

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta primer semestre de 2024

Septiembre de 2024

Estimados partícipes e inversores:

Azagala cierra el primer semestre de 2024 con una rentabilidad del +3,84%, situando la rentabilidad desde inicio en un +28%.

Desde el lanzamiento de Azagala, julio de 2019, la rentabilidad obtenida por el fondo se sitúa en el **5,15%**¹ anual.

Adicionalmente, si tenemos en cuenta el periodo de construcción de la cartera, desde julio de 2019 hasta junio de 2020, donde el fondo tuvo la mayor parte de su patrimonio en liquidez, la rentabilidad anualizada asciende al **9,85%**.

Con el paso del tiempo, la relevancia de ese año de construcción de la cartera irá desapareciendo y ambas cifras tenderán a converger al alza a medida que el mercado reconozca el buen desempeño de las compañías del fondo.

Si ampliamos el plazo y miramos la situación con una mayor perspectiva, como por ejemplo en los últimos 3 años, es evidente que nos encontramos ante un periodo donde los resultados obtenidos al invertir en pequeñas compañías están muy por debajo de los resultados que ha conseguido el resto del mercado, centrado exclusivamente en las compañías más grandes y líquidas.

Mientras que las ventas, los beneficios y la situación financiera de nuestras compañías en cartera continúan evolucionando de forma positiva y acorde a lo que espero de ellas, la cotización durante este primer semestre apenas lo ha reflejado.

¿Significa esto que todos los inversores que no nos centramos exclusivamente en las compañías más grandes y líquidas estamos equivocados?

¿Significa esto que los fondos que invertimos en pequeñas compañías deberíamos cambiar completamente nuestra filosofía de inversión y nuestras carteras?

Es evidente que la respuesta a ambas preguntas es no, ya que por muy bien que haya funcionado en estos años la estrategia de inversión en grandes compañías es imposible asegurar que continuará así.

¹ Rentabilidad del 5,15% calculado con VL inicial de 10 en julio de 2019 y VL final de 12,80 en junio de 2024 con un periodo de 4,92 años. Si tenemos en cuenta el plazo de construcción de la cartera, donde el fondo tuvo de media un 46% de liquidez, la rentabilidad de los últimos 4 años se sitúa en el 9,85%, calculado con VL inicial de 8,79145 en junio de 2020 y VL final de 12,80 en junio de 2024.

“

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 28% y una rentabilidad anualizada de 9,85%

”

“

Los beneficios y la situación financiera de nuestras compañías en cartera continúan evolucionando de forma positiva y acorde a lo que espero de ellas, la cotización durante este primer semestre apenas lo ha reflejado

”

“

La complacencia actual que viven los mercados, donde el precio a pagar no importa, ya que parece imposible perder dinero invirtiendo en las grandes “sospechosas habituales”

”

“

Azagala puede “alimentarse” de compañías cuya cotización no se mueva pese a que crezcan sus ventas, sus beneficios y acumulen caja ya que llegará un momento que nuestra inversión se pague sola en beneficio de los accionistas

”

Pienso que no nos debemos guiar por modas ni por los ganadores recientes y, sobre todo, no olvidarnos de la ley básica que debe gobernar toda inversión: el precio es lo que determinará la rentabilidad futura y si tras años de rentabilidades extraordinarias en las grandes compañías, con las cotizaciones ya recogiendo escenarios futuros perfectos, quizás la pregunta que nos debe hacer reflexionar es: si una buena parte de ese viaje ya está hecho ¿qué queda por recorrer a nuestro favor?

Que un inversor se cuestione regularmente si su labor es correcta cuando los resultados se queden rezagados frente al resto del mercado es una parte inherente a su trabajo al igual que lo es no dejarse llevar por **la complacencia actual que viven los mercados, donde el precio a pagar no importa, ya que parece imposible perder dinero invirtiendo en las grandes “sospechosas habituales”**.

Estos periodos de desconexión entre estilos ocurren con cierta frecuencia y se vuelven más relevantes cuanto más duran, pero a su vez son los que mejor reflejan las ineficiencias del mercado.

En Azagala viviremos periodos de desconexión frente al mercado y frente al resto de estilos de inversión, pero nunca abandonaremos la idea de que nuestra manera de generar rentabilidad reside en comprar activos infravalorados, pese a que los resultados logrados por nuestras compañías tarden su tiempo en reflejarse en las cotizaciones.

En nuestro caso concreto son ineficiencias en términos de valoración con las que me siento muy cómodo ya que nos han permitido construir una cartera a unos múltiplos muy favorables en compañías que generan un flujo de caja recurrente que destinan a crecer de forma sostenida y/o a recomprar acciones propias a múltiplos muy inferiores a su valoración real.

Recientemente, durante una reunión con inversores profesionales, me hicieron una pregunta muy relevante acerca de la posibilidad de que el mercado no reconozca nunca el valor de nuestras empresas. La realidad es que, en un mundo teórico, es una posibilidad real que el mercado nunca llegue a reconocer el valor oculto de nuestras inversiones, pero es poco probable y aunque entiendo que la desconexión que sufren nuestras compañías respecto al mercado puede generar dudas, no creo que sea un evento que ocurra en la realidad, ya que las ineficiencias del mercado no duran eternamente y siempre habrá inversores astutos que sepan hacer los números y arbitren este tipo de situaciones.

La clave aquí es el tiempo que permanecemos invertidos y lo que ocurre durante ese tiempo.

Azagala puede “alimentarse” de compañías cuya cotización no se mueva pese a que crezcan sus ventas, sus beneficios y acumulen caja ya que llegará un momento que nuestra inversión se pague sola en beneficio de los accionistas.

Y la mejor manera de conseguir que ese dinero llegue a los accionistas es a través de un equipo directivo correctamente incentivado que reduzca de forma efectiva el descuento ejecutando:

- 📊 recompras (múltiplos bajos)
- 📊 dividendos extraordinarios (excesos de caja no reinvertibles)
- 📊 adquisiciones (precios correctos)
- 📊 desinversiones y spin-offs

“

Cuanto mayor sea la desconexión entre la cotización y el valor real de una compañía, más violenta es la subida de la acción

”

En nuestras reuniones y visitas a equipos directivos insistimos mucho en que una mejora de la política de comunicación de la empresa hacia un modelo de transparencia total es la mejor manera que tiene una pequeña compañía, sin analistas profesionales ni research que la cubra, para darse a conocer en el mercado y reducir la complejidad que supone siempre empezar de cero al invertir en una compañía.

Una vez que el mercado es consciente de estas situaciones, cuanto mayor sea la desconexión entre la cotización y el valor real de una compañía, más violenta es la subida de la acción.

Un ejemplo reciente que demuestra que los periodos de desconexión entre cotización y valoración no tienden a durar de forma indefinida ha sido nuestra inversión en **Enterprise Diversified**.

