losses of Arena until profitability in order to build out an institutional quality, front and back office platform that was positioned to scale as the business grows. In 2021, the build out of the platform was largely completed, with an outstanding loan payable from Arena to Westaim at Q3 2023 of \$24 million. This loan is to be repaid before the distribution of earnings of Arena to its members (i.e. Westaim and BP LLC, a holding company owned by members of Arena's senior management team).
 - Ownership and Profit Participation:** A structure was developed by which BP LLC would effectively "Earn-In" to its ownership of Arena over time as the business reached thresholds of: (i) AUM; and (ii) trailing twelve month EBITDA margin. A profit participation would entitle the party to participate in cash distributions from Arena, while ownership would entitle the party to actual ownership of the enterprise. The following table details possible future changes to profit participation and ownership interest agreed between Westaim and BP LLC:

As at September 30, 2023

	Trailing Twelve Month Revenue (TTM) to EBITDA Margin	AUM Threshold	BP LLC		Westaim	
			Profit Percentage	Equity Ownership	Profit Percentage	Equity Ownership
(i)	<35%	< \$1 billion	49.0%	-	51.0%	100.0%
(ii)	>35%	>\$1 billion	49.0%	49.0%	51.0%	51.0%
(iii)	>50%	>\$2 billion	54.5%	54.5%	45.5%	45.5%
(iv)	>55%	>\$3 billion	60.0%	60.0%	40.0%	40.0%
(v)	>60%	>\$4 billion	67.5%	67.5%	32.5%	32.5%
(vi)	>60%	>\$5 billion	75.0%	75.0%	25.0%	25.0%

- BP LLC Investment in Westaim Shares:** As a further alignment of interests, BP LLC committed to invest 25% of the first \$100 million of pre-tax distributions received from Arena, and 12.5% thereafter to acquire Westaim common shares in the public market at the time, up to a 19.9% ownership of the outstanding Westaim common shares. Distributions are expected to commence once the outstanding loan to Westaim is repaid.
- Effective April 1, 2022, BP LLC achieved the threshold to increase its equity ownership of Arena from 0% to 49%. As a result, Westaim's equity ownership decreased from 100% to 51% to equal the share of profits.
- Once a TTM EBITDA Margin threshold is breached it is not reduced regardless of subsequent performance.

Fuente: Westaim Corp. Informe trimestral de 30/9/2023.

Es muy evidente que la situación tan favorable que presenta la compañía supone una gran oportunidad de inversión y me alegra que durante 2023 algunos fondos de mayor tamaño que el nuestro y con los que hemos compartido nuestro trabajo sobre Westaim hayan entrado en el capital con posiciones significativas en sus carteras.

EVOLUCIÓN COTIZACIÓN WESTAIM CORP



Fuente: Bloomberg.

“

El equipo directivo de IAC es de primer nivel, enfocados de manera obsesiva en la creación de valor y en la gestión de capital

”

“

El mercado no le asigna ningún valor a toda su cartera de compañías no cotizadas que en 2023 han reportado 3.000 millones en ingresos y 218 millones de EBITDA

”

Sin minusvalorar ninguno de los riesgos que existen en Westaim y que son inherentes a toda inversión, Westaim seguirá siendo, por méritos propios, una de las mayores posiciones del fondo mientras el equipo gestor continúe ejecutando su hoja de ruta con la misma precisión que hasta ahora.

Interactive Corp

IAC es un holding americano **dueño de una colección de activos digitales únicos**. Activos en **nichos de mercado gigantes**, donde tratan de explotar comercialmente actividades que pasan de realizarse de una manera tradicional (offline o presencial) a digital (online).

El **accionista mayoritario es Barry Diller** y en cualquier búsqueda en los medios se puede comprobar que es uno de los empresarios de mayor talento y éxito de los últimos 30 años en EEUU.

El **equipo directivo de IAC es de primer nivel** y está formado por profesionales con mucha experiencia enfocados de manera obsesiva en la **creación de valor y en la gestión de capital**.

El máximo exponente de esta filosofía es el CEO Joey Levin (cantera de la compañía desde 2003 y en el puesto actual desde 2015), uno de los mejores CEO de todo el sector.

Su filosofía empresarial lejos de acumular activos consiste en invertir en una época temprana en nuevos activos digitales, asegurar su crecimiento y una vez que tienen el tamaño suficiente los saca a cotizar entregando las acciones a los accionistas de IAC.

En los últimos 25 años el equipo de IAC ha llegado a generar para sus accionistas + de 100B \$ de riqueza, con una rentabilidad un 50% superior a los índices y aunque a muchos no os suene IAC seguro que si **algunas de sus transacciones más exitosas en estas grandes compañías, que una vez fueron pequeñas** y desarrolladas por ellos:

📊 Ticketmaster.

📊 Lending Tree.

📊 TripAdvisor.

📊 Expedia.

📊 Match, Tinder.

📊 Vimeo.

Durante 2022 aprovechamos las caídas en la acción para incrementar nuestra posición en la compañía de manera significativa y situarla como la mayor posición por capital invertido. En 2023, pese a haber mejorado de manera notable la generación de caja el mercado todavía está muy lejos de reflejar una valoración adecuada.

El mercado valora todas las compañías del holding IAC en 4.000 millones de \$, mientras que el valor de mercado de su participación en los casinos MGM y el marketplace ANGI, se sitúa en 4.000 millones \$, este importe no es subjetivo y es fácil de comprobar, ya que ambas compañías cotizan en bolsa.

Esto supone de facto que el mercado no le asigna ningún valor a toda su cartera de compañías no cotizadas que en 2023 han reportado 3.000 millones en ingresos y 218 millones en EBITDA.

“

MGM ha reducido el número de acciones en circulación un 14% en 2023, un 35% desde 2020 mientras continúa cotizando por debajo de 5 veces EV/EBITDA

”

Un pequeño ejemplo que demuestra que todos los activos de esa cartera tienen valor lo encontramos en febrero de 2024 cuando tuvo lugar la venta de Mosaic por un importe de 160 millones de \$.

En 2024 tenemos múltiples catalizadores que puedan desbloquear una buena parte del valor oculto que tiene la compañía como son:

- 📈 **Subidas en la cotización de MGM y ANGI** como consecuencia de incrementos en ingresos y márgenes y a través de las recompras de acciones que están ejecutando. Es muy relevante el caso de MGM que ha reducido sus acciones en circulación un 14% en 2023, un 35% desde 2020 mientras continúa cotizando por debajo de 5 veces EV/EBITDA.
- 📈 **Recuperación del mercado de publicidad digital** que afecte positivamente a la generación de caja de Dotdash Meredith tras alcanzar un nivel en 2023 de equilibrio en ingresos que ya le permite márgenes incrementales del 50-60% en sus ingresos adicionales.
- 📈 La **posición de caja cercana a 1.000 millones de \$ en el holding** puede ser empleada mediante un programa de recompras agresivo o empleado en compras de participaciones en compañías cotizadas como hizo en 2020 en MGM.
- 📈 **Salida a bolsa de la compañía TURO**, donde IAC tiene en propiedad más del 30% y que el mercado valora a 0. Adjunto un detalle del crecimiento en ingresos y beneficios operativos de la compañía para que comprobéis la ventaja que tenemos al poseer una parte de TURO gratis.

