

Inversores en empresas de nicho

Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta primer semestre de 2026

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y está dirigido únicamente a los partícipes actuales del fondo GB VII Azagala.

No constituye, en ningún caso, una oferta, invitación, recomendación personalizada ni asesoramiento de inversión para la suscripción, compra, venta o mantenimiento de instrumentos financieros.

La información, comentarios y opiniones expresados en este documento reflejan la visión del gestor en la fecha de su elaboración y se basan en fuentes consideradas fiables, si bien no se garantiza su exactitud ni que se mantengan en el tiempo.

Las referencias a compañías, sectores o instrumentos financieros concretos se realizan a título meramente ilustrativo, como parte de la explicación del proceso de inversión y de la evolución histórica de la cartera, y no deben interpretarse como recomendaciones de inversión.

Las rentabilidades pasadas, los datos históricos y las referencias a escenarios o estimaciones no constituyen un indicador fiable de resultados futuros. Las proyecciones, hipótesis o escenarios descritos reflejan únicamente supuestos del gestor y pueden no materializarse.

La inversión en el fondo conlleva riesgos, incluidos, entre otros, riesgos de mercado, liquidez, concentración, divisa y evolución específica de las compañías en cartera, pudiendo dar lugar a pérdidas sobre el capital invertido.

Madrid, septiembre de 2026

Estimados partícipes e inversores:

Azagala cerró el primer semestre de 2026 con un valor liquidativo de 14,097€ (+1,5% YTD) por participación.

A continuación mostramos la rentabilidad del fondo en el semestre y en cada uno de los últimos años naturales completos.

GB Azagala	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ES0147474003	+13,92%	+21,59%	-26,62%	+21,21%	+7,25%	+5,03%

*Rentabilidades correspondientes a los periodos anuales, expresadas en términos de revalorización y netas de comisiones. Fuente: Andbank Wealth Management. Las cifras se refieren al pasado y no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.

Howard Marks suele repetir que el mercado no recompensa a quien tiene razón, sino a quien tiene razón y además aguanta el tiempo suficiente para que se le reconozca. Es una

“

Azagala cerró el primer semestre de 2026 con un valor liquidativo de 14,097€ (+1,5% YTD) por participación

”

“

Un buen negocio necesita a la persona adecuada al mando, y esa persona necesita tiempo para que el mercado la entienda. Preferimos compañías sólidas con gente honesta al frente, dispuesta a asignar capital con disciplina, aunque tarden en ser reconocidas. Ese estilo es lo que sostiene el proyecto cuando el resultado todavía no llega

”

distinción incómoda, porque implica que estar en lo cierto no basta, hace falta, además, sobrevivir a los años en los que nadie más lo ve así. La Roja es, para nosotros, el mejor ejemplo deportivo de esa idea.

En 2004, España nunca había ganado un Mundial de fútbol, aunque el talento español llevaba años acostumbrado a ganar: cinco Tours de Induráin, varios majors de Ballesteros, tres Copas de Europa del Real Madrid entre 1998 y 2002 con futbolistas españoles como columna vertebral. Lo que fallaba no era el talento. Era otra cosa, más difícil de nombrar: un estilo propio, capaz de sostenerse desde la cantera hasta la absoluta. Luis Aragonés decidió construirlo. No llegó persiguiendo un resultado inmediato. Llegó con una convicción ya formada, la misma con la que un inversor sostiene una tesis después de haber hecho el trabajo: sabiendo que el mercado, o el marcador, tardarán en darle la razón.

“Del subcampeón no se acuerda nadie.” — Luis Aragonés

Del Bosque heredó esa convicción ya validada por un título, y ahí está la trampa que arruina a tantos sucesores, creer que se puede mejorar lo que ya funciona, firmarlo con nombre propio. Del Bosque entendió algo simple, lo que ya funciona no necesita genialidad, necesita que nadie lo toque. Mantuvo el estilo, añadió el rigor que faltaba, y en 2010 convirtió la apuesta de Aragonés en el primer Mundial de la historia de España.

“El éxito sin honor es el mayor de los fracasos.” — Vicente del Bosque

Después vinieron dieciséis años sin ganar una sola eliminatoria: fuera en 2014, en 2018, en 2022. Nadie decidió que, si el resultado no llegaba, había que cambiar el proceso de formación. Es la misma disciplina que aplicamos en Azagala, que una posición no se revalorice durante un tiempo no es motivo para cambiar cómo se analiza el negocio que hay detrás.

Luis de la Fuente no heredó nada. Destituido del Alavés en 2011, pasó dieciocho meses sin equipo, sin que ningún club se planteara su nombre. Volvió por el camino menos prometedor posible, un pequeño anuncio de la Federación para dirigir categorías inferiores, un contrato de tres meses. Desde ahí construyó, categoría a categoría, durante trece años, con una paciencia casi estoica, en un deporte que juzga a cualquiera por su último partido. En julio de 2026, trece años después de aquel anuncio, dieciséis años después de la última vez que aquel estilo había dado su fruto más grande, La Roja volvió a ser campeona del mundo.