Nuestra posición inicial la estuvimos construyendo con paciencia y sin alterar el precio de cotización en una compañía con muy poca negociación en torno a los 3,8 \$ por acción durante los últimos 3 años. Este precio de compra suponía valorar la compañía en 18M \$ cuando en caja tenía algo más de 20M \$ mientras que sus beneficios se duplicaban de 1,2M \$ a 2,5M \$ sin que pareciera importarle a nadie como demostraba la cotización de la acción durante la mayor parte de los últimos 2 años.



Fuente: OTC Markets.

Por resumirlo de una manera muy simple, el mercado nos ofreció una empresa por un valor inferior al valor de la caja que tenía la compañía donde además era bastante sencillo predecir los resultados de los próximos ejercicios al tratarse de un negocio con ingresos recurrentes y márgenes estables.

Nuestra paciencia durante estos años ha sido recompensada al vender la posición con una rentabilidad acumulada del **+124%**.

“

Mantenerse invertidos en activos infravalorados que son capaces de entregar beneficios crecientes de forma sostenida en el tiempo siempre acaba dando sus frutos

”

“

Nunca dejará de tener sentido comprar activos infravalorados como Bollore por 4,76 € cuando su valor real de liquidación está por encima de 15 €, si sumamos todos los activos que tiene dentro la compañía

”

Nunca dejará de tener sentido comprar compañías infravaloradas como Enterprise Diversified ya que la rentabilidad que se obtiene supera con creces cualquier coste de oportunidad.

Estas situaciones sabemos cómo comienzan y también cómo acaban. Lo que no es posible saber de antemano es el tiempo que permanece la infravaloración, pero sí que **mantenerse invertidos en activos infravalorados que son capaces de entregar beneficios crecientes de forma sostenida en el tiempo siempre acaba dando sus frutos.**

Este es un ciclo de inversión que se repite constantemente y siempre que los equipos directivos ejecuten de manera correcta las medidas necesarias para reducir el descuento ya comentadas (recompras, dividendos, desinversiones, *spin-offs*, políticas de comunicación y transparencia con el mercado) y si además los inversores tienen la paciencia necesaria, suele concluir de forma exitosa para todos.

Compañías en cartera como Interactive Corp, Westaim Corp y Nekkar, suponen un tercio de la cartera de renta variable y su cotización apenas refleja que acumulan flujos de caja crecientes mientras recompran acciones a precios muy bajos o reinvierten en el crecimiento de sus negocios a tasas de doble dígito.

Su generación de caja, sus recompras y sus reinversiones en el crecimiento del negocio, son el “alimento” que nos permite esperar hasta que el mercado reconozca su valor real.

En la parte central de esta carta detallaré la situación actual de estas tres compañías de una forma más extensa.

Fuera del universo de pequeñas compañías, también encontramos activos infravalorados o situaciones donde el mercado es tremendamente ineficiente y el tiempo corre en nuestro favor como en el caso del *holding* de la familia **Bollore**, donde con una cotización actual de 5,8 € (nuestro precio de entrada fue de 4,76 € sin contar dividendos) somos dueños de una compañía con 5 € de caja acumulada por acción a la que añadir otros 6,5 € por acción correspondientes a su participación en la discográfica Universal Music Group, en la que tenemos también posición en el fondo de forma directa.

Durante 2025 veremos con éxito cómo la familia Bollore reducirá el descuento con el que cotiza la acción mediante *spin-offs* y recompras de acciones, mientras continúa creciendo el nivel de caja de la compañía. Exactamente igual que ocurrió en el pasado con el *spin-off* de Universal Music Group en 2021.

Nunca dejará de tener sentido comprar activos infravalorados como Bollore por 4,76 € cuando su valor real de liquidación está por encima de 15 €, si sumamos todos los activos que tiene dentro la compañía.

También durante este semestre me gustaría detallaros que he tenido un error de inversión en **Endor, posición que decidí liquidar con unas pérdidas para el fondo del 1,1% del capital, una vez que era previsible que el endeudamiento de la compañía y la lucha de poder entre el fundador y los bancos solo tendría consecuencias no reversibles para los accionistas.**

Sé que mi error ha consistido en subestimar que una compañía, pese a ser líder de su nicho y contar con el mejor producto del sector, se puede ir a la quiebra. Cuando un fundador pierde de vista la generación de caja y, como consecuencia de un crecimiento acelerado la compañía, no tiene una adecuada estructura financiera, es imposible salir adelante si los bancos pierden la confianza y no te dan el tiempo necesario para revertir la situación.

“

Westaim Corp tiene una valoración de 370M \$ y posee a cierre de junio de 2024 una caja acumulada de 289M \$

”

Es una dura enseñanza, ya que una mala ejecución por parte del fundador se ha llevado por delante una compañía que agotaba cada producto que lanzaba al mercado.

Nunca fue un problema del negocio, sino de la gestión del negocio. Muerte de éxito.

Westaim Corp

Nuestra tesis de inversión en Westaim continúa desarrollándose con normalidad.

La compañía tiene una valoración de 370M \$, posee a cierre de junio de 2024 una caja acumulada de 289M \$ (135M \$ en diciembre de 2023), continúa monetizando su inversión en Skyward, de la que restan por vender unos 75M \$ a fecha de esta carta y en la reunión anual de inversores del pasado 16 de mayo confirmaron por primera vez de forma efectiva que en los próximos 12-18 meses los 153M \$ que administra su filial Arena se convertirán en caja, tal y como nosotros siempre hemos defendido.

Westaim Summary Q2 2024 Statement of Financial Position

As at	June 30, 2024	March 31, 2024	December 31, 2023
<i>(Amounts in millions of US\$ except per share data)</i>			
Assets			
Cash	\$288.6	\$115.5	\$135.0
Other assets	2.2	1.4	1.5
Investment in Skyward Specialty	69.5	261.1	236.5
Investment in Arena	30.3	27.2	27.6
Investment in Arena FINCOs	153.4	148.5	147.2
Investment in ASOF LP	3.1	3.0	3.0
Deferred tax asset	4.5	1.1	1.0
Total assets	\$551.6	\$557.8	\$551.8
Liabilities			
Accounts payable, income taxes payable and accrued liabilities	\$44.3	\$21.5	\$32.3
Deferred tax liability	-	4.4	1.2
Total liabilities	\$44.3	\$25.9	\$33.5
Shareholders' equity	507.3	531.9	518.3
Total liabilities and shareholders' equity	\$551.6	\$557.8	\$551.8
Number of common shares outstanding	128,172,385	129,181,585	131,757,285
Fully diluted book value per share - in US\$	\$3.91	\$4.02	\$3.83
Fully diluted book value per share - in C\$ ⁽¹⁾	C\$5.36	C\$5.44	C\$5.08

Book value per fully diluted share increased \$0.08 (2.1%) to \$3.91 at June 30, 2024 from \$3.83 at December 31, 2023