Year ended December 31, (in thousands, except per share amounts)

	2019	2020	2021	2022	2023
Consolidated statements of operations data:					
Net revenue	\$ 141,689	\$ 149,905	\$ 469,047	\$ 746,592	\$ 879,676
Costs and expenses					
Cost of net revenue	97.598	96.716	199.988	341.510	427.103
Operations and support	15.400	13.082	33.546	64.286	81.103
Product development	26.649	17.749	33.269	55.082	69.377
Sales and marketing	57.845	20.037	52.713	111.297	127.985
General and administrative	49.428	58.039	102.975	140.597	160.399
Total costs and expenses	246,920	205,623	422,491	712,772	865,967
(loss) income from operations	(105,231)	(55,718)	46,556	33,820	13,709
Other income and (expense), net					
Change in fair value of redeemable convertible preferred stock warrant	5.181	(41.934)	(85.238)	50.724	(6.431)
Interest income	1.770	936	22	5.317	18.316
Other (expense) and income, net	(232)	(281)	(616)	566	(774)
Other income and (expense), net	6.719	(41.279)	(85.832)	56.607	11.111
(Loss) income before provision for income taxes	(98.512)	(96.997)	(39.276)	90.427	24.820
Provision for (benefit from) income taxes	47	86	1.106	(64.237)	10.108
Net (loss) income	(\$ 98.56)	(\$ 97.08)	(\$ 40.38)	\$ 154.66	\$ 14.71
Add: net loss attributable to non-controlling interests				870	907
Net (loss) income for Turo Inc.	(98.559)	(97.083)	(40.382)	155.534	15.619
Deemed dividend attributable to tender and repurchases of preferred stock	(17.081)			(653)	

Fuente: SEC. Documento previo de salida a bolsa de fecha 5/3/2024.

“

Nekkar es una compañía noruega fundada por la familia Skeie, y a cierre de 2023 capitaliza 1.000 millones de coronas noruegas

”

Solo con que se cumpla alguno de los hitos que os acabo de describir, tendrá de manera automática un impacto positivo en el precio de la acción y comenzará a reflejarse parte del valor oculto que atesora la compañía a día de hoy.

Tengo plena convicción que IAC será uno de los mayores generadores de rentabilidad en Azagala durante los próximos periodos.

Nekkar

Nekkar es una compañía noruega fundada por la familia Skeie en los años 60⁵, cotiza en la bolsa de Oslo desde 1995 y a cierre de 2023 capitaliza 1.000 millones de coronas noruegas, unos 90 millones de euros al cambio y que incorporamos al fondo en 2019 cuando apenas superaba los 250 millones de coronas noruegas y cotizaba a 3 veces beneficios.



År 1966 den 15. mars ble holdt konstituerende generalforsamling i TOTAL TRANSPORTATION SYSTEMS (INTERNATIONAL) A/S

Til stede som stiftere var:
 Munck International A/S, Møllendalsveien 61, Bergen,
 v/direktør Fredrik Munck,
 Sverre Munck A/S, Møllendalsveien 61, Bergen,
 v/direktør Oskar Munck,
 Fredrik Munck, Kjøpperåsen 23, Hop 1 Fana
 Oskar Munck, Fjellveien 131, Bergen

Man ble enige om følgende stiftelsesoverenskomst:

Total Transportation Systems (International) A/S skal ha til formål å drive konsulent- og prosjekteringsvirksomhet.

Aksjekapitalen skal være kr. 50.000,- fordelt på 50 aksjer á kr. 1.000,- innbetalt kontant og lydende på navn.

Forretningskontoret skal være i Bergen. Styret består av inntil 4 medlemmer og velger selv sin formann. Styret kan meddele prokura. Formannen eller to av styremedlemmene i fellesskap tegner firmaet.

Da stiftelsesoverenskomsten var enstemmig vedtatt, ble tegnet følgende aksjer:

Munck International A/S	47 aksjer á kr. 1.000	kr. 47.000,-
Sverre Munck A/S	1 aksje " " 1.000	" 1.000,-
Oskar Munck	1 " " 1.000	" 1.000,-
Fredrik Munck	1 " " 1.000	" 1.000,-
50 aksjer		kr. 50.000,-

First decade 1966-1975

Emerging from a small family enterprise that produces cranes, Total Transportation Systems is established in 1966. The name is later shortened to TTS.

TTS becomes the first Norwegian company that acts on the improved relations between China and the West, and signs its first contract with China State Shipbuilding Corporation in 1974.

lige aksjer således var tegnet, erklærte konstituert.

deretter vedtatt følgende vedtekter:

§ 1.

Transportation Systems (International) med begrenset ansvar hvis formål er konsulent- og prosjekteringsvirksomhet. Forretningskontoret er i Bergen.

5 En 1966 el nombre fundacional fue Total Transportation System TTS y en 2019 se cambió a Nekkar.

“

Ser líder de un oligopolio, permite que sus ingresos sean predecibles y que tenga unos márgenes de beneficio superiores al 20%

”

Como sabéis por mis cartas anteriores, es una de las empresas donde más rentabilidad hemos generado y donde más a gusto me siento invertido por los siguientes motivos:

- 1.- Tiene una **familia muy inteligente al frente**, la familia Skeie es dueña de más del 30% de las acciones y desde su salida a bolsa en el año 1995 han demostrado junto al equipo que dirige el día a día de la compañía una gran capacidad para gestionar el negocio de manera correcta y realizar una muy buena gestión del capital.
- 2.- **Es líder de un oligopolio** con altas barreras de entrada y a través de su marca Syncrolift ejerce una posición de dominio en el mercado de instalaciones de elevadores para barcos que le permite obtener el 50-60% de las nuevas instalaciones que se licitan cada año.

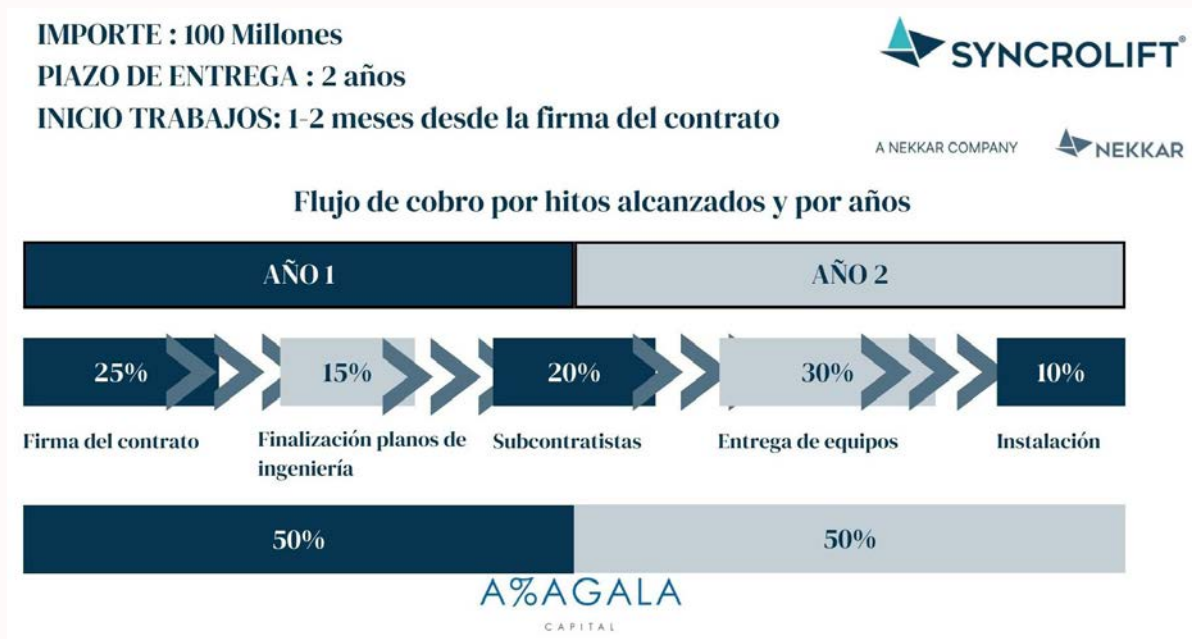
Ser líder de un oligopolio, permite que sus ingresos sean predecibles (2 años de cartera de pedidos) y que tenga unos márgenes de beneficio superiores al 20%.