“La calma es poder. El éxito también radica en el camino” — Luis de la Fuente

Con el tiempo, el estilo de un equipo parece obvio. Nadie recuerda que alguien tuvo que decidirlo primero, convencido de que era el camino correcto, sin ninguna prueba de que fuera a funcionar. Esa es la aportación de Luis Aragonés, y es la parte de esta historia que menos se recuerda: no ganó el primer título, sembró la única semilla que, veintidós años después, seguía dando fruto.

Al invertir pasa igual. Un buen negocio necesita a la persona adecuada al mando, y esa persona necesita tiempo para que el mercado la entienda. Preferimos compañías sólidas con gente honesta al frente, dispuesta a asignar capital con disciplina, aunque tarden en ser reconocidas. Ese estilo es lo que sostiene el proyecto cuando el resultado todavía no llega. Con el tamaño ocurre algo parecido a la fama: cuanto más grande y conocida es una compañía, más ojos la miran, y cuando todos miran lo mismo, el precio ya no habla del negocio, habla de la moda. Por eso seguimos donde casi nadie mira, en compañías

“

Sostener lo que ya está en cartera es la mitad del trabajo. La otra mitad es decidir bien qué se incorpora, y cuándo. No es habitual en Azagala incorporar cuatro posiciones nuevas en un mismo semestre. Lo inusual, sin embargo, no ha sido la decisión, sino la oportunidad

”

pequeñas, bien gestionadas, a precios que todavía no reflejan lo que valen.

Sostener lo que ya está en cartera es la mitad del trabajo. La otra mitad es decidir bien qué se incorpora, y cuándo. No es habitual en Azagala incorporar cuatro posiciones nuevas en un mismo semestre. Lo inusual, sin embargo, no ha sido la decisión, sino la oportunidad. Llevábamos años siguiendo estas cuatro compañías, esperando el precio que finalmente el mercado, entre dudas y ventas indiscriminadas, nos ha ofrecido. NewCap Holding, Baltic Classifieds Group, QXO y Ryanair. Las repasamos una a una a continuación.

NEWCAP HOLDING

Hay compañías a las que se llega buscándolas y hay compañías a las que se llega haciendo el trabajo de control y seguimiento de compañías que hemos tenido en cartera. A NewCap llegamos así ya que conocemos desde hace años Enterprise Diversified y a su máximo accionista, David Sherman, y en 2024 Enterprise Diversified adquirió el 25% de una pequeña gestora danesa de deuda, NCI Advisory, por poco más de un millón de euros.

El seguimiento de una inversión no debería detenerse en la primera capa. Si la compañía en la que inviertes participa en otra compañía, el trabajo continúa ahí. Ese seguimiento nos llevó hasta Jørgen Beuchert, el fundador de NCI Advisory, con quien llevamos reuniéndonos regularmente desde el año 2024. Pocas veces se encuentra un historial de crédito como el suyo, y casi nunca en alguien que gestiona tan poco capital.

Entre 2002 y 2007, Jørgen gestionaba una cartera de 3.000 millones de euros en deuda apalancada para un banco internacional. En 2008 renunció a esa escala para construir algo propio: fundó NCI Advisory y lanzó su primer fondo de deuda partiendo de cero y sin el respaldo de una gran entidad detrás.

En 2020 añadió un segundo fondo. Desde inicio, ambos fondos han generado más de un 10% de rentabilidad anual media, superando el 15% en los últimos cinco años, en más de cien desinversiones, un historial que en cualquier gestora de tamaño medio habría atraído miles de millones.

El crecimiento, además, se ha construido repartiendo cada año un dividendo superior al 9% a sus partícipes, mayoritariamente fundaciones, y aun así los activos bajo gestión han crecido a una tasa anual compuesta cercana al 17% desde 2015. Quince años después de dejar de gestionar 3.000 millones para un banco, Jørgen seguía gestionando una fracción de esa cifra por cuenta propia, pero construida entera, año tras año, con sus propias reglas.