Book value per fully diluted share increased C\$0.28 (5.5%) to C\$5.36 at June 30, 2024 from C\$5.08 at December 31, 2023

Cash was \$288.6 million at June 30, 2024

In Q2 2024, Westaim acquired and canceled 1.0 million Common Shares at a cost of \$2.7 million through its NCIB⁽²⁾

(1) Period end exchange rates of USD to CDN: \$1.36875 at June 30, 2024; \$1.35400 at March 31, 2024; \$1.32405 at December 31, 2023.
(2) Normal Course Issuer Bid (NCIB)

Westaim Strategy: Report Card on Realizing and Unlocking Value from 2023 Investor Day

Target	Actions in 2023-2024
Opportunistically and strategically monetize Westaim's interest in Skyward Specialty common shares	<ul style="list-style-type: none"> Completed IPO of Skyward Specialty in January 2023 June 2023: Secondary Offering of 4.0 million shares for net proceeds of \$87.4 million November 2023: Secondary Offering of 3.6 million shares for net proceeds of \$104.9 million May 2024: Secondary Offering of 5.1 million shares for net proceeds of \$177.3 million Currently hold a current position of 2.0 million shares – will monetize as opportunities arise
Accelerate the growth and development of Arena Investors – demonstrate operating leverage	<ul style="list-style-type: none"> Arena Investors: Continued to build AUM pipeline and infrastructure poised for operating leverage AIS: Launched AIS into a substantial contributor to Arena, leveraging our infrastructure and diversifying our revenue base
Arena FINCOs – Develop strategic path forward	<ul style="list-style-type: none"> Completed our assessment of Arena FINCOs – will proceed to monetize the portfolio, with proceeds either to (i) be returned to Westaim to invest/return to shareholders; or (ii) be used to strategically launch additional Arena products
Reduce debt and improve capital efficiency	<ul style="list-style-type: none"> July 2023: Redeemed and delisted all of the 5,000,000 preferred securities for \$37.9 million Cancelled 14.3 million warrants that were outstanding with a strike price of C\$3.50 per common share
Return capital to Shareholders: <ul style="list-style-type: none"> Opportunistic share buyback Special Dividend 	<ul style="list-style-type: none"> 2023: Acquired and canceled 9.9 million common shares at a cost of \$26.4 million through its NCIB; cancellation of 14.3 million warrants is essentially equivalent to the acquisition and cancellation of 14.3 million additional shares at a cost of C\$3.50 per share 2024: Through May 13, 2024, acquired and cancelled an additional 3.6 common shares at a cost of \$9.9 million
Continue to seek new opportunities to allocate capital	<ul style="list-style-type: none"> Westaim continues to seek new opportunities with attractive financial metrics and aligned, proven management teams to deploy capital that meet hurdle rates of return and where Westaim can add significant value Hurdle rate is high given the attractiveness of our current share price as a capital allocation alternative

Fuente: Westaim Corp. Investors Day 2024.

“

Un inversor en Westaim hoy por 2,9 \$ por acción será dueño en 2 años de 4 \$ por acción en caja, además del resto de activos de la compañía (Arena)

”

“

Mientras que el mercado no reconozca el valor de esta compañía, el equipo de dirección de Westaim continuará recomprando acciones, tal y como lleva haciendo en los últimos 2 años

”

Si fijamos la vista y miramos a los próximos 2 años, Westaim habrá acumulado una caja mínima de 500M \$ una vez descontados todos los gastos y sin incluir en esta cifra nada de rentabilidad adicional procedente de ninguna de sus divisiones ni intereses procedentes de esa caja (5,25% en la actualidad).

De una manera sencilla, un inversor en Westaim hoy por 2,9 \$ por acción será dueño en 2 años de 4 \$ por acción en caja, además del resto de activos de la compañía (Arena).

Una compañía con este nivel de caja debe ser inmune a las caídas que se puedan producir en las bolsas de manera generalizada.

No olvidemos que además Westaim tiene el 51% de Arena que, aunque esté valorada en el balance del holding prácticamente a 0, contribuyó con 3,7M \$ de beneficios durante el primer semestre de 2024 (1,8M \$ durante el mismo periodo de 2023).

Nunca dejará de sorprenderme cómo siendo las bolsas el entorno más competitivo que existe por la cantidad de información pública disponible y por la cantidad de gente que se dedica a analizar compañías, exista la posibilidad real de comprar activos rentables valorados a 0.

En mis cartas anteriores he descrito de forma extensa y detallada los motivos por los que creo que estamos ante una compañía como Arena, que puede generar en el entorno de 50M \$ anuales una vez que el activo único que ha creado Daniel Zwirn y su equipo, comience a monetizarse de una forma más evidente.