Esta ventaja competitiva en Syncrolift hace que los resultados de Nekkar sean como un reloj suizo, entregando ingresos y beneficios de manera predecible cada año desde nuestra primera inversión en la compañía.

Para entender bien en detalle hasta qué punto son predecibles los ingresos de Nekkar me gustaría mostraros en detalle cómo es el proceso que lleva a cabo Syncrolift durante los 2 años que tarda su instalación y cómo adecua los cobros a los clientes para reducir al mínimo tanto el consumo interno de caja como un posible riesgo de impago.

En el diagrama de flujos adjunto podéis comprobar como llegado el momento de la instalación del Syncrolift en el astillero Nekkar, ya habría recibido el 90% del importe total.

EJEMPLO DE UNA INSTALACIÓN TIPO



Fuente: elaboración propia.

“

Nekkar cotiza a un múltiplo de 7-8 veces o lo que es lo mismo una inversión que al precio actual nos aporta un retorno anual del 15%

”

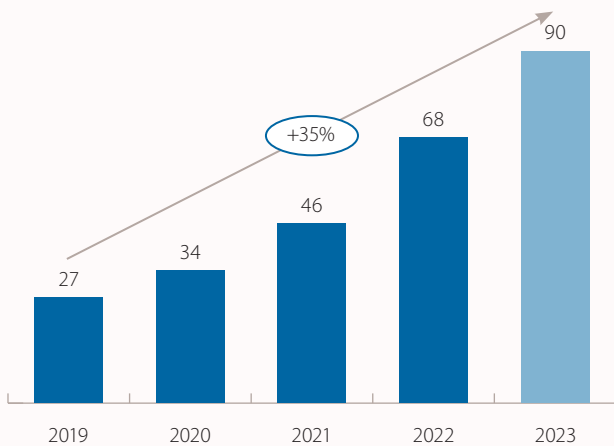
Desde 2019 Syncrolift ha hecho crecer las ventas y los beneficios de Nekkar a tasas del 21% y 25% respectivamente, lo que le ha permitido multiplicar sus ventas x 2 y sus beneficios x3.

Durante los próximos años, Nekkar, solo con la cartera de pedidos que tiene a fecha de hoy, va a presentar cada año ventas de 500-600 millones (575 millones en 2023) con un beneficio de 100-120 millones. Si descontamos la caja de la cotización, nos encontramos que cotiza a un múltiplo de 7-8 veces o lo que es lo mismo una inversión que al precio actual nos aporta un retorno anual del 15%.

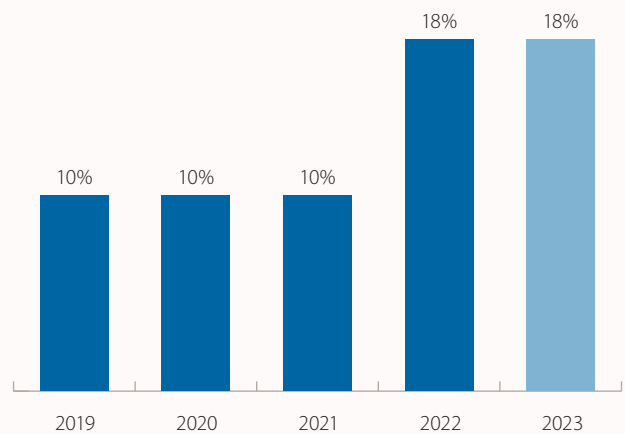
Adicionalmente, desde que nos convertimos en accionistas, la compañía está aumentando el peso de los contratos de servicios y mantenimiento, que suponen ya el 18% de las ventas en 2023 con unos márgenes superiores al de las nuevas instalaciones. Convirtiendo las ventas de ejercicios posteriores cada vez en resultados más estables y predecibles.

SERVICE REVENUES CONTINUE TO GROW

SERVICE REVENUES



SERVICE AS % OF TOTAL REVENUES



Fuente: Nekkar. Informe trimestral de 15/2/2024.

“

El valor añadido de invertir en estas compañías no está solo en detectarlas antes que otros fondos más grandes las puedan comprar, sino en dedicar todo el tiempo que sea necesario para aprender todo sobre el negocio y así anticipar el éxito futuro de la compañía

”

El valor añadido de invertir en estas compañías no está solo en detectarlas antes que otros fondos más grandes las puedan comprar, sino en dedicar todo el tiempo que sea necesario para aprender todo sobre el negocio y así anticipar el éxito futuro de la compañía.

La única manera de poder averiguar si una empresa como Nekkar tendrá éxito más allá de la duración actual de su cartera de pedidos reside en averiguar cuántos proyectos de licitación de elevadores se van a construir en el sector durante los próximos años y de entre todos ellos confirmar en cuántos podrá participar Syncrolift.

Haber desarrollado durante años una red de contactos y un proceso de análisis exhaustivo nos permite conocer esa información y confirmar que Syncrolift participa en al menos 17 nuevas licitaciones para astilleros comerciales, a las que habría que añadir las de los astilleros de defensa, pero estos suelen mantenerse de forma confidencial.

En la tabla adjunta podéis comprobar en detalle cada una de las licitaciones en las que tenemos confirmado que Nekkar participa:

POTENTIAL SYNCROLIFT CONTRACTS

Confirmed	Size	Number	Country	Name	Info / Easy link
SI	5500	1	AUSTRALIA	Darwin	https:// https:// https:// https://
SI	ND	2	AUSTRALIA	Henderson	https://
SI	3000 tonnes	3	AUSTRALIA	Brisbane	https:// https://
SI	5000 tonnes	4	CHILE	Asmar	https:// https://
SI	1000 tonnes	5	GREECE	Kanamat - Rhodas	https:// https://
SI	ND	6	MARRUECOS	Dakhla	https:// https:// https://
SI	5000 tonnes	7	AUSTRALIA	Cairns	https:// https:// https:// https:// Constru Subcon https://
SI	25000 tonnes	8	ARABIA SAUDI	Ras Al-Khair	https:// King Sal https:// https://
SI	ND	9	SOUTH AFRICA	Bayhead - Durban	Request Dry Doc https:// https://
SI	ND	10	SOUTH AFRICA	Saldanha Bay Industrial Development	https:// installin https:// https:// 3,5B RA
SI	ND	11	ECUADOR	ASTINAVE - GUAYAQUIL	https://
NO	ND	12	INDIA	Seabird Phase IIA Naval Air Station, Karwar, Karnataka	https://
NO		13	BRASIL	Different proposals /ARATU NAVAL BASE (SELENA) y DETROIT en SANTA CATARINA	https://
NO		14	COLOMBIA	COTECMAR Shipyard in Cartagena	https://
SI		15	NORWAY	Haakonsværn / Ramsdøl	https:// referenc https://
NO		16	PHILIPPINES	Ormoc/Leyte	https://
SI		17	CANADA	Confirmed Nov but not yet disclosed	Ole con https:// https:// https://
NO		No funding	ITALIA	Adriatic Green Shipyard in Brindisi	https://
SI	20000 tonnes	No funding	ESPAÑA	GRANADILLA	https:// https:// https://

CONFIDENCIAL

Fuente: elaboración propia.

