

# Inversores en empresas de nicho Somos parte de una minoría que no invierte como la mayoría

Carta trimestral - 4T 2022  
Febrero 2023

Estimado inversor:

Azagala cerró el cuarto trimestre de 2022 con una rentabilidad negativa del 5,51%, lo que sitúa la rentabilidad acumulada durante 2022 en -26,63%.

Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 1,72%. Dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 101.715,77 euros a 31 de diciembre de 2022.

En los tres años que llevamos juntos, este ha sido el primer año de Azagala con un resultado negativo y pese a que la situación macroeconómica y la negatividad del mercado hacia nuestras empresas hayan borrado una gran parte de las subidas del fondo de 2020 y 2021, hay muchos motivos, pero principalmente tres, que hacen que esta sea la carta que más ganas tenía de escribir. Son los siguientes:

- 1.- Comportamiento de los partícipes.
- 2.- Composición de la cartera.
- 3.- Valoración que asigna el mercado a nuestras empresas.

## 1.- COMPORTAMIENTO DE LOS PARTÍCIPES

El primer motivo es el comportamiento tan diferencial de los partícipes de Azagala en estos tres años, pero especialmente tengo que destacar este 2022.

Fue un año en el que las bolsas y los bonos tuvieron un desempeño terrible en términos de rentabilidad y ya sabemos que, por norma general, el dinero es miedoso y en periodos de bajadas el patrimonio de un fondo suele verse afectado negativamente por la salida de partícipes. En Azagala, no ha sido así.

Como podéis comprobar en estos gráficos, pese a que los resultados del fondo hayan sido negativos durante 2022, es un motivo de orgullo ver la estabilidad en el número de partícipes junto con el incremento en el número de aportaciones (número de participaciones).

“

*Desde el inicio del fondo la rentabilidad asciende al 1,72%*

”

“

*2022, un año en el que las bolsas y los bonos tuvieron un mal comportamiento en términos de rentabilidad*

”

“

Google nos sirve de ejemplo de empresa que sabe lo importante que es invertir pensando en el largo plazo pese a la volatilidad

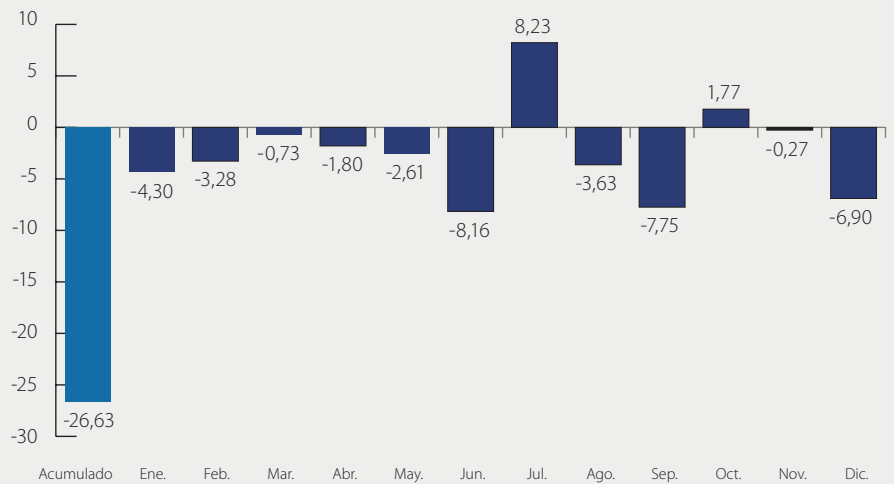
”

“

Cada vez que las bolsas han caído por diversos motivos, después se han vuelto a recuperar generando retornos anuales del 11% para los inversores que permanecieron invertidos

”

#### GRÁFICO DE RENTABILIDADES, 2022 (%)



#### VALOR PATRIMONIAL G VII AZAGALA

	31/12/2021	30/11/2022	31/12/2022
Patrimonio	5.615.237,03	6.022.262,71	5.744.634,94
Número de acciones/participaciones	405.059	551.213	564.773
Valor liquidativo/precio	13,86275	10,92547	10,17158
Número de accionistas/partícipes	491	580	580

No exagero nada si digo que contar con capital permanente en un fondo abierto es la base del éxito de este tipo de proyectos. Me siento muy honrado al haber contado con vuestra confianza durante todo este tiempo, confianza demostrada con los incrementos de vuestras aportaciones periódicas en los momentos de caídas.

Comprobado una vez más que la base del proyecto es muy robusta y sólida (gracias a contar con capital permanente), el objetivo de Azagala en el largo plazo sigue desarrollándose: “devolveros esa confianza multiplicada en términos de rentabilidad con el paso de los años”. Para conseguirlo seguimos firmes por el camino que marcan nuestras señas de identidad: “cercanía, compromiso y dedicación”.