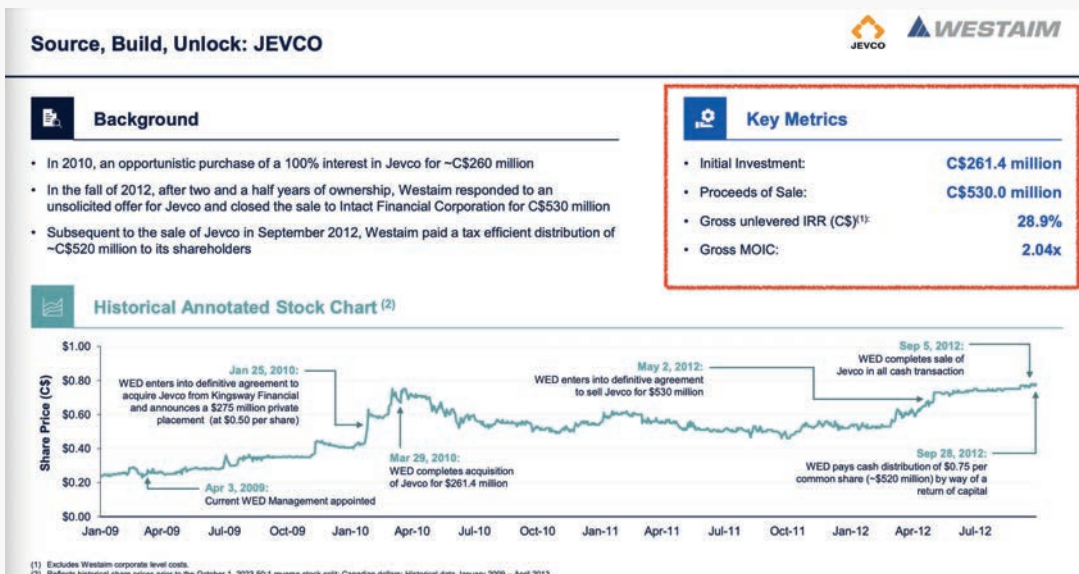
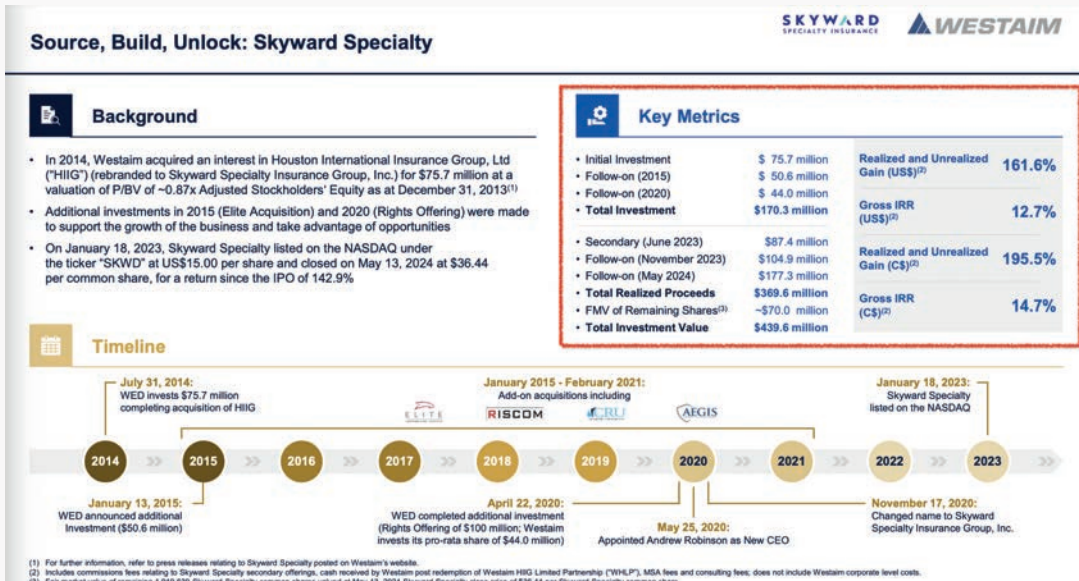
Mientras que el mercado no reconozca el valor de esta compañía, el equipo de dirección de Westaim continuará recomprando acciones, tal y como lleva haciendo en los últimos 2 años.

Existe la posibilidad de que, en un futuro cercano, una vez que en septiembre finalice el programa actual de recompra, veamos una tender offer más agresiva de recompra de acciones (SIB) o un dividendo extraordinario.

Westaim Strategy: Report Card on Realizing and Unlocking Value from 2023 Investor Day		WESTAIM
Target	Actions in 2023-2024	
Opportunistically and strategically monetize Westaim's interest in Skyward Specialty common shares	✓	<ul style="list-style-type: none"> Completed IPO of Skyward Specialty in January 2023 June 2023: Secondary Offering of 4.0 million shares for net proceeds of \$87.4 million November 2023: Secondary Offering of 3.6 million shares for net proceeds of \$104.9 million May 2024: Secondary Offering of 5.1 million shares for net proceeds of \$177.3 million Currently hold a current position of 2.0 million shares – will monetize as opportunities arise
Accelerate the growth and development of Arena Investors – demonstrate operating leverage	✓	<ul style="list-style-type: none"> Arena Investors: Continued to build AUM pipeline and infrastructure poised for operating leverage AIS: Launched AIS into a substantial contributor to Arena, leveraging our infrastructure and diversifying our revenue base
Arena FINCOs – Develop strategic path forward	✓	<ul style="list-style-type: none"> Completed our assessment of Arena FINCOs – will proceed to monetize the portfolio, with proceeds either to (i) be returned to Westaim to invest/return to shareholders; or (ii) be used to strategically launch additional Arena products
Reduce debt and improve capital efficiency	✓	<ul style="list-style-type: none"> July 2023: Redeemed and delisted all of the 5,000,000 preferred securities for \$37.9 million Cancelled 14.3 million warrants that were outstanding with a strike price of C\$3.50 per common share
Return capital to Shareholders: <ul style="list-style-type: none"> Opportunistic share buyback Special Dividend 	✓	<ul style="list-style-type: none"> 2023: Acquired and canceled 9.9 million common shares at a cost of \$26.4 million through its NCIB; cancellation of 14.3 million warrants is essentially equivalent to the acquisition and cancellation of 14.3 million additional shares at a cost of C\$3.50 per share 2024: Through May 13, 2024, acquired and cancelled an additional 3.6 common shares at a cost of \$9.9 million
Continue to seek new opportunities to allocate capital	✓	<ul style="list-style-type: none"> Westaim continues to seek new opportunities with attractive financial metrics and aligned, proven management teams to deploy capital that meet hurdle rates of return and where Westaim can add significant value Hurdle rate is high given the attractiveness of our current share price as a capital allocation alternative

Fuente: Westaim Corp. Investors Day 2024.

A nadie le debería sorprender que Westaim entregue una buena parte de los beneficios obtenidos con la venta de Skyward a través de un dividendo extraordinario tal y como ya hizo en 2012 con la venta de Jevco.

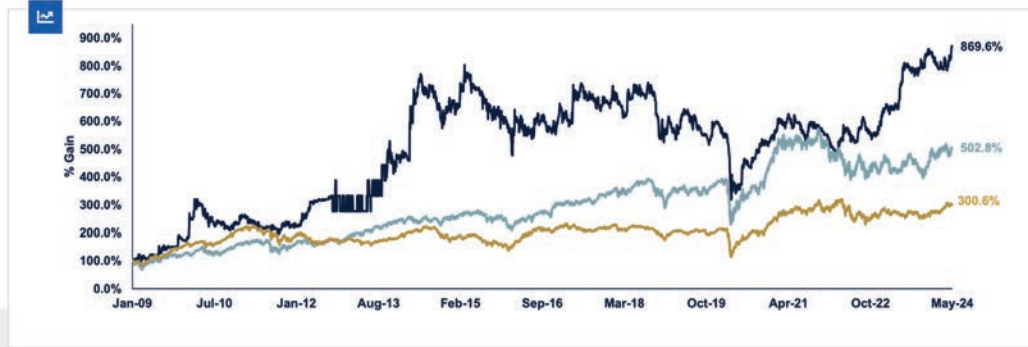


Fuente: Westaim Corp. Investors Day 2024.

Como habéis podido comprobar por esta actualización de Westaim, el futuro de la compañía es cada vez más previsible y, salvo que el equipo directivo utilice la mayoría de la caja en una adquisición desastrosa, cuestión que para mí tiene una baja probabilidad por la probada experiencia de Cam MacDonald y por el historial de adquisiciones anteriores tremendamente exitosas como Jevco y Skyward, estamos en una previsible inversión de éxito.

Desde nuestra inversión inicial en Westaim en 2019, el desempeño de la compañía merece toda mi confianza y pese a que la cotización actual no refleja todavía la situación real, en este gráfico se puede comprobar cómo la paciencia siempre tiene premio.