“

El 22 de enero de 2024, Nekkar confirmó la adjudicación de un nuevo contrato en Chile por un importe inicial de 5 millones de dólares y que puede alcanzar un total 29 millones de dólares

”

Recientemente, el 22 de enero de 2024⁶ Nekkar confirmó la adjudicación de un nuevo contrato en Chile (identificado en nuestra tabla con el número 4) por un importe inicial de 5 millones de dólares y que puede alcanzar un total 29 millones de dólares que transformado en coronas noruegas supone un importe de 300 millones.

Descubrir la existencia de ese contrato es parte de nuestro trabajo y marca la diferencia cuando una acción cotizaba a 3 veces beneficios y, lograr un solo contrato de los 17 posibles, representa el 50% de las ventas de un año y un 30% del total de su cartera de pedidos.



3. COSTOS DE INVERSIÓN

Los costos de inversión desglosados de las distintas partidas que forman las alternativas de levante de las embarcaciones, el mejoramiento de los suelos y pavimentos en el patio de varada; y de la transferencia terrestre de las embarcaciones se presentan en los acápites §3.1, §3.2 y §3.3.

En §3.4 se presenta el costo de inversión de construir la solución total que permitiría a ASMAR (T) realizar el levante y transferencia de las naves, considerando todas las alternativas evaluadas.

3.1 Costos de inversión de las alternativas

3.1.1 Sistema Syncrolift

En la Tabla 3-1 se presenta un resumen del Capex correspondiente a las obras y equipos del Sistema Syncrolift.

Tabla 3-1: resumen capex sistema syncrolift.

Detalles Costo	Horas Hombre		Total Horas	Costo (KUSD)		Total Costo (KUSD)
	Directa	Sub Contrato		Materiales & Equipos	Instalación & Sub Contrato	
Costos Directos						
Equipos Operación Planta			-	5,634		5,634
Materiales	117,663		117,663	3,470		3,470
Costo Mano de Obra					4,962	4,962
Subcontratos					-	-
Equipos de Construcción y Montaje					2,348	2,348
Subtotal Costos Directos	117,663	-	117,663	9,104	7,310	16,414
Costos Indirectos						
Distribuides del Contratista		29,416	29,416	-		-
Fletes (% sobre Equipos Ó. y Materiales)					903	903
Vendor Representantes					175	175
Repuestos					338	338
Campamento y otras instalaciones					1,237	1,237
Servicios a la construcción (alimentación y alojamiento)					981	981
Servicios EPC	16,414		16,414		821	821
Subtotal Costo Indirecto	-	45,830	45,830	-	4,455	4,455
Total Costos					11,765	20,869
Contingencia						
Contingencia (13% sobre Costos Directos & Indirectos)						2,713
Contingencia Programa de Construcción						
Contingencia Programa EPCM						
Total Contingencia						2,713
TOTAL COSTO PROYECTO	117,663	45,830	163,493	9,104	11,765	23,582
LIMITE INFERIOR						18,865
VALOR ESPERADO						23,582
LIMITE SUPERIOR						30,656

3.1.1.1 Costos directos

La estimación de los precios corresponde al alcance de un contratista de envergadura, con buen respaldo técnico, experiencia y equipos propios. Los costos directos incluyen los siguientes ítems:

- **Materiales.**
 - Suministro y fabricación de estructuras metálicas Syncrolift® Shiplift Platform (estructura plataforma, rieles, estructura miscelánea y conexiones).
 - Maderas para plataforma, durmientes y cunas de apoyo.
 - Suministro y fabricación de estructuras metálicas del puente para Syncrolift® Shiplift Equipment (estructura plataforma, pilotes, estructura miscelánea y conexiones).
 - Concretos plataforma de puente para Syncrolift® Shiplift Equipment.

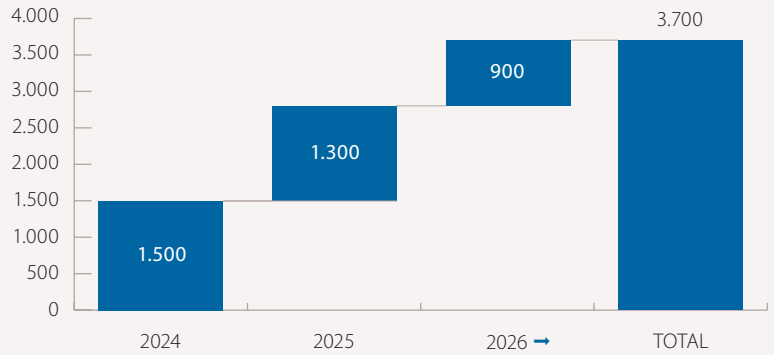
Fuente: informe de alternativas. PRDW 2018.

Es verdad que puede sorprender la magnitud de las cifras, pero lo que es más relevante es que existen al menos otros 16 contratos con posibilidades reales de ser ganados por Nekkar.

En esta diapositiva de Nekkar tenéis la confirmación de la compañía con las cifras del mercado potencial de nuevas instalaciones que salen a licitación, un total de 3.700 millones de coronas noruegas durante los próximos años.

6 <https://nekkar.com/news/nekkar-asa-letter-of-award-for-shiplift-project-to-syncrolift>

TENDER PIPELINE, NEWBUILD/UPGRADES BY YEAR OF CONTRACT AWARDS

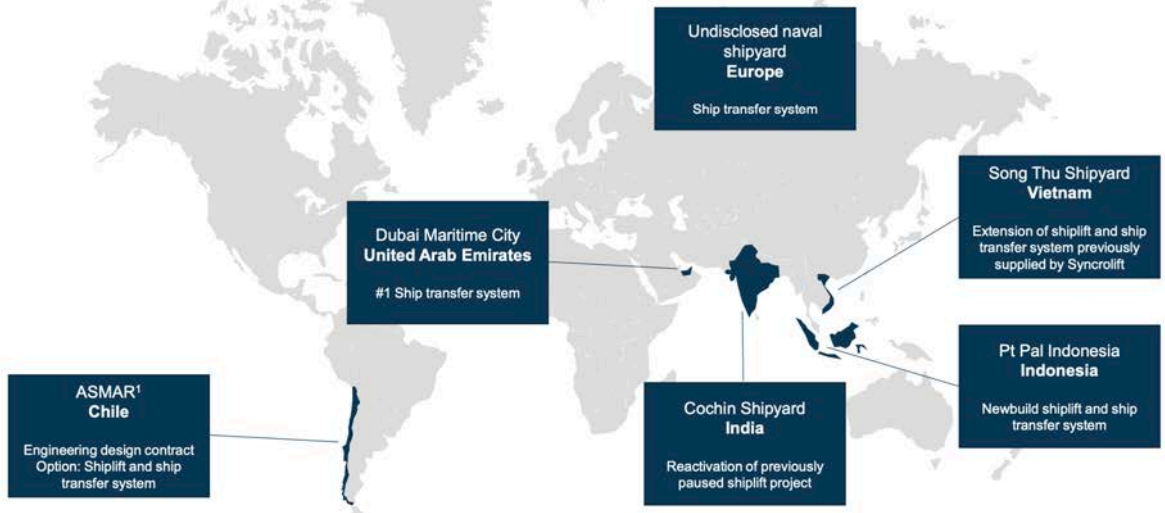


Fuente: Nekkar. Informe trimestral de 15/2/2024.