CAGR DE AUM desde 2015

~17%

161M a 767 DKK, oct. 2025

TIR inversor desde 2008

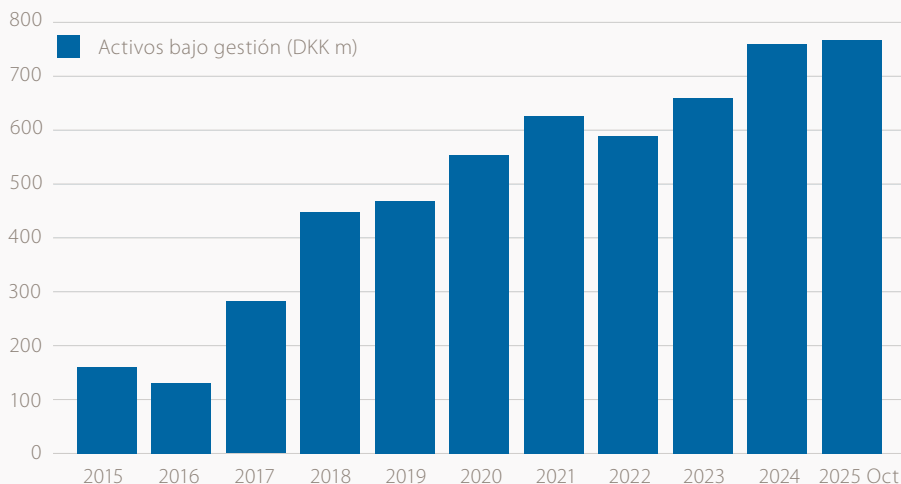
10,6%

+100 desinversiones

Margen operativo

40-50%

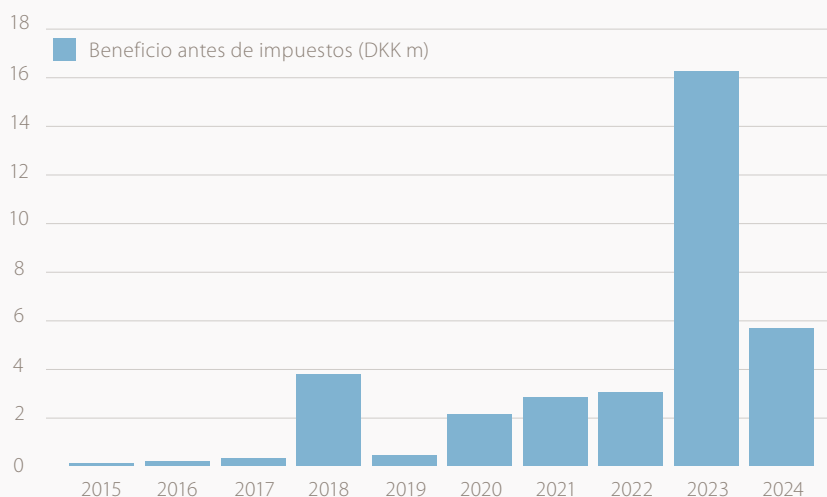
negocio muy ligero en capital



“

Hay algo más que nos gusta de este negocio en el contexto actual: la gestión de deuda privada de alto rendimiento es, por naturaleza, un negocio que la inteligencia artificial no puede desintermediar, y que probablemente termine beneficiándose de ella

”



Fuente: Newcap / NCI. Documento de fecha 19 12 2025¹

¹ <https://www.newcap.dk/selskabsmeddelelse-15-2025/>

En diciembre de 2025 llegó el salto a bolsa. NewCap era una cotizada danesa casi vacía, sin apenas negocio propio, pero con un activo poco habitual: un remanente fiscal de 332 millones de coronas danesas en bases imponibles negativas.

Jørgen y CrossingBridge Advisors aportaron el 100% de NCI Advisory a cambio de acciones nuevas, sin efectivo de por medio. El acuerdo se cerró el 30 de diciembre, y las nuevas acciones, cerca del 75% del capital, cotizan desde el 12 de enero de 2026.

En la práctica, NCI Advisory salió a bolsa por la puerta de atrás, ahorrándose los costes de una salida a bolsa tradicional y quedándose, de paso, con ese colchón fiscal.

Es, además, un negocio ligero en capital con costes fijos limitados a un equipo reducido, donde cualquier euro adicional de activos bajo gestión se traduce en beneficio incremental con muy poco coste marginal.

Hay algo más que nos gusta de este negocio en el contexto actual: la gestión de deuda privada de alto rendimiento es, por naturaleza, un negocio que la inteligencia artificial no puede desintermediar, y que probablemente termine beneficiándose de ella.

Originar una operación de deuda con una compañía nórdica concreta exige relación personal con el prestatario, conocimiento del tejido empresarial local, capacidad de negociar garantías y estructurar la operación, y años de historial de confianza mutua, todo ello difícil de replicar con un modelo de lenguaje.

Lo que sí puede hacer la IA es mejorar la parte analítica: procesar más rápido la documentación de cada operación, afinar los modelos de riesgo de crédito, vigilar el cumplimiento de covenants en toda la cartera. Es decir, la tecnología puede convertir a un equipo de ocho profesionales en un equipo mucho más productivo, sin sustituir lo que realmente hace ganar dinero a NCI Advisory, el criterio financiero y la relación humana en cada operación.

Ese mismo mes de enero llegó el segundo hito, y explica por qué, pese a su track record, NCI Advisory seguía gestionando una cifra tan modesta. La normativa danesa impone un techo estricto a cualquier gestor de fondos alternativos sin autorización plena: no puede

“

En gestión de activos hay un axioma que rara vez falla: si generas rentabilidad de forma consistente, tarde o temprano te confían más patrimonio

”

“

Hay un tipo de compañía que nos interesa especialmente en Azagala, aquella en la que el mercado, mirando sólo el ruido de corto plazo, olvida lo que el fundador ya ha sido capaz de construir antes con éxito

”

superar los 100 millones de euros bajo gestión, unos 750-800 millones de coronas danesas, ni comercializar sus fondos fuera de Dinamarca. Ese techo, no la falta de resultados, era lo único que frenaba a NCI Advisory. En enero de 2026 obtuvo la autorización plena como FAIF, el permiso que por primera vez le abre la puerta a captar capital internacional.

Desde entonces la compañía ha ido cerrando flecos: compró Observatum Compliance en abril, simplificó su capital en mayo, incorporó a Caroline Soliman al consejo, salió de la lista de observación de Nasdaq en junio, y firmó un acuerdo de liquidez con Danske Bank. En los próximos meses debería quedar lista, además, la estructura de fondos que permitirá canalizar ese capital internacional hacia NCI.