Since 2019, Westaim has Solid Excellent Share Price Performance ...

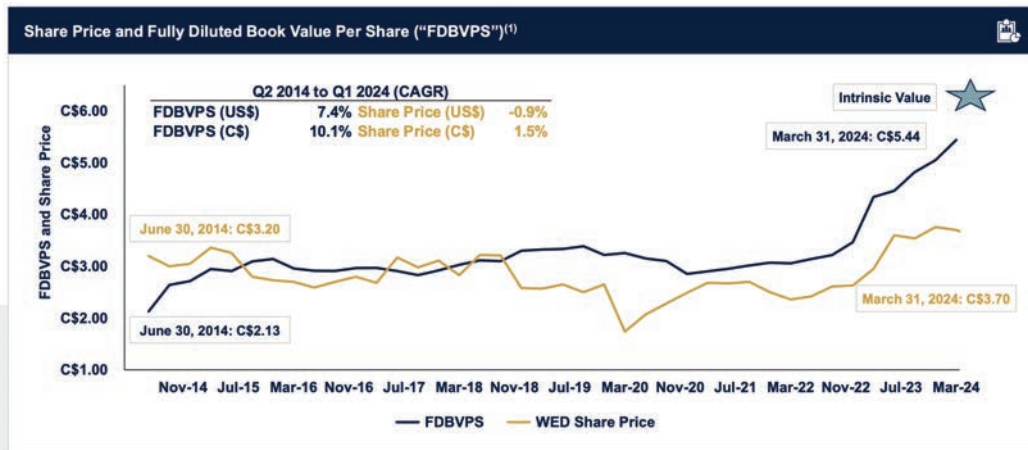


CAGR ⁽¹⁾⁽²⁾	
Westaim	15.1%
Russell 2000 (Total Return) Index	11.1%
S&P500 SmallCap Index (Total Return)	7.4%

(1) Source: Capital IQ
 (2) Assumes the reinvestment of the cash distribution of C\$37.50 per common share paid by Westaim on September 28, 2012.
 (3) Compounded annual growth rate is from January 2, 2009 – May 13, 2024, the period current management has been involved with Westaim.

55

... and since 2014, we believe considerable progress has been achieved in growing value for Westaim shareholders ...



(1) Period end exchange rates of USD to CDN as at date.

56

... however, our WED share price has not reflected this value creation – and we are taking action



(1) Period end exchange rates of USD to CDN as at date.

57

Fuente: Westaim Corp. Investors Day 2024.

“

Si hiciéramos un ejercicio teórico y si proyectamos que IAC alcanzara mañana una cotización acorde con nuestra valoración, el fondo alcanzaría un nuevo máximo en el valor liquidativo

”

“

IAC posee el 32% de la compañía privada Turo, compañía que este año alcanzará 1B \$ en ingresos y, pese a tener una estructura enfocada al crecimiento del negocio, es rentable

”

Interactive Corp

Mantener en cartera las acciones de IAC durante estos años ha sido un ejercicio constante de resiliencia y perseverancia, cualidades que además de en la vida real, también como inversores nos permiten superar adversidades y alcanzar los objetivos que nos proponemos.

IAC durante estos años ha sido nuestro mayor detractor de rentabilidad (adversidad) en Azagala, hasta tal punto que si hiciéramos un ejercicio teórico y si proyectamos que IAC alcanzara mañana una cotización acorde con nuestra valoración, el fondo alcanzaría un nuevo máximo en el valor liquidativo (objetivo).

La valoración de IAC en 4,5B \$, correspondiente a 52 \$ por acción recoge:

2,4B \$ del valor de mercado de MGM.

1,1B \$ del valor de mercado de ANGI.

1B \$ de caja en el holding.

La valoración que le asigna el mercado a los precios actuales NO tiene en cuenta:

1 Dotdash Meredith (DDM) lleva 2 trimestres consecutivos de crecimientos de doble dígito en la parte digital del negocio, con márgenes incrementales de beneficio superiores al 40%.

El crecimiento en ingresos de la parte digital (+12% respecto al año anterior) es el activo único a seguir para medir la futura evolución de la compañía, ya que pese a generar solo el 50% de los ingresos, es la división que aporta el 90% de los beneficios.

Una buena muestra de la buena salud de DDM es la subida de previsión de beneficios para 2024 hasta 300M \$, en camino a los 450M \$ que producirá en los próximos ejercicios.

2 Si valoramos Dotdash Meredith con un múltiplo equivalente a otras compañías del sector con un nivel de beneficios similar, tenemos una valoración razonable de 2-3B \$. En línea con el coste de adquisición de 2,7B \$ en 2021.

3 IAC posee el 32% de la compañía privada Turo, compañía que este año alcanzará 1B \$ en ingresos y, pese a tener una estructura enfocada al crecimiento del negocio, es rentable.

Turo lleva desde 2022 preparada para salir a cotizar a bolsa, pero ni las condiciones del mercado en estos últimos años ni la valoración pre-salida han hecho posible realizar la transacción.

Si los banqueros de inversión no consiguen sacar adelante la OPV en los próximos trimestres porque la valoración no alcance un valor razonable y como Turo además no necesita capital extra ya que tiene una cómoda posición en caja, es posible que veamos alguna operación corporativa que haga cristalizar el valor de la empresa mediante una adquisición por parte de Uber, ya que económicamente puede tener más sentido para Uber comprar Turo que competir contra ellos.

Si valoramos Turo con el múltiplo de compañías cotizadas con modelos de negocio similares obtenemos un valor mínimo de 5B \$.

El 32% de Turo en propiedad de IAC alcanzaría 1,6B \$.

“

Tanto MGM como ANGI están ejecutando en la actualidad programas de recompras de acciones

”

“

En la última presentación de resultados trimestrales IAC ha indicado claramente que está estudiando potenciales adquisiciones ya que las valoraciones comienzan a ser razonables y acordes a sus niveles de rentabilidad internos

”

- 4** Tanto MGM como ANGI están ejecutando en la actualidad programas de recompras de acciones.

En el caso de MGM, las recompras de acciones propias han retirado el 40% del total desde la inversión inicial de IAC y, respecto a ANGI, el nuevo programa de recompras, aprobado el pasado 2 de agosto, por un total de 25 millones de acciones, supondría retirar el 5% del total de acciones y el 35% del total de acciones que todavía IAC no posee de ANGI.

Esto último no es un dato menor y además de añadir presión compradora a la cotización, deja abierta la puerta a una potencial exclusión de cotización que podría llevar a una posterior venta. Todo **en un entorno para ANGI de incrementos de beneficios como demuestra la subida del Outlook para 2024 hasta los 140M \$.**

- 5** IAC durante 2024 ha presentado resultados muy por encima de las previsiones del mercado, ha subido la previsión de beneficios para el resto del año, la generación de caja en el primer semestre ha alcanzado los 117M \$ (frente a los 20M \$ del H1 de 2023).