Y aquí, los contratos ganados durante 2023:

Contract wins in past year emphasise Syncrolift’s global reputation and competitiveness

Total secured contract value: MNOK~300



Fuente: Nekkar. Informe trimestral de 15/2/2024.

“

Nekkar no tiene deuda, y si una posición muy importante en caja que supone el 20-30% de la capitalización de la compañía en bolsa

”

Solo con lograr el 50% de estos nuevos contratos (su media histórica está en torno al 60%) Nekkar duplicaría sus ventas anuales y triplicaría su cartera de pedidos.

3.- Nekkar no tiene deuda, y si una posición muy importante en caja que supone el 20-30% de la capitalización de la compañía en bolsa. Esa caja, que se ha ido generando con los beneficios de ejercicios anteriores y se destina desde hace años a desarrollar sus divisiones más incipientes que **atacan nichos adyacentes muy grandes** (Automatización, Acuicultura y Renovables) de una manera disruptiva.

📊 **Automatización:** En 2023 esta división contribuyó con 34 millones en ingresos y 6 millones de EBITDA.

📊 **Acuicultura:** Posee en propiedad un 39% de Fiizk con un objetivo de ventas para 2024 de 300 millones.

📈 **Renovables:** Con su prototipo Skywalker ha creado una solución para reducir los costes de instalación y mantenimiento de los aerogeneradores. Solo en Europa, se instalan al año 1.000 nuevos aerogeneradores y en 2030 habrá un parque de más de 10.000 instalaciones que requerirán de mantenimiento y sustitución de piezas. Proyecto que ha recibido una subvención pública de 75 millones de coronas noruegas del que no esperamos una aportación comercial hasta 2026.

📈 **Techano Oceanlift:** División que nace tras la adquisición en marzo de 2023 de un especialista en equipamiento de grúas y que ha contribuido este año con 30 millones de coronas noruegas y 1 millón de EBITDA.

Durante 2022 aprovechamos una caída de la acción del 42% para aumentar significativamente nuestra inversión en la compañía y en 2023 hemos visto los beneficios de confiar en nuestro proceso de estudio y análisis, y no en las reacciones del mercado. En el gráfico adjunto podéis comprobar como vuelve a estar en zona de máximos de nuevo en 2023.

COTIZACIÓN NEKKAR



Fuente: Bloomberg.

Tengo la convicción que todo lo mejor de Nekkar está por llegar y que durante 2024 se desbloqueará una buena parte de la infravaloración con la que cotiza la acción gracias a la licitación de nuevos contratos.

Hasta ese momento, nos beneficiamos como accionistas del programa de recompra que inició la compañía en agosto de 2023 y que hasta el momento lleva compradas un total de 2.082.696 acciones por un importe de 18,3 millones de coronas noruegas.

“

Clarus ha sido uno de los mayores detractores de rentabilidad del fondo durante los 2 últimos años

”

“

La cotización actual de Clarus representa un 50% de descuento frente al rango más bajo de valoración y un 75% frente a la media de su sector

”

Clarus Corp

Clarus es otra de las señas de identidad del fondo, ya que es una compañía en la que permanecemos invertidos desde el lanzamiento del fondo.

Durante los 2 últimos años, Clarus ha sido uno de los mayores detractores de rentabilidad de Azagala borrando de un plumazo las ganancias que generó esta inversión en los primeros años.

Como sabéis bien, nuestra tesis de inversión se basa en la calidad de las marcas que posee Clarus y la capacidad de Warren Kandors de convertir esas marcas de nicho en marcas globales.

Nuestra tesis de inversión en la compañía no se ve alterada por la reacción que tenga la acción en función de que uno o varios resultados trimestrales gusten más o menos al mercado.

He descrito en profundidad el modelo de negocio de Clarus y la situación especial que presentaba la compañía en 2023 en mis cartas. Cualquier partícipe que desee acceder de nuevo a ellas, las puede encontrar aquí:

📄 Noviembre de 2023, página 7.
https://andbank.es/boutiquehub/wp-content/uploads/2023/11/Azagala_Carta_Trimestral_noviembre_2023.pdf

📄 Febrero de 2023, página 9.
https://andbank.es/boutiquehub/wp-content/uploads/2023/02/Azagala_Carta_Trimestral_Febrero_2023.pdf

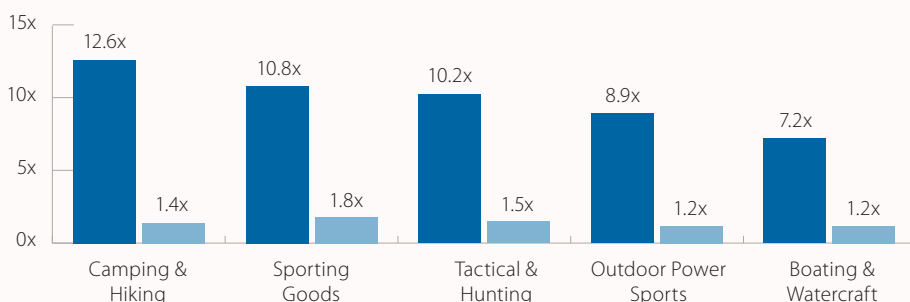
Recientemente, el pasado 29 de febrero de 2024 se comunicó el cierre definitivo de la venta de la división de munición por un importe de 175 millones de dólares⁷ (frente a los 160 millones iniciales que yo tenía en mi valoración) desbloqueando así, la situación especial que presentaba la compañía y que todavía el mercado no ha recogido en el precio de la acción pese a pasar de tener 140 millones de deuda a una situación de 43 millones en caja.

Las transacciones que se hacen en mercado sobre las empresas de este sector se valoran con un múltiplo de entre 1 y 2 veces sus ventas. **La cotización actual de Clarus representa un 50% de descuento frente al rango más bajo de valoración y un 75% frente a la media de su sector.**

CAMPING & HIKING SEGMENT COMMANDS HIGHEST VALUATIONS

Premium multiples have continued to be awarded to high-quality, privately-owned sector players.

Camping & Hiking targets have led M&A pricing, with an average multiple of 12.6x EV/EBITDA from 2017-YTD 2023. The Sporting Goods segment has followed with an average multiple of 10.8x EV/EBITDA.



Fuente: Capstone Partners 2023 Market Update.