Ahí es donde nos gusta proyectar esta historia hacia adelante. El esquema no es nuevo dentro de la propia órbita de NewCap: CrossingBridge Advisors, la gestora que David Sherman fundó en 2016, gestionaba 1.200 millones de dólares cuando se integró en Enterprise Diversified en 2021, y hoy, cinco años después, supera los 4.400 millones.

En gestión de activos hay un axioma que rara vez falla: si generas rentabilidad de forma consistente, tarde o temprano te confían más patrimonio. Jørgen lleva desde 2008 cumpliendo la primera parte. Con la puerta internacional ya abierta, si cumple aunque sea en parte la segunda, los 103 millones de euros actuales podrían convertirse en varios cientos de millones, o más, en un plazo mucho más corto del que parece hoy, y será mucho más evidente para el resto del mercado.

QXO

Hay un tipo de compañía que nos interesa especialmente en Azagala, aquella en la que el mercado, mirando sólo el ruido de corto plazo, olvida lo que el fundador ya ha sido capaz de construir antes con éxito.

Brad Jacobs empezó su carrera en el trading de petróleo a finales de los setenta, y de un mentor suyo, el comerciante de materias primas Ludwig Jesselson, aprendió algo que ha repetido en cada una de sus compañías desde entonces, los problemas no son algo que evitar, son el activo con el que se construye valor.

Es una idea sencilla, casi ingenua vista desde fuera, pero que explica por qué Jacobs ha buscado sistemáticamente industrias grandes, fragmentadas y tecnológicamente atrasadas. Es el tipo de sector que la mayoría de los gestores evita precisamente porque está lleno de problemas sin resolver.

Jacobs ha repetido esa fórmula en tres industrias distintas. En 1989 fundó United Waste Systems, que convirtió en una de las mayores compañías de gestión de residuos de Norteamérica antes de venderla a Waste Management en 1997. Ese mismo año fundó United Rentals, que en poco más de un año pasó a ser la mayor compañía de alquiler de maquinaria del mundo. En 2011 tomó el control de un pequeño bróker de transporte y lo transformó en XPO, uno de los mayores operadores logísticos y de transporte de mercancías, que más tarde se dividió en tres compañías cotizadas independientes.

En ninguno de los tres casos el mercado reconoció el valor desde el primer día. En los tres, el mismo método, aplicado con paciencia, terminó produciendo el resultado.

El método de Jacobs, y la razón de su éxito repetido, se resume en una lógica de asignación de capital que es necesario explicar. Jacobs clasifica las operaciones de M&A en cuatro tipos según su tamaño y riesgo: las grandes y seguras, que sencillamente no existen; las pequeñas y seguras, que existen pero no tienen un impacto significativo; las pequeñas y complicadas, la peor combinación posible; y las grandes y complicadas con problemas

“

QXO es, precisamente, el tipo de compañía que buscamos en Azagala: no la que carece de riesgo, sino aquella donde el pesimismo del mercado descansa sobre un miedo puntual y no sobre un deterioro permanente del negocio

”

“

Su equipo ha completado unas 500 operaciones de M&A a lo largo de su carrera y ha captado más de 40.000 millones de dólares de deuda y capital, incluyendo tres salidas a bolsa

”

“

La IA no amenaza este negocio, lo mejora: QXO ya utiliza sistemas de fijación de precios dinámicos que ajustan el precio de cada pedido según el inventario disponible, el historial del contratista y la urgencia de la entrega

”

solucionables, lo que él llama el “cuadrante de la lotería”. Ahí está, el verdadero dinero, no porque el riesgo desaparezca, sino porque el tamaño del premio compensa sobradamente el trabajo al resolver los problemas que otros prefieren no tocar.

QXO, formada en 2023 con el objetivo de construir un distribuidor de materiales de construcción de 50.000 millones de dólares partiendo de cero, es exactamente ese tipo de apuesta. QXO es, precisamente, el tipo de compañía que buscamos en Azagala: no la que carece de riesgo, sino aquella donde el pesimismo del mercado descansa sobre un miedo puntual y no sobre un deterioro permanente del negocio. Entrar ahí exige más trabajo que comprar lo que ya ha confirmado su tesis, porque separar lo temporal de lo estructural requiere análisis, no consenso.

El plan de negocio que sostiene esa convicción es muy concreto. Tras la compra de Beacon Roofing Supply, Kodiak Building Partners y TopBuild, la compañía ya factura cerca de 18.000 millones de dólares, con el objetivo de alcanzar al menos 50.000 millones en ingresos y unos 7.500 millones de dólares de EBITDA en los próximos años (objetivos de la compañía reafirmados en la publicación de resultados¹), apoyándose en una combinación de nuevas adquisiciones y en la transformación de los márgenes de los negocios ya comprados, que hoy operan muy por debajo de lo que consiguen los mejores distribuidores del sector.

La compañía anuncia un punto de inflexión en esa mejora de márgenes a partir de 2027, cuando espera tener completada la migración tecnológica de sus negocios adquiridos a una plataforma común de precios, inventario y logística.

Entrevistas con expertos del sector explican por qué el libro de jugadas de Jacobs tiene tanto recorrido en los márgenes. Cada compañía que compra QXO llega con su propio sistema ERP. Datos repartidos. Decisiones lentas. Precios e inventario gestionados con la información de ayer, no en tiempo real. Arreglar algo que el sector lleva años dando por normal, sin necesidad de inventar nada nuevo. Beacon, Kodiak y TopBuild llegaron con ese mismo problema. Unificarlo en una sola plataforma no es un capricho tecnológico. Es la palanca de margen más grande que queda por explotar en todo el sector.