En la situación actual de crecimientos en ingresos y beneficios de todas las inversiones de IAC y con la cotización de la acción tan deprimida como para no reflejar nada de valor en ninguno de los activos no cotizados, no imagino estar en mejores manos que en las del equipo directivo de IAC para reducir el descuento con el que cotiza la compañía sobre su valor real de mercado.

El CEO de la compañía tiene además una buena parte de su paquete de incentivos en acciones y solo lo cobraría si la acción alcanza progresivamente entre 110 \$ y 225 \$, frente a los 52 \$ que cotiza actualmente.

- 6** En la última presentación de resultados trimestrales IAC ha indicado claramente que está estudiando potenciales adquisiciones ya que las valoraciones comienzan a ser razonables y acordes a sus niveles de rentabilidad internos.

Una posibilidad para poner en valor el nivel de caja actual de la compañía (1,7B \$) puede ser acceder a la compra de BetMGM (JV de MGM y Entain).

Siempre existe, además, la posibilidad de vender su participación en MGM para financiar una adquisición de un importe elevado.

Aunque IAC siempre será una compañía compleja para el mercado con múltiples patas móviles, la suma del nivel de cotización actual, como los catalizadores que he descrito y la experiencia de su equipo directivo, hacen que mi confianza en esta compañía sea plena.

Nekkar

Nuestra inversión inicial en Nekkar se remonta al comienzo del fondo, donde durante 2019 pudimos construir la posición inicial entre 1,5 y 3 NOK.

Posteriormente en 2022 y 2023, las caídas generalizadas del mercado nos permitieron incrementar nuestra posición inicial, con compras en la zona de 6-6,5 NOK.

Actualmente, la cotización de Nekkar está en 10,5 NOK y, pese a que pueda parecer lo contrario, si solo miramos la revalorización del precio de la acción, Nekkar presenta todavía una tremenda desconexión frente a su valor real.

“

Durante estos 5 años, Nekkar ha hecho crecer sus ventas un 17% anual compuesto, lo que ha hecho que sus beneficios se hayan multiplicado por 3

”

Durante estos 5 años, Nekkar ha hecho crecer sus ventas un 17% anual compuesto (267M NOK en 2019 vs 575M NOK) lo que ha hecho que sus beneficios se hayan multiplicado por 3.

Esta subida de beneficios explica el movimiento de la acción en este periodo, pero no la valoración actual de la compañía.

Si descontamos la caja (227M NOK) que representa un 21% de la capitalización actual de Nekkar, nos encontramos con una empresa que cotiza a un múltiplo de 7 veces beneficios de este año, o lo que es lo mismo, si la acción no se mueve de estos niveles nunca y no crecen sus ventas y sus beneficios nunca más (a diferencia de lo que ha ocurrido durante estos años), nos estaremos alimentando con un 15% de rentabilidad anual.

Este 15% anual no tiene en cuenta los programas de recompras de acciones propias que está ejecutando Nekkar (2,9M de acciones a 30 de junio de 2024 por un total de 27M NOK).

Nekkar's capital allocation strategy



Available capital, Q2 2024		MNOK
Net cash		227
Undrawn credit facility		200
Total		427
Expecting continued solid operational cash flow going forward		
Share buy-backs, Q3/23 – Q2/24		30.06.24
Number of shares purchased		2,980,044
Average price (NOK)		9.07
Total transaction value (NOK)		27,042,551

30

Fuente: Nekkar. Q2 2024.

Ese 15% anual, por otra parte, no tiene en cuenta las adquisiciones que está realizando Nekkar, como la compra de Globetech comunicada el pasado 15 de agosto.

Globetech is a new digital platform for Nekar

Niche maritime ICT provider with solid profitable growth

- 10+ years track record of profitable growth and delivering solid financials
- 20% EBITDA margin
- Strong management team with incentives/lock in coming 3+ years

Repeat business & sticky customer base

- 150+ vessels on recurring agreements
- Long lasting customer relationships with high degree of recurring and repeat business
- Mission critical service provider, while amounting to a low share of the customers' OPEX

Positioned for step-change in maritime digital transformation



Industry 4.0



Satellite disruption



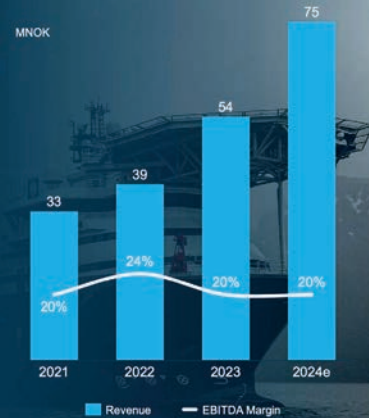
IoT & Robotics



Cyber security



IMO & Local regulation



Strong financial & strategic fit with Nekar



Digitalization of ocean-based industries: Good fit for Nekar's strategy of driving efficiency and sustainability for ocean-based industries by leveraging technology



Commercial synergies: Expansion of products and offerings to better serve Nekar's target customer segment of high-end ship owners



Portfolio diversification: Broadens Nekar's revenue streams with increased share of repeat business



Skilled team: With deep domain knowledge and shared culture of innovation and growth



Two-staged deal to incentivize growth

- Nekar acquires 67 percent ownership of Globetech - transaction completed 15th August 2024
- Enterprise value of NOK 120 million on a 100 percent basis, based on last twelve months EBITDA and an implied multiple of 7.7x EBITDA
- Share purchase for 67 percent ownership share settled 15th August 2024 with NOK 66 million in cash, including a locked-box interest amount, and NOK 15 million in Nekar ASA shares (1.482.550 shares)
- Nekar utilized company's treasury shares, which was valued at the VWAP last five days prior to signing (NOK 10.036) and subject to a two-year lock-up period
- The cash-based consideration covered by Nekar's cash balance
- In 2027, Nekar will acquire the remaining 33 percent of outstanding shares in Globetech. The consideration will be settled in cash based on a multiple of achieved EBITDA in 2027



Fuente: Nekar. Datos adquisición Globetech, agosto 2024.

“

Durante estos 5 años, Nekkar ha hecho crecer sus ventas un 17% anual compuesto, lo que ha hecho que sus beneficios se hayan multiplicado por 3

”

Globetech es una compañía que añadirá en 2024 unos 70-80M NOK de ingresos (+50% en ingresos recurrentes a través de contratos a largo plazo) con márgenes de beneficios superiores al 20% y cuya adquisición ha sido financiada en parte con acciones propias y parte con cash (66M NOK).

El precio definitivo lo conoceremos en 2027, ya que una buena parte del importe (33%) está asociado al beneficio que se alcance ese año, lo que reduce el riesgo para los accionistas.