⁷ <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/281/clarus-completes-sale-of-precision-sport-segmentto-jdh>

CAMPING & HIKING

Company	Price	%52 Wk	Market	Enterprise	LTM			EV/LTM	
	06/02/23	High	Cap	Value	Revenue	EBITDA	Margin	Revenue	EBITDA
Camping World Holdings, Inc.	\$ 26.95	79.3%	\$ 1198.4	\$ 4,755.6	\$ 6,791.5	\$ 698.5	10.3%	0.7x	6.8x
Clarus corporation	\$ 8.27	28.20%	\$ 307.6	\$ 453.1	\$ 432.2	\$ 43.8	10.1%	1.0x	10.3x
Dorel Industries Inc.	\$ 3.41	63.6%	\$ 109.2	\$ 487.1	\$ 1,475.4	NM	NA	0.3x	NM
Johnson Outdoors Inc.	\$ 58.86	80.2%	\$ 598.2	\$ 546.1	\$ 780.7	\$ 65.7	8.4%	0.7x	8.3x
Thule Group AB (publ)	\$ 25.94	86.1%	\$ 2,712.2	\$ 2,989.1	\$ 901.0	\$ 154.9	17.2%	3.3x	19.3x
YETI Holdings, Inc.	\$ 36.96	67.0%	\$ 3,202.6	\$ 3,190.4	\$ 1,604.4	\$ 168.0	10.5%	2.0x	19.0x

Mean	1.3x	12.7x
Median	0.9x	10.3x
Harmonic mean	0.8x	10.7x

Fuente: Capstone Partners 2023 Market Update.

“

La venta de la división de munición ha generado un retorno para Clarus de 270 millones de dólares frente a los 132 millones invertidos

”

Con la valoración actual de la compañía (145 millones de dólares) es muy posible que el mercado esté cometiendo dos errores que suelen ser muy comunes cuando se trata de pequeñas compañías:

- 1.- Infravalorar la capacidad de las compañías para generar beneficios en la parte baja del ciclo y proyectar que no aumentarán cuando el entorno económico se normalice.
2. Minusvalorar a Warren Kanders y su capacidad para generar valor para sus accionistas. Aquí algunos hitos a destacar sobre la gestión de alguien tan experimentado como Kanders:
 - 📊 La venta de la división de munición ha generado un retorno para Clarus de 270 millones de dólares frente a los 132 millones invertidos.
 - 📊 La demanda contra el fondo HAP Trading por incumplimiento de la normativa de la SEC sigue adelante y en el caso de tener éxito puede suponer una entrada de caja de 46 millones⁸. A esa demanda se van a sumar otras 2 adicionales contra Parallax Volatility Advisers y Caption Management por un importe que todavía no se ha hecho público.
 - 📊 Clarus ha rechazado ofertas por Rhino-Rack por un importe similar al que se pagó por ella en 2021. Esto **supone valorar una de las 2 divisiones de Clarus que representa el 30% de las ventas, un 43% por encima de la valoración actual de Clarus asignando además una valoración a Black Diamond de 0.**
 - 📊 **Tras la publicación de resultados del último trimestre de 2023, los 2 accionistas mayoritarios, Warren Kanders y Greenhouse Funds, han anunciado su intención de incrementar un 13,1% su participación en la compañía hasta el 26,7% y 15% respectivamente⁹.**

8 <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/278/clarus-reports-status-of-hap-trading-short-swing-profit>


9 <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/285/clarus-board-of-directors-approves-two-of-its-top>

“


Con el tiempo necesario Clarus será capaz de generar entre 1 \$ y 2 \$ de caja por acción lo que llevará la cotización a niveles de 15 \$-20 \$ frente a los 5 \$-6 \$ que tiene el precio de la acción a fecha de esta carta

”

THE NEW CLARUS
CLARUS



Black Diamond
OUTDOOR: DESIGNS, MARKETS AND SELLS EQUIPMENT AND SOFT GOODS FOR CLIMBERS, MOUNTAINEERS, HIKERS AND SKIERS



RHINO-RACK TRED MAXTRAX
ADVENTURE: DESIGNS, MARKETS AND SELLS AUTOMOTIVE AFTERMARKET EQUIPMENT & ACCESSORIES FOR OUTDOOR ADVENTURES

OUTDOOR & ADVENTURE BUSINESS

- Positioned for growth and enhanced profitability in 2024 and beyond
- New, experienced leadership at the operating-company level
- Optionality with debt-free balance sheet and +\$40mm of cash

2024 GUIDANCE

- Net Sales: \$270mm to \$280mm
- Adj. EBITDA: \$16mm to \$18mm
- Capex: \$4mm to \$5mm
- Free Cash Flow: \$18mm to \$20mm

PAGE 4

LONG RANGE TARGETS: CLARUS CONSOLIDATED
CLARUS

	2023	2024	2025	2026
NET SALES	\$286M	\$275M	\$330M	\$375M
EBITDA %	0%	6.2%	10%	13.1%
OpCo ADJ. EBITDA	\$12.1M	\$28.3M	\$43.0M	\$59.0M
CORP. COSTS (EXCL. NON-CASH)	(\$10.9)	(\$11M)	(\$10M)	(\$10M)
ADJ. EBITDA	\$1.2M	\$17M	\$33.0M	\$49.0M
CASH FLOWS	\$26.2M*	\$18M - \$20M	~ 85% EBITDA	~ 85% EBITDA

* INCLUSIVE OF PRECISION SPORTS

PAGE 50

Tengo plena convicción que con independencia de la volatilidad que tenga la acción en momentos puntuales tiene un suelo en la valoración y que existen muchos catalizadores que a medida que se vayan activando tendrán su reflejo en la cotización, el más importante de ellos será la recompra de acciones que ejecutará la compañía una vez que el negocio recupere un entorno más favorable para sus divisiones.

Todo lo que os he descrito es el presente de la compañía, pero no quisiera terminar mi comentario sobre Clarus sin mostraros dos diapositivas sobre el futuro de la compañía para los próximos años.

Con el tiempo necesario Clarus será capaz de generar entre 1 \$ y 2 \$ de caja¹⁰ por acción lo que llevará la cotización a niveles de 15 \$-20 \$ frente a los 5 \$-6 \$ que tiene el precio de la acción a fecha de esta carta.