Hay además un argumento estructural detrás de esta tesis, y es la base de por qué QXO no es vulnerable a la disrupción tecnológica, sino todo lo contrario. El negocio de distribución de materiales de construcción tiene un foso competitivo que no depende de marca ni de tecnología, sino de física pura: un camión cargado de tejas o de aislante solo puede servir con rentabilidad un radio limitado alrededor de cada sucursal, aproximadamente lo que cubre un día de reparto. Esa limitación convierte cada sucursal en una especie de monopolio local. Lo que determina quién gana en una ciudad concreta no es el tamaño nacional de la compañía, sino la densidad de sucursales que tiene ahí, y un competidor gigante no tiene ninguna ventaja automática en un mercado donde no tiene presencia física real. Es el motivo por el que QXO no compite contra miles de distribuidores locales a base de escala pura, sino comparándolos uno a uno para heredar esa densidad ya construida.

Su equipo ha completado unas 500 operaciones de M&A a lo largo de su carrera y ha captado más de 40.000 millones de dólares de deuda y capital, incluyendo tres salidas a bolsa, un historial de ejecución que resulta difícil de replicar y que constituye, en sí mismo, una ventaja competitiva casi tan valiosa como el propio negocio de distribución.

Esa misma física es lo que protege al negocio de la disrupción por inteligencia artificial. Un tejado dañado necesita tejas entregadas en un camión por alguien que conoce la zona, y

¹ <https://investors.qxo.com/news/news-details/2026/QXO-Reports-Second-Quarter-2026-Results/default.aspx>

“

Lo que hace interesante esta tesis, en clave Azagala, no es solo el tamaño del objetivo, ni la estructura de alineación de incentivos detrás del equipo directivo. Es que, más allá del ruido que generan los tipos de interés actuales, el sector tiene vientos de cola estructurales que no dependen de ningún ciclo

”

“

Con ese déficit de vivienda y ese parque cada vez más envejecido, la demanda de materiales de construcción en los próximos años debería ser estructuralmente mayor que la actual, con independencia de cómo evolucione el ciclo de tipos de interés

”

ningún modelo de lenguaje puede sustituir esa entrega. La IA no amenaza este negocio, lo mejora: QXO ya utiliza sistemas de fijación de precios dinámicos que ajustan el precio de cada pedido según el inventario disponible, el historial del contratista y la urgencia de la entrega, el mismo tipo de gestión de rendimiento que usan las aerolíneas, aplicado por primera vez a la distribución de materiales de construcción. Es tecnología que se suma al negocio físico para capturar más margen, no tecnología que amenaza con sustituirlo.

Lo que hace interesante esta tesis, en clave Azagala, no es solo el tamaño del objetivo, ni la estructura de alineación de incentivos detrás del equipo directivo. Es que, más allá del ruido que generan los tipos de interés actuales, el sector tiene vientos de cola estructurales que no dependen de ningún ciclo. Estados Unidos arrastra un déficit de vivienda de unos 4 millones de unidades, un agujero que, al ritmo actual de construcción, tardaría más de una década en cerrarse. Y el parque existente envejece: la vivienda unifamiliar media supera ya los 40 años de antigüedad, frente a los 27 años de media en 1991, y más de un tercio del stock tiene 60 años o más. En el segmento comercial, la estructura media ronda los 50 años. Cuanto más viejo es un edificio, más hay que renovar, con independencia de que se construya mucho o poco cada año. Por eso el 50% de los ingresos del negocio viene de reparación y reposición, no de obra nueva, y esa demanda es no discrecional: cuando algo se rompe, es necesario arreglarlo.

Dentro del grupo, TopBuild merece un comentario aparte, porque su economía es sensiblemente mejor que la del resto de negocios adquiridos. En 2025, antes de pasar a manos de QXO, generó un margen EBITDA ajustado cercano al 18%, frente al 8-9% de Beacon y el 8,8% de Kodiak, prácticamente el doble. La razón se explica con dos datos concretos. Por un lado, el aislante no ha bajado de precio ni una sola vez desde la Gran Recesión de 2010: las subidas, de entre un 4% y un 6%, se anuncian con sesenta días de antelación, lo que permite trasladar el coste al cliente antes incluso de que la propia compañía lo absorba. Por otro, en una casa de 250.000 dólares, el aislante representa apenas un 2% del coste total de construcción, frente al 10-12% que puede suponer la madera. Cuando una partida pesa tan poco sobre el presupuesto final, subir su precio un par de puntos porcentuales no cambia la decisión de nadie, y esa combinación de poder de fijación de precios y baja sensibilidad del cliente es exactamente lo que explica ese margen casi el doble de alto.

Con ese déficit de vivienda y ese parque cada vez más envejecido, la demanda de materiales de construcción en los próximos años debería ser estructuralmente mayor que la actual, con independencia de cómo evolucione el ciclo de tipos de interés.