Una parte importante de nuestra tesis de inversión (y por supuesto no lo recoge el precio de la acción) reside en la larga y exitosa trayectoria que tiene la familia Skeie en las adquisiciones de otras compañías.

Al ejemplo reciente de Globetech, se unen sus excepcionales compras en Intellilift, Techano y Fiizk.

Fiizk es también un ejemplo reciente de cómo el equipo directivo de Nekkar es capaz de crear valor para los accionistas minimizando los riesgos.

Fiizk | Turnaround progressing well

Ownership and business case has significantly improved compared to time of entry one year ago

- Profitable second quarter of 2024**
- Sharpened strategy on closed and semi-closed systems** to tackle the key challenges facing the industry
- Launched new and improved designs** with Protectus (closed) and FlexiCage (semi-closed)
- Increased tender activity** and growth outlook
- Divested non-core business units** to strengthen balance sheet and ensure strategic focus
 - Digital sold to Bluefront Equity for undisclosed amount, completed 5th July 2024
 - Protection sold to Hampiöjan for undisclosed amount, to be completed in Q3 2024
 - Financial effects of both transactions to be included in Q3 financials
- Streamlining operations and building a strong team** with new CEO, Jan Erik Kvingedal

In 2023 Nekkar acquired 39% of Fiizk for a total of NOK 50 million; NOK 25 million cash and NOK 25 million contribution in kind through the transfer of Starfish.

Fuente: Nekkar. Q2 2024.

El 39% de Fiizk propiedad de Nekkar, se compró en 2023, mediante el pago de 25M NOK y el pago en especie de la propiedad de Starfish, una tecnología desarrollada internamente en Nekkar valorada en 25M NOK.

Durante 2024, Fiizk ha vendido 2 de sus divisiones, por un importe no comunicado, que estimo que alcanzará entre 100 y 200M NOK (entre 1 y 2 veces superior a la inversión inicial de Nekkar en Fiizk).

Al igual que ocurre con Westaim e IAC, nuestra tesis de inversión en Nekkar la he descrito de forma extensiva en mis anteriores cartas y creo que no aporta mucho volver a repetirla.

“

La evolución interna del negocio sigue ejecutándose de la mejor manera posible para nuestros intereses

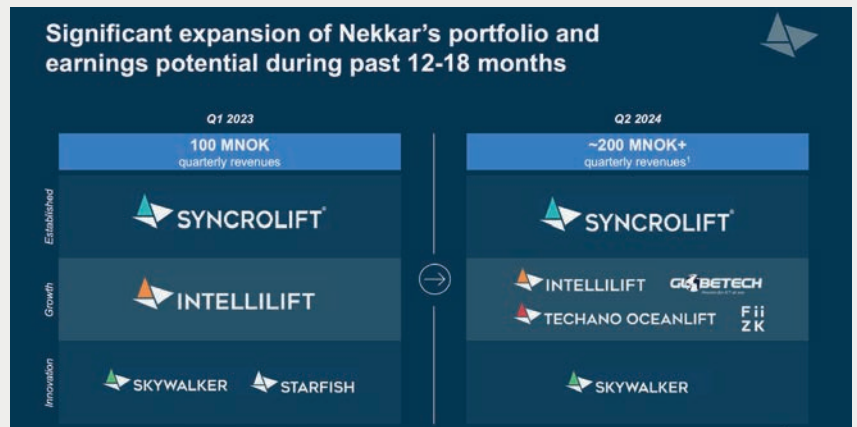
”

Sí me gustaría compartir con vosotros que el pasado mes de mayo tuve la oportunidad de viajar a Vestby, donde se encuentra la sede de Syncrolift, donde pude comprobar en diferentes reuniones y presentaciones con la familia Skeie, los nuevos miembros del consejo de administración y los directores de todas las divisiones, que la evolución interna del negocio sigue ejecutándose de la mejor manera posible para nuestros intereses.

Como ocurre en muchas pequeñas empresas, hay un mundo de información por descubrir, que no figura en las cuentas trimestrales o anuales y tanto mi amigo Gabriel Castro como yo, agradecemos especialmente que durante nuestra visita todo fuera en inglés, ya que éramos los únicos inversores no nórdicos allí.

Es imposible que siempre y en cada periodo solo haya noticias positivas, y Nekkar no es una excepción ya que durante este trimestre se ha confirmado que Nekkar ha perdido 2 licitaciones a las que optaba frente a sus competidores naturales Pearson y Bardex.

Esto es algo que me hubiera preocupado hace unos años, donde Syncrolift era la única fuente de ingresos y beneficios de Nekkar, pero, hoy en día, sus fuentes de ingresos y beneficios cada año que pasa dependen menos de Syncrolift.



Fuente: Nekkar. Q2 2024.

Además, no pienso que la pérdida de estos dos contratos haya erosionado su posición competitiva en mercado, ya que continúan teniendo la mejor solución técnica y unos precios muy competitivos, además de soluciones innovadoras frente a Pearson y Bardex que siguen empleando la misma tecnología que en el pasado².

Una prueba de que su posición competitiva no se ha visto afectada es su creciente relación con DMC (Dubai Maritime City) cuyos contratos comerciales firmados en 2023 y 2024 (actualización de 2 shiplifts y 4 sistemas de transporte de barcos) les ha permitido validar *in situ* las últimas innovaciones de Syncrolift permitiendo al cliente atender un 20-30% más de capacidad (eliminando el techo máximo de capacidad de un *shiplift* de 6.000 toneladas que antes estaba en 4.000 y ocupando el 99% del espacio de atraques, antes 50-60%).

2 <https://maritime-executive.com/corporate/syncrolift-makes-dynamic-launching-a-thing-of-the-past>
The original design concept was innovative at the time in that synchronization was achieved using synchronous reluctance motors which all move at exactly the same speed. This required the platform to be articulated to prevent peak loads at individual lifting points.
However, an articulated platform is more likely to fail than a rigid platform if maintenance is neglected or if the platform is overloaded. An articulated platform is by definition made up of loose sections. If one wire rope breaks one or more adjacent sections will fall apart into the water and maybe even lose the ship being lifted. As installed lifts become older, any reduction in maintenance can become critical. Today's Syncrolift® control system varies individual motor speeds to keep the platform level so that it is possible to make the platform rigid. Now, if a wire rope breaks the rigid platform absorbs the released energy and keeps the ship safe.

“

Un buen ejemplo del impacto que tienen los contratos de mantenimiento lo encontramos en el último acuerdo firmado con la marina de Singapur, por el importe de 150M NOK, durante un plazo de 20 años

”

En 2024 Syncrolift ya ha sobrepasado a Pearson en el número de clientes a los que se le presta servicios de mantenimiento (representa ya el 20% de los ingresos totales) y en el futuro veremos cómo se sustituyen los sistemas actuales de transferencias de barcos (95% de las instalaciones tienen railes) por un sistema de transferencia flexible como el empelado y validado por DMC.