Antes de pasar a comentar el siguiente punto de la carta, me parece imprescindible dejaros dos reflexiones sobre cómo de habituales son las caídas de las bolsas en general y también cómo se comporta el mercado con una empresa en particular. Una empresa que todos conocéis como Google, nos sirve de ejemplo con el objetivo de resaltar lo importante que es invertir siempre pensando en el largo plazo pese a la volatilidad que siempre va a existir en los mercados.

#### 1ª Reflexión: “construir riqueza requiere tiempo”

- 📊 En el periodo 2000-2002 las bolsas cayeron un 49%.
- 📊 En el periodo 2008-2010 las bolsas cayeron un 57%.
- 📊 En 2020 las bolsas cayeron un 34%.
- 📊 En 2022 las bolsas cayeron un 24%.

“

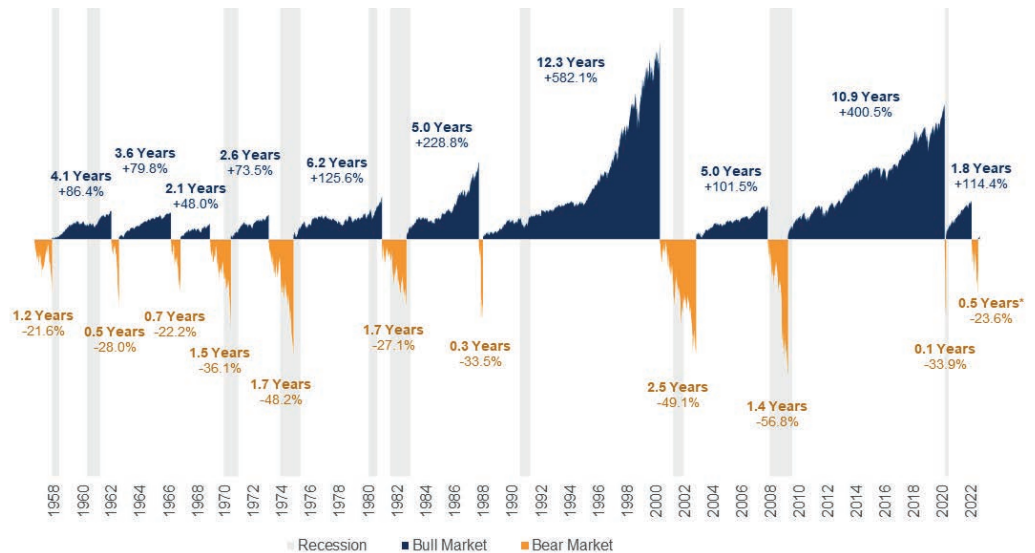
*Permanecer invertido durante años compensa de sobra los periodos de caídas*

”

Cada vez que las bolsas<sup>1</sup> han caído<sup>2</sup> por diversos motivos, después se han vuelto a recuperar generando retornos anuales del 11%<sup>3</sup> para los inversores que permanecieron invertidos.

En este gráfico que os adjunto se pueden ver de una manera más visual los motivos por los que permanecer invertido durante años compensa de sobra los periodos de caídas<sup>4</sup>.

Es absolutamente normal que los periodos alcistas siempre sean precedidos por periodos bajistas. Ahí es donde se producen las oportunidades.



### 2ª Reflexión: “ninguna empresa está exenta de caídas”

Para detallar esta reflexión voy a usar, como os dije más arriba, una empresa en la que no estamos invertidos pero que todo el mundo conoce como es [Google](#). Es quizás una de las mejores empresas del mundo por la fortaleza de sus productos y sus ventajas competitivas.

Es posible que a muchos de vosotros os vaya a sorprender que pese a la calidad del negocio de Google haya tenido estos datos de volatilidad tan fuertes en su cotización durante los últimos años:

“

*Los periodos alcistas siempre sean precedidos por periodos bajistas. Ahí es donde se producen las oportunidades*

”

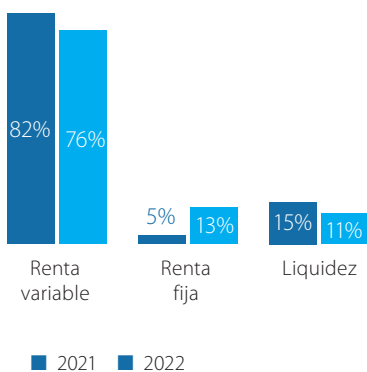
- 📊 Google ha sufrido caídas en su cotización del 10% en 21 ocasiones.
- 📊 Google ha sufrido caídas en su cotización del 20% en 6 ocasiones.
- 📊 Google ha sufrido caídas en su cotización del 30% en 4 ocasiones.
- 📊 Google ha sufrido caídas en su cotización del 40% en 4 ocasiones.
- 📊 Google ha sufrido caídas en su cotización del 65% en 1 ocasión.