Eso no significa ignorar los riesgos. La estrategia depende de que el flujo de adquisiciones e integraciones continúe a buen ritmo y a múltiplos razonables, en un entorno donde competidores con bolsillos profundos, como Home Depot, ya han frustrado algún objetivo de compra de QXO, el caso de GMS, perdido frente a una oferta superior de Home Depot en 2025. A vigilar también: todavía una parte de los ingresos del grupo sigue ligado a la construcción nueva, residencial y comercial, sensible al ciclo de tipos de interés.

Precisamente por eso hemos podido esperar y comprar ahora, no cuando la historia se contaba sola. La acción llegó a cotizar en 27,6 dólares en el máximo del hype que provocó la entrada de Jacobs y la carrera de adquisiciones de 2025 y 2026. Hoy cotiza en torno a los 12 dólares, más de un 55% por debajo de ese máximo, castigada por el mismo ruido de tipos de interés que, según acabamos de explicar, no altera un solo ladrillo del déficit estructural de vivienda en Estados Unidos.

QXO no es todavía la compañía que Jacobs prometió en 2023 pero está dando los pasos necesarios para cumplir su objetivo y el tiempo dará o quitará razones.

“

Cuando todos coinciden en que algo es peligroso, el precio ya recoge ese peligro, y lo que queda de riesgo real suele ser menor que el que percibe el consenso.

Cuando todos coinciden en que algo es seguro, ocurre lo contrario: se paga de más, sin que nadie lo note, simplemente porque nadie discute el precio.

”

“

Ryanair es la rara excepción que convierte ese mismo terreno hostil en una fortaleza, y lo hace mediante un tipo de ventaja que no se copia leyendo un informe: se construye durante décadas de decisiones aparentemente pequeñas, tomadas todas en la misma dirección

”

RYANAIR

Howard Marks tiene una idea que repite en casi cada carta: el riesgo no se mide por lo mal que puede ir algo, sino por cuánta gente ya ha decidido no comprarlo por miedo a que vaya mal.

Cuando todos coinciden en que algo es peligroso, el precio ya recoge ese peligro, y lo que queda de riesgo real suele ser menor que el que percibe el consenso.

Cuando todos coinciden en que algo es seguro, ocurre lo contrario: se paga de más, sin que nadie lo note, simplemente porque nadie discute el precio.

Ryanair ha sido, durante años, ese segundo caso para nosotros. Llevábamos tiempo queriendo tenerla en cartera, convencidos de que era exactamente el tipo de operador que encaja con nuestra filosofía, dominante en su industria, gestionado con una disciplina de costes casi obsesiva, generando caja de forma consistente, y sin embargo el mercado nunca nos dejó entrar con margen de seguridad: el negocio se reconocía y se pagaba por adelantado.

Ha hecho falta una sacudida en el precio del petróleo, y el nerviosismo que ese tipo de episodios siempre contagia a todo lo cíclico, para que la acción cayera a niveles que finalmente sí nos parecen razonables. No compramos porque el negocio haya cambiado; compramos porque, por fin, el precio dejó de estar por delante del negocio.

Las aerolíneas, como clase de activo, son de las peores ideas de inversión que existen: consumen capital sin descanso, dependen de una materia prima que nadie controla, y compiten en un producto que el cliente percibe como intercambiable.

Ryanair es la rara excepción que convierte ese mismo terreno hostil en una fortaleza, y lo hace mediante un tipo de ventaja que no se copia leyendo un informe: se construye durante décadas de decisiones aparentemente pequeñas, tomadas todas en la misma dirección. Su verdadera arma competitiva no es sólo el precio del billete, sino su capacidad de negociación frente a los aeropuertos. Al operar miles de rutas directas sin depender de grandes centros de conexión, Ryanair puede amenazar de forma creíble con retirar volumen de cualquier aeropuerto que no le ofrezca condiciones ventajosas, y trasladar ese tráfico a otro destino secundario encantado de recibirlo. Ningún aeropuerto europeo quiere perder el volumen que mueve Ryanair, así que casi todos terminan cediendo.

Esa misma obsesión se repite en cada partida de coste, desde una tripulación cuyas horas de vuelo rozan el máximo legal europeo hasta la internalización del mantenimiento de motores, y el resultado es una rentabilidad sobre el capital que sitúa a Ryanair entre las pocas aerolíneas del mundo capaces de generar rentabilidad por encima de su coste de capital, algo de lo que la mayoría de sus competidores no pueden presumir y que se convierte en una ventaja estratégica en los peores momentos del ciclo.

Sobre esa base, el entorno actual añade algo que rara vez ocurre a la vez: escasez de oferta en toda la industria. El cuello de botella ya no está solo en los fabricantes de aviones, sino en los propios motores, lo que ha frenado a los competidores más débiles justo cuando Ryanair, con el balance más sólido del sector, puede seguir ganando cuota. Es la lógica de Marks aplicada al ciclo: cuando la industria crece más despacio que la demanda, es la escasez, no la abundancia, la que sostiene el precio. Y aquí Ryanair gana de dos formas. Si sube el combustible, el sector recorta capacidad, lo que termina subiendo las tarifas para quien sobrevive, casi siempre Ryanair, con más caja neta que nadie frente a competidores apalancados vía leasing. La historia lo confirma: ganó cuota tras la quiebra de Malév, el colapso de Spanair, y cada crisis de Alitalia.