Un buen ejemplo del impacto que tienen los contratos de mantenimiento lo encontramos en el último acuerdo firmado con la marina de Singapur, por el importe de 150M NOK, durante un plazo de 20 años.

Suponen ingresos recurrentes, con buenos márgenes y fidelizan al cliente con la posibilidad real de añadir nuevos contratos con innovaciones en productos y servicios.

Estos casos reales de nuevos productos y servicios, funcionando de forma ya efectiva en la instalación de un cliente, es la puerta de entrada a nuevos clientes, junto con los nuevos desarrollos que pude ver en las instalaciones de Syncrolift que permitirán realizar inspecciones y mantenimientos críticos con menores costes para los clientes.

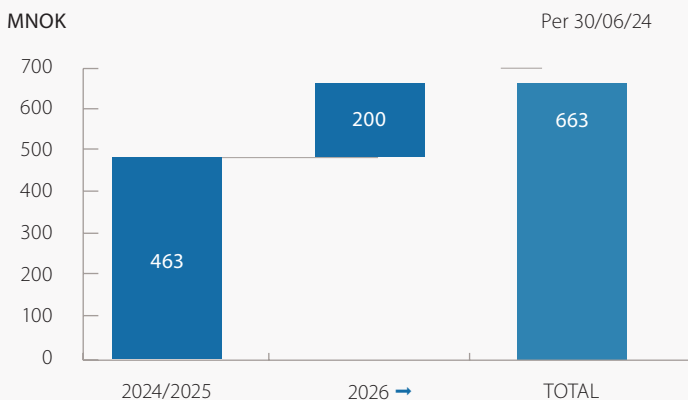
El trabajo que hemos hecho durante estos años identificando casi una veintena de licitaciones potenciales, me hacen confiar en que los resultados de Syncrolift seguirán su media histórica y que en los próximos meses se anunciarán nuevos contratos, como un nuevo Syncrolift en Europa (sept-dic 2024) y la ejecución de la opción de ASMAR (Q1 2025).

Ambos hitos suponen incrementos significativos en la cartera de pedidos de la compañía.

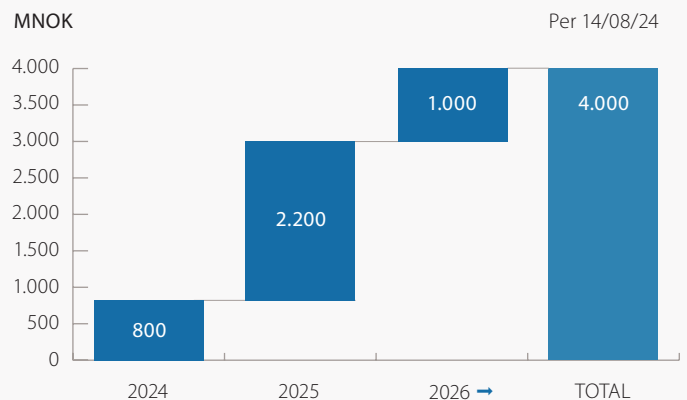
Las licitaciones en las que compite Syncrolift siguen en 4.000M NOK, pese a no haber ganado los últimos dos contratos.

HIGH VISIBILITY AND TENDERING ACTIVITY

SYNCROLIFT ORDER BACKLOG BY EXECUTION YEAR¹



TENDER PIPELINE, NEWBUID/UPGRADES BY YEAR OF CONTRACT AWARD



¹ Execution period and timing of contract awards may be impacted by external factors outside of Nekkar's control.

Fuente: Nekkar. Q2 2024.

Respecto a las nuevas divisiones:

📊 **Intellilift**, junto con la JV que tiene con Transocean y Viasat (2 empresas cotizadas), debe poder alcanzar un volumen de ingresos de 200-300M NOK en los próximos años.

Este es un nivel de ingresos similar al que ya tenía el fundador de Intellilift cuando desarrollaba ese nicho para otra empresa del sector, antes de independizarse y fundar Intellilift.

“

Fiizk, durante el 2º trimestre, ha entrado en beneficios por primera vez desde la reestructuración que llevó a Nekkar a entrar en el capital (5,2M NOK)

”

“

La desconexión entre la cotización y su valor real nos ha permitido durante estos años incorporar esta empresa a unos precios tan bajos que nos aseguran alimentarnos hasta que el mercado reconozca su valor real

”

El hito relevante más inmediato debería ser la firma de un nuevo contrato tras el periodo de evaluación de la última instalación en el Golfo de Méjico (opción del cliente).

📊 **Techano**, sigue ejecutando el plan de negocio actual, con entrega de dos grúas, mientras sube la rentabilidad inicial del 1 al 6%. Tiene venta cruzada con la nueva adquisición de Globetech y el objetivo es alcanzar un 10% de margen en las nuevas instalaciones.

En la última presentación de resultados, Nekkar confirmó la existencia de una opción para instalar cuatro nuevas grúas adicionales.

📊 **Fiizk**, durante el 2º trimestre, la compañía ha entrado en beneficios por primera vez desde la reestructuración que llevó a Nekkar a entrar en el capital (5,2M NOK) y cumpliendo así la previsión de Nekkar de que Fiizk entregaría beneficios ya en 2024.

Ya están comercializando dos nuevos productos, Protectus y Flexicage, dentro de un entorno social y regulatorio mucho más favorable a soluciones compatibles con la sostenibilidad del medio ambiente.

Un nuevo esquema de incentivos fiscales para la inversión en este tipo de tecnología podría ser el punto de inflexión para la industria y especialmente para Fiizk.

Al tratarse Nekkar de una compañía pequeña, que por su propia política de crecimiento no ha requerido de acceso a mercado de capitales (financia las adquisiciones con su caja sin necesidad de diluir a los accionistas), ni generar fees para la banca de inversión, las casas de research profesional no tienen incentivos para cubrirla.

Esta ausencia de research hace que la liquidez en la acción sea limitada, pero lo más importante es que la desconexión entre la cotización y su valor real nos ha permitido durante estos años incorporar esta empresa a unos precios tan bajos que nos aseguran alimentarnos hasta que el mercado reconozca su valor real.

Para finalizar, destacar que no estamos solos en nuestra andadura en esta compañía y cada vez hay más inversores nórdicos relevantes que se van incorporando al accionariado de Nekkar al conocer y estudiar la compañía, incluyendo analistas profesionales del sector a título personal.

Espero que esta primera carta con el nuevo formato semestral haya sido de vuestro interés y encontréis relevante su contenido.

Comenzando por esta, tendremos cada año una carta semestral, que debe estar lista en estas fechas de septiembre y que complementaré con una carta anual que debéis recibir el próximo mes de marzo o abril.

Cualquier duda o aclaración será un placer atenderla en todo momento, con independencia de la periodicidad de las cartas.

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

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.