10 Flujo de Caja Libre, medido como EBITDA - Capex.

“

Correios de Portugal es el tipo de empresa que todo gestor de fondos desearía tener en su cartera

”

Correios de Portugal - CTT

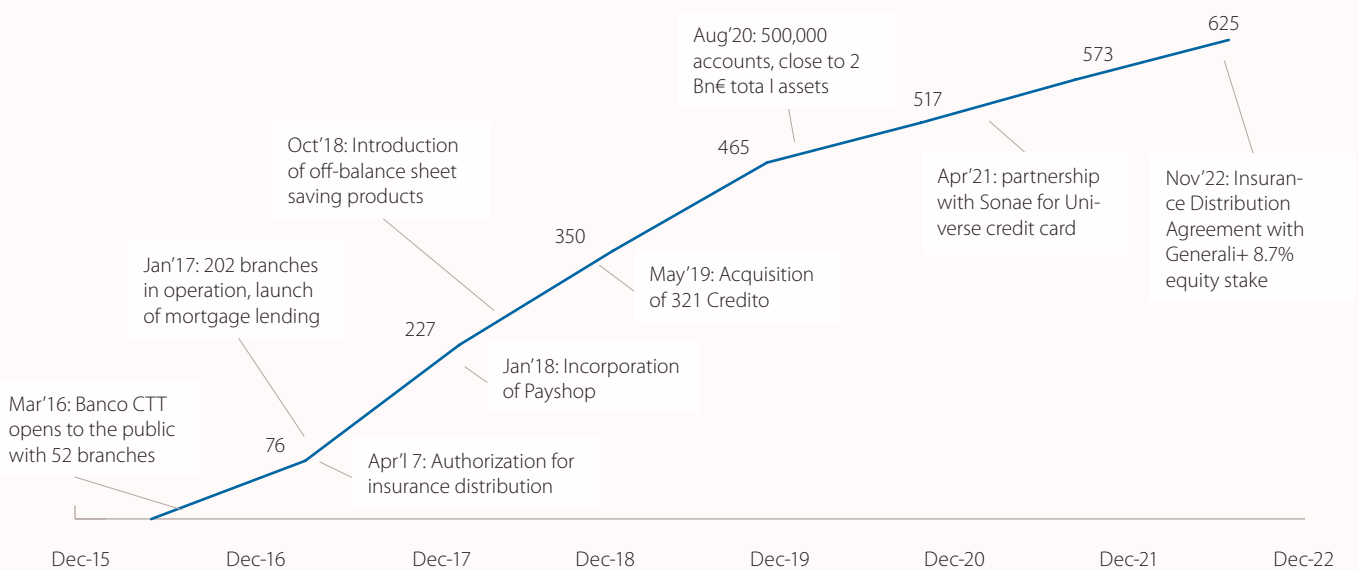
Correios de Portugal es el tipo de empresa que todo gestor de fondos desearía tener en su cartera.

Este es un pequeño resumen a modo de esquema con las cualidades principales que nos han llevado a invertir en CTT.

- 1.- Es una empresa única con una larga historia detrás,** que en este caso se remonta hasta 1520, lo que la convierte en una de las marcas más antiguas y de mayor reputación¹¹ en Portugal.
- 2.- Tiene fuertes ventajas competitivas:** ser dueña del monopolio del servicio postal universal le permite entrar con mayor facilidad en nichos adyacentes, lo que le ha llevado a convertirse en la mayor empresa de distribución de Portugal.
- 3.- Es dueña de una marca de prestigio:** CTT sea una de las marcas mejor valoradas de Portugal¹², esto le permite crear nuevos productos y servicios.

Banco CTT³ ha logrado 637.000 clientes y 2.717 millones de euros en depósitos desde su lanzamiento.

BANCO CTT IS THE FASTEST GROWING BANKING FRANCHISE IN PORTUGAL (THOUSAND)



From zero to 625,000 current accounts in 7 years

Fuente: CTT. Reunión con inversores 28/9/2023.

11 In 2022, CTT was for the 15th time distinguished as a Trusted Brand of the Portuguese, in the study carried out by the magazine Seleções Reader's Digest. The Company was once again the leader in the "Mail and Logistics Services" category, this time with 89% of the votes, compared to the 81% of votes received the previous year.

12 OnStrategy released a study in which it distinguishes the CTT Brand as a leader in terms of Reputation, in the Professional Services category. In the RepScore study, CTT received a score of 73.3 points, on a scale of 0-100.

13 For the second consecutive year, Banco CTT was considered "Five Stars" by the Portuguese, in the category "Banking - Customer Service", according to a survey by Five Stars Consulting Portugal which reported a 74.4% satisfaction rate. This score compared positively with the performance of five other banking institutions, with Banco CTT standing out in the Satisfaction, Recommendation, Brand Trust and Innovation criteria.

4.- No depende de un solo producto o servicio para generar ingresos y beneficios.

Growth driven by transformation



CTT financial data – FY22
C million; (%) change vs. prior year

Business units
C million; (%) change vs. prior year



64

Fuente: CTT. Santander Iberian Conference. 31/1/2024

5.- La valoración actual no recoge la positiva evolución de la compañía: la cotización en 2023 está en los mismos niveles que tenía en 2018, cuando se inició el proceso de transformación de la compañía con el actual equipo directivo, mientras que el beneficio de la compañía se ha multiplicado x 2 durante este periodo.

■ CTT Correios de Portugal (LIS) Abrir: 3,53 | Alto: 5,21 | Baixo: 1,80 | Fechar: 3,59



Fuente: CTT.

“

La cartera de inmuebles y su participación en Banco CTT justifican esa valoración permaneciendo a nuestro favor el resto de negocios que son capaces de generar entre 50 y 70 millones de euros de beneficio por año

”

6.- El valor de liquidación de sus activos nos protege ante caídas en la acción:

durante 2023 hemos construido nuestra posición con una valoración de la compañía inferior a 460 millones de euros. En mi opinión, solo la cartera de inmuebles y su participación en Banco CTT justifican esa valoración permaneciendo a nuestro favor el resto de negocios que son capaces de generar entre 50 y 70 millones de euros de beneficio por año.

En noviembre de 2023 pude visitar algunos de los activos inmobiliarios de la compañía y comprobar cómo el cambio de modelo que está llevando a cabo la compañía, al pasar de rutas fijas (correo) a rutas flexibles (paquetería), facilita la venta de edificios en zonas prime y sustituirlos por un alquiler en centros logísticos en las afueras. Esto no solo supone una entrada de dinero en la compañía por la venta de inmuebles sino una racionalización y automatización de procesos que conlleva una importante reducción de costes. Este proceso de mejora en los márgenes no tiene un efecto inmediato, pero sí será progresivo en el tiempo y el impacto irá llegando a la cuenta de resultados.

7.- Existe un firme compromiso por parte del Consejo y la dirección de la compañía por aflorar el valor oculto de la compañía,

la compañía está ejecutando de manera correcta todo lo que ha ido anunciando durante estos años para reducir el descuento con el que cotiza la acción y mejorar la retribución que recibe el accionista mediante la venta de negocios y activos no estratégicos, el incremento del dividendo y las recompras de acciones.

Growing dividend combined with opportunistic SBB



Shareholder remuneration principles¹ disclosed at the CMD2022

Committed to improve shareholder remuneration while maintaining financial flexibility, subject to the following key principles:

- i. enable **investment in business growth** to emerge as a reference Iberian player in logistics and e-commerce;
- ii. **implement an attractive shareholder remuneration policy**, providing an adequate source of income for its shareholders, and
- iii. **combine recurrent, dividend-based, with opportunistic SBB** and subsequent cancellation of shares, in the presence of adequate market conditions.

Targeting to **pay between 35 and 50% of net profit** in recurring dividends, subject² to:

- market conditions
- a suitable financial and accounting context of CTT's balance sheet, and
- the applicable legal and regulatory terms and conditions

Dividends

✓ Dividend of **€0.125 per share** for the 2022 financial year approved in the AGM and paid in May 2023

DPS



Share buyback

- ✓ **New SBB of € 20 m in execution in 2023**
- ✓ SBB of €21.6m carried out in 2022, having acquired 6.08m shares
- ✓ 4.65m shares already have been cancelled
- ✓ 1.43m shares cancelled in 2023, after AGM approval

¹For detailed information on CTT's Financial Policy, including its shareholder's remuneration principles, please refer to CTT's investor relations website and to the announcement disclosed on 23 June 2022; ²Based on individual accounts; ³Excludes the dividend paid on the 15m own shares of the share buyback of 2021, share count excluding own shares equals 148.5m; ⁴Share count excluding own shares equals 142.4m, and ⁵Yield calculated taking as a reference the year end share price of each year

Fuente: CTT. Santander Iberian Conference. 31/1/2024.