“

Ryanair no elimina ninguno de esos riesgos. Lo que hace, mejor que cualquier otro operador del sector, es convertir cada uno de ellos en una ventaja relativa frente a quien no tiene ni el balance ni la disciplina de costes para sobrevivirlos igual de bien

”

“

Durante una buena parte de su historia en bolsa, BCG cotizó a múltiplos muy elevados gracias a ser un negocio de gran calidad, llegando incluso a superar más de 40 veces beneficio durante sus máximos de 2025

”

“

Consideramos que el mercado ha mezclado dos cuestiones distintas: un impuesto estonio sobre matriculación de vehículos, que introdujo un bache temporal en un solo vertical, y una amenaza estructural que, revisando los números del negocio, no encontramos reflejada con la magnitud que el precio sugiere

”

La forma más sencilla para valorar el precio que hemos pagado por invertir en la compañía es dividir el beneficio entre el número de pasajeros. Hoy la compañía gana unos 10 euros netos por cada pasajero. Con los nuevos aviones, que llevan más asientos y consumen menos combustible, y con más pasajeros volando cada año, el beneficio total de la compañía podría aumentar en los próximos años si se cumplen nuestras hipótesis. Al precio actual, el mercado asume que esa mejora nunca va a llegar.

Los riesgos no desaparecen porque el negocio sea bueno: la sensibilidad al ciclo económico europeo sigue ahí, el combustible puede moverse más allá de lo que cubren los hedges, los fabricantes pueden seguir retrasando entregas, la regulación de acceso a aeropuertos puede endurecerse, y la identidad operativa de la compañía sigue muy ligada a una sola persona cuya sucesión, algún día, tendrá que producirse.

Ryanair no elimina ninguno de esos riesgos. Lo que hace, mejor que cualquier otro operador del sector, es convertir cada uno de ellos en una ventaja relativa frente a quien no tiene ni el balance ni la disciplina de costes para sobrevivirlos igual de bien.

Comprar esa combinación, ventaja estructural más viento de cola sectorial, a un precio que el mercado solo nos ha ofrecido porque el petróleo preocupa a todo el mundo, consiste en esperar a que aparezca ese miedo y tener el capital y la convicción listos para entonces.

BALTIC CLASSIFIEDS GROUP

BCG es la empresa dominante de anuncios clasificados online en los tres países bálticos: Lituania, Letonia y Estonia, con algo más de 6 millones de personas en total.

Opera catorce portales repartidos de forma desigual entre los tres países y las cuatro verticales del negocio: coches, inmobiliario, empleo y anuncios generales. Es el equivalente báltico a tener Idealista, Coches.net e Infojobs bajo el mismo techo, y sin apenas competencia real en ninguno de los tres mercados.

Durante una buena parte de su historia en bolsa, BCG cotizó a múltiplos muy elevados gracias a ser un negocio de gran calidad, llegando incluso a superar más de 40 veces beneficio durante sus máximos de 2025, y desde entonces el múltiplo se ha contraído con fuerza, hasta un mínimo de unas 15 veces en los últimos meses.

La explicación más extendida es que la inteligencia artificial va a erosionar a los portales de clasificados, empezando por los más pequeños y menos defendidos. Consideramos que el mercado ha mezclado dos cuestiones distintas: un impuesto estonio sobre matriculación de vehículos, que introdujo un bache temporal en un solo vertical, y una amenaza estructural que, revisando los números del negocio, no encontramos reflejada con la magnitud que el precio sugiere.

Empecemos por la parte menos vistosa, que es donde está buena parte del valor. BCG no gana dinero con las visitas ni con la publicidad, como haría un medio de comunicación. Gana dinero cobrando por publicar un anuncio: alguien quiere vender un coche, un piso, o busca empleados, y paga a BCG por publicarlo en el portal donde sabe que va a encontrar compradores. Es un modelo que apenas ha cambiado en veinte años, y precisamente por eso es fácil de entender.

Un concesionario paga hoy algo menos de 400 euros al mes por publicar sin límite en el portal líder de coches; un agente inmobiliario, 250; una empresa que busca personal, 500. Son las suscripciones profesionales (B2C), que representan más del 50% de la facturación del grupo.

“

Una compañía de esta calidad, con la posición de dominio que tiene en cada mercado, no depende únicamente de seguir subiendo precio al mismo ritmo de los primeros años, tiene todavía margen para captar más clientes profesionales que hoy no están en la plataforma

”

“

Combinando eso, penetración todavía por explotar, precio con recorrido y recompra constante, creemos que tiene todavía margen de crecimiento sostenido durante muchos años, aunque la componente de subida de precio pura se vaya moderando con el tiempo

”

“

La pregunta relevante no es si un modelo de lenguaje puede generar texto sobre coches o inmuebles, algo que ya hace razonablemente bien, sino si puede generar la confianza y los datos verificados que sostienen una transacción real

”

La compañía ha subido estos precios todos los años desde su salida a bolsa en 2021, siempre por la misma vía: cambios de precios y paquetes cada septiembre-octubre. En los últimos tres ejercicios, el ARPU en coches ha subido un 26%, un 15% y un 13%; en inmobiliario, un 22%, un 20% y un 16%; en empleo, un 7%, un 12% y un 8%. El ritmo se ha ido moderando año a año, lo cual es razonable en un negocio que ya ha capturado buena parte del ajuste de precio más obvio, pero la dirección sigue subiendo precio todos los años sin haber tenido que revertir ninguna subida.