1 <https://www.moneytalksnews.com/slideshows/the-worst-years-in-stock-market-history/>  
 2 [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_stock\\_market\\_crashes\\_and\\_bear\\_markets](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_stock_market_crashes_and_bear_markets)  
 3 The index has returned a historic annualized average return of around 11.88% since its 1957 inception through the end of 2021.  
 4 <https://www.rbcgam.com/en/ca/learn-plan/investment-basics/the-bulls-the-bears/detail>

“

La volatilidad siempre estará presente en nuestro viaje como inversores

”



“

Conseguir rentabilidades en bonos cercanas al 7% fortunadamente hoy en día es una realidad

”

Pese a todas estas bajadas, las posteriores recuperaciones han permitido que un inversor en Google que comprara en su salida a bolsa en 2004 y “permaneciera invertido” pese a las caídas, haya generado un 3.670% de rentabilidad<sup>5</sup>.

Estas dos reflexiones, “construir riqueza requiere tiempo” (invertir a largo plazo) y “ninguna empresa está exenta de caídas” (la volatilidad siempre estará presente en nuestro viaje como inversores) me sirven para introducir la composición de nuestra cartera.

## 2.- COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

Los pesos por categorías a cierre de año son los siguientes, frente a su comparativa a cierre del año 2021:

📊 Renta Variable: 76% (82% en 2021)

📊 Renta Fija y Convertibles: 13% (3% en 2021)

📊 Liquidez: 11% (15% en 2021)

La parte de **Renta Fija** ya la comentamos en detalle en la anterior carta trimestral. Sólo añadir que, a cierre de año, la rentabilidad media anual de los bonos en cartera se sitúa en el 6,62%, sin contar la rentabilidad adicional que nos pueden dar los bonos convertibles.

Optar a conseguir rentabilidades en bonos cercanas al 7% era un sueño durante muchos años y afortunadamente hoy en día es una realidad.

Espero muchas cosas buenas en el futuro de nuestra cartera de Bonos gracias a contar con un mix muy adecuado de precios de compra, rentabilidad esperada y la calidad de los activos de nuestros emisores.

Recientemente, he participado en el programa Alfa Positivo de Sergio Falla donde hemos comentado en detalle algunas de nuestras posiciones en Renta Fija y nuestra visión sobre la situación actual del mercado. Si algún participe lo quiere ver, aprovecho para dejar aquí el enlace a la entrevista. <https://youtu.be/vWmuWylXzh4>

La composición de la cartera de **Renta Variable** en este 2022, como podéis comprobar, no ha cambiado sustancialmente en nuestras mayores posiciones respecto a 2021.

Hemos aprovechado las caídas de junio, septiembre y diciembre principalmente para incrementar posiciones mayoritariamente en las empresas donde ya teníamos un peso relevante.

La mayoría de nuestras empresas del top 10 están de forma oportuna recomprando sus acciones. El resto tiene una cómoda posición de caja que en un futuro podrían también usar para realizar recompras si las bolsas siguen cayendo o para realizar adquisiciones de competidores.

El top 10 representa el 50% del fondo y sólo han entrado dos nuevas compañías: Triumph Financial y el bono de CaixaBank. Universal Music Group ya estaba en cartera en 2021 pero hemos aprovechado las caídas de 2022 para incrementar su peso hasta el top 10.

5 <https://twitter.com/BrianFeroldi/status/1624494476918923264?s=20>



## 10 PRINCIPALES POSICIONES EN CARTERA A CIERRE 31/12/2022

Accs. Triumph Bancorp INC	7,15%
Accs. IAC/Interactive Corp	6,86%
Accs. Westaim Corp/The	6,18%
Accs. Nekkar Asa	5,81%
Accs. Universal Music Group	4,95%
Accs. Paradox Interactive AB	4,30%
Accs. Clarus Corp	4,18%
Accs. Donnelley Financial Solution	3,79%
Accs. TRVRC Holding AB	3,60%
Obgs. Caixabank 5,25% Perp	3,02%

Nuestra manera principal de construir riqueza 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.