Los diferentes programas de recompras que se han ido completando son una parte esencial de este proceso y **desde junio de 2023 se han recomprado un total de 5.824.960 acciones.**

“

Las claves del éxito futuro de CTT pasan por crecer en España, ya que el tamaño del mercado es muy superior al de Portugal

”

“

Tenemos ante nosotros una muy buena empresa, dirigida por un equipo directivo de primer nivel con una cultura corporativa muy fuerte enfocada en la atención al cliente y en la generación de valor al accionista

”

8.- Debajo de un negocio en declive como el correo postal hay un negocio de fuerte crecimiento como el comercio electrónico.

Sin ninguna duda este es el negocio que nos genera mayor interés como accionistas, ya que es donde encontramos las mayores oportunidades de crecimiento.

CTT apoyándose en el auge de plataformas de e-commerce como Temu y Shein está logrando incrementos en sus volúmenes del 69% en España y 21% en Portugal.

Gracias a tratar de forma integrada España y Portugal, como un único mercado con entregas en 24 horas, CTT continúa ganando cuota de mercado en Iberia. En 2023 los ingresos procedentes de España se han duplicado y ya superan los de origen luso.

Las claves del éxito futuro de CTT pasan por crecer en España, ya que el tamaño del mercado es muy superior al de Portugal y pese a tener todavía una cuota de mercado pequeña, en torno al 6%, el volumen de ingresos procedentes del mercado español seguirá creciendo por los siguientes motivos:

- 📈 El incremento en la penetración de las compras online¹⁴.
- 📈 El crecimiento del negocio de plataformas como Alibaba, Temu y Shein junto al de grandes clientes españoles como El Corte Inglés, Mercadona, etc.
- 📈 Nuevas Inversiones en captación de nuevos clientes de tamaño mediano y pequeño en España que ya suponen el 76% del volumen total para CTT Express.

En resumen, tenemos ante nosotros una muy buena empresa, dirigida por un equipo directivo de primer nivel con una cultura corporativa muy fuerte enfocada en la atención al cliente y en la generación de valor al accionista que además cotiza a un múltiplo deprimido pese al aumento de beneficios lo que nos protegen de futuras caídas en la acción.

No quiero dejar de mencionar la importante labor que han hecho inversores como Dan Roller de Maran Capital y Henrik Abrahamsson de Symmetry Invest que gracias a su generosidad y ayuda desinteresada hemos podido comprender en profundidad la oportunidad que presenta CTT.

Me gustaría agradecer especialmente la labor de Steven Wood por toda la información valiosa que comparte públicamente en sus cartas sobre la compañía y sobre todo por facilitar nuestro viaje a Lisboa donde durante días recibimos la máxima atención por parte del equipo de CTT. Su fondo, Greenwood Investors, es todo un referente y sus cartas públicas pueden ser consultadas aquí: <https://www.gwinvestors.com/>

¹⁴ Tanto España con 14,5 y Portugal con 4,9 envíos per cápita están todavía muy lejos de la media de países como EEUU, UK, Alemania, Holanda y Suiza con 31,3.

“

El 90% de la cartera de Renta Variable está en micro y small caps y la liquidez actual del fondo es del 4%

”

A fecha 31 de diciembre de 2023 tenemos en **cartera 35 acciones y 7 bonos (2 de ellos bonos convertibles)**.

El **90% de la cartera de Renta Variable está en micro y small caps** y la **liquidez actual del fondo es del 4%**.

El top 5 de nuestras posiciones representa el 34% y el top 10 el 53% de Azagala.

Quiero destacar una vez más que nada de esto sería posible sin el apoyo y la confianza de todos los partícipes, su estabilidad y confianza hacen posible que tengamos el tiempo necesario para desarrollar con éxito nuestra filosofía de inversión.

Espero que encontréis de interés el contenido de esta carta, mucho más extensa de lo normal, pero mucho más rica en detalles al tratarse de una carta anual.

A partir de ahora, en lugar de cartas trimestrales, tendremos una carta semestral y una carta anual, ya que considero que con este nuevo formato tengo mayor libertad para ampliar la extensión de las cartas y hacerlas más relevantes cuando la ocasión así lo requiera.

El objetivo de estas cartas siempre ha sido transmitirnos como nuestro proceso de inversión, que es muy intenso en horas y complejo puede ser resumido en apenas unas hojas de una manera sencilla y que pueda ser comprendido por todos. Soy consciente que pese a dedicar mucho esfuerzo en escribir las cartas no siempre son sencillas de entender ni consigo que sean comprensibles para todos. Si algún partícipe requiere de alguna aclaración o explicación adicional será un placer atenderle.

La actualización de los datos del fondo seguirá exactamente igual que hasta ahora con actualizaciones mensuales en la página web del fondo en Andbank, donde además podéis acceder a nuestras cartas anteriores.

Enlace a la web de Andbank: <https://andbank.es/boutiquehub/azagala/>

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

AZAGALA CAPITAL

- 📊 **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.
- 📊 **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).
- 📊 **Invertimos en situaciones especiales que nos proporcionan revalorizaciones importantes** con el mínimo nivel de riesgo.
- 📊 **Mantenemos un nivel de liquidez** siempre disponible de 5-10%.

Exposición por capitalización de mercado

57,3%
Microcap

32,4%
Smallcap

10,3%
Largecap

0,0%
Giantcap

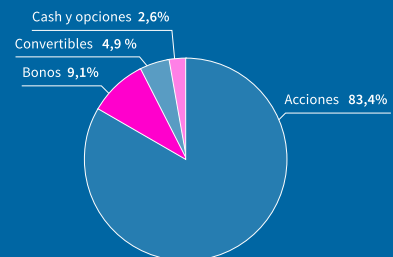
0,0%
Mediumcap

PRINCIPALES ACTIVOS

10 MAYORES POSICIONES EN CARTERA

IAC Inc Ordinary shares	Donnelley Financial Solutions
Westaim Corp	Elecnor
Nekkar ASA	Universal Music Group
Clarus Corp	Burford Capital
RVRC Holding	CTT - Correios de Portugal

TIPOS DE ACTIVO



Fuente: Morningstar. Datos a 29/02/2024.

Gestión Boutique VII Azagala

Es un fondo de autor que invierte en empresas de nicho. Invertimos en pequeñas compañías de nicho, en sectores "oligopolísticos" o con activos únicos o singulares que les permiten competir en su nicho y crecer dentro de su nicho de mercado o mercados adyacentes.

El objetivo de Azagala es generar rentabilidad. Porque se trata de esto, de ganar dinero, que no es lo más importante, pero ayuda (y mucho) a conseguir nuestros objetivos.



(*) La comisión de gestión es una comisión acumulativa por tramos, se puede consultar en el folleto de CNMV. <https://www.cnmv.es>.

Fuente: Bolsa de Madrid. Datos a 29/02/2024.

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 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.