La desaceleración en el ritmo de subida no ha venido acompañada de fuga de clientes, que es la señal que de verdad importaría. Si la compañía estuviera agotando su capacidad de subir precio, lo lógico sería ver clientes abandonando la plataforma o reduciendo gasto, y eso no aparece en ningún vertical.

Una compañía de esta calidad, con la posición de dominio que tiene en cada mercado, no depende únicamente de seguir subiendo precio al mismo ritmo de los primeros años, tiene todavía margen para captar más clientes profesionales que hoy no están en la plataforma, para seguir empujando el take rate hacia el que ya cobran mercados más maduros, y para seguir recomprando acciones con la caja que genera, reduciendo el número de acciones en circulación año tras año.

Combinando eso, penetración todavía por explotar, precio con recorrido y recompra constante, creemos que tiene todavía margen de crecimiento sostenido durante muchos años, aunque la componente de subida de precio pura se vaya moderando con el tiempo.

Del lado de los costes, la estructura es igual de sencilla, con un margen EBITDA del 75-80% y una conversión a caja cercana al 100%.

Un bróker inmobiliario que trabaja con Aruodas.lt, el portal líder en Lituania, confirma con datos propios que el portal le genera el 80% de sus contactos, pese a costarle diez veces más que los portales segundo y tercero juntos, y que su gasto anual en la plataforma ha pasado de 100.000 a 300.000 euros en ocho años.

Un concesionario que se anuncia en Autoplus, el portal líder en coches, describe subidas de precio de entre el 25% y el 40% cada año, sin apenas margen de negociación, y sigue pagando porque no existe una alternativa con un volumen de compradores comparable.

Y un antiguo responsable de CVbankas, el portal de empleo, señala una diferencia estructural que refuerza el argumento sobre la IA: la base de currículums es un sistema cerrado y privado, no indexable, muy distinto de los anuncios de coches o inmuebles, que por su propia naturaleza son públicos. Lo que sostiene la posición dominante de BCG en cada vertical y cada país no es la tecnología, es la concentración de compradores y vendedores en un mismo sitio, algo que ni un portal más barato ni un asistente de IA replican de la noche a la mañana.

La pregunta relevante no es si un modelo de lenguaje puede generar texto sobre coches o inmuebles, algo que ya hace razonablemente bien, sino si puede generar la confianza y los datos verificados que sostienen una transacción real. Un modelo genérico se entrena sobre lo que está indexado públicamente en internet, con meses o años de retraso; el inventario real de coches en venta hoy en Vilnius, o el precio exacto al que se cerró la última transacción de un piso en un edificio concreto de Tallin, no forma parte de esa información pública. BCG lleva años construyendo precisamente esa capa de datos propios.

El riesgo real no es que un modelo de lenguaje aprenda a responder preguntas sobre coches o pisos, sino que llegue a completar la transacción entera por su cuenta, y ahí es donde el trabajo de años de BCG construyendo su propia capa de datos verificados cambia el resultado, si algún día alguien busca a través de un asistente de IA en lugar de

“

BCG sigue siendo una compañía que crece de forma razonable, con un margen por encima del 75%, y cotizando hoy a un múltiplo sensiblemente inferior al de sus máximos de hace apenas un año

”

“

Somos agricultores. Sembramos y cuidamos el terreno, y sabemos que la cosecha llega cuando el mercado decide, no cuando nosotros querríamos

”

un portal, ese asistente va a necesitar consultar exactamente los datos que solo BCG tiene, lo que convierte a la compañía en la infraestructura detrás de la búsqueda antes que en su víctima.

Por último, la propia dirección ha recomprado más del 10% del capital en los últimos meses, parte de ello financiado con deuda. Es una de las señales más directas de que, con la información completa que solo ellos tienen, consideran que el precio actual no refleja lo que vale el negocio.

Mientras tanto, BCG sigue siendo una compañía que crece de forma razonable, con un margen por encima del 75%, y cotizando hoy a un múltiplo sensiblemente inferior al de sus máximos de hace apenas un año.

Cuando abrimos esta carta con Luis Aragonés, Del Bosque y De la Fuente, no fue por buscar una metáfora bonita. Fue porque sostener un estilo mientras el resultado tarda no es una anécdota deportiva, es el trabajo de fondo, el que no se nota hasta que da resultado. Nadie nos va a aplaudir por no vender una posición que lleva un año quieta, ni por leer documentos en danés de una pequeña gestora nórdica que nadie más sigue. Ese reconocimiento, si llega, llega siempre después.

Somos agricultores. Sembramos y cuidamos el terreno, y sabemos que la cosecha llega cuando el mercado decide, no cuando nosotros querríamos. Unas veces tarda poco. Otras, más. Lo que no cambia es el proceso: seguir sembrando de la misma forma, gane o pierda el año. No prometemos que todas las posiciones funcionen. Prometemos que ninguna está aquí por casualidad, por moda, ni por pereza.

Gracias, como siempre, a nuestros partícipes, por la confianza y por la paciencia de acompañarnos en este camino. Seguiremos sembrando, sabiendo que el tiempo de la cosecha no lo decidimos nosotros, y que la humildad de aceptarlo forma parte del propio trabajo.

Daniel Tello

GB Azagala

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

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