Durante los primeros días de 2023 tuve la fortuna de acudir al programa de radio de Luis Fernando Quintero, donde pude detallar nuestra filosofía de inversión tan diferente y explicar en detalle en qué consiste "Invertir en empresas de nicho". Para los participantes que tengan interés en escucharlo este es el enlace al programa <https://www.youtube.com/watch?v=DR-x-EYN4HY&t=2048s>

En este tipo de pequeñas empresas de nicho, que son desconocidas para la mayoría del mercado y que no cuentan con analistas que las sigan, es donde encontramos las mejores oportunidades para conseguir rentabilidades extraordinarias con el paso del tiempo.

Se trata de empresas donde dedicamos toneladas de tiempo para convertirnos en uno de los fondos que más saben de ellas. Eso y una dosis extraordinaria de paciencia hacen que en su gran mayoría obtengamos el éxito deseado. Y digo en su gran mayoría porque me voy a equivocar en alguna, pero en las que acertemos vamos a compensar de sobra mis equivocaciones.

Además de la iliquidez que presentan estas compañías, un riesgo adicional de las micro y small caps es que tienen una volatilidad muy superior al resto de acciones de otras compañías de mayor tamaño. Por esta razón se hace necesario que contemos siempre con un extra de liquidez y así podamos aprovechar esa desconexión que muchas veces nos presenta el mercado entre la cotización y la realidad de la empresa y no tener que convertirnos en un vendedor forzado más para poder aprovechar ese tipo de oportunidades.

Una buena parte de esa liquidez del fondo no sólo no representa siempre un coste de oportunidad (con las subidas de tipos la liquidez en cuenta se remunera a tipos positivos por primera vez en muchos años) sino que mediante su uso inteligente, nos proporciona un extra de rentabilidad con la venta de opciones y en algún momento puntual también la usamos para hacer coberturas de tipos de interés (primer trimestre de 2022) y coberturas de divisa (último trimestre de 2022).

“

*Comprar buenos activos a un precio correcto es una buena manera de generar rentabilidad en el futuro, pero comprar esos activos a un precio cercano a 0 es todavía mejor y una garantía de rentabilidad y seguridad a futuro*

”

“

*En las pequeñas empresas de nicho es donde encontramos interesantes oportunidades para conseguir rentabilidades con el paso del tiempo*

”

Sé que tener siempre un nivel de liquidez disponible es algo no muy común en España, pero a nosotros nos aporta seguridad, estabilidad y rentabilidad.

Una buena parte del mal comportamiento del fondo durante 2022 viene provocada por las caídas que han sufrido en su cotización la mayoría de nuestras pequeñas empresas y especialmente aquellas en las que estábamos invertidos de manera significativa.

Paso a detallaros algunos casos concretos de empresas, donde estando muy invertidos, han sufrido durante 2022 caídas muy significativas para que podáis conocer de primera mano qué nos llevó a invertir en ellas y por qué hemos aprovechado las caídas para invertir más en ellas.

### 3.- Valoración que asigna el mercado a nuestras empresas

**Interactive Corp** (2ª posición del fondo con un peso del 6,9% con una caída de la acción del 66% en 2022).

IAC es un holding americano dueño de una colección de activos digitales únicos. Activos en nichos de mercado gigantes, donde trata 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 consiste, lejos de acumular activos, 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 sí algunas de sus transacciones más exitosas en estas grandes compañías, que una vez fueron pequeñas y desarrolladas por ellos:

📊 Ticketmaster.

📊 Expedia.

📊 Match, Tinder.

Durante 2022 la cotización de la compañía ha caído un 66%, provocada por el miedo a una recesión dura y prolongada, las subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales que han castigado la valoración de muchos activos en fase de crecimiento y el pesimismo del mercado sobre el sector de publicidad digital.



El balance de la compañía es muy fuerte, con 1,2 B de caja en el holding y que han usado de manera inteligente para empezar a recomprar sus propias acciones. Una buena parte de la caja se usará para incorporar al holding una nueva empresa como ya hizo en 2020 con la compra de acciones de MGM (1,5B de revalorización en 2 años)<sup>6</sup>.

En 2022, IAC ha tenido problemas con la integración de Dotdash con Meredith (comprada en 2021 por 2,7B) y con la ralentización del mercado de publicidad digital, y, aunque todavía no haya entregado los resultados esperados, estoy seguro que una vez que se recupere la contratación digital estamos ante un activo único que generará al menos entre 300-400 M \$ anuales de caja para nosotros. Por mis cartas anteriores, sabéis de la calidad del equipo directivo de Dotdash dirigido por Neil Vogel.

Si usamos el precio de cotización de cierre de año en IAC (45\$) y descontamos la participación que tiene IAC en empresas que cotizan como ANGI y MGM, nos encontramos con que el mercado valora su participada Dotdash Meredith a 3 veces Ebitda y el resto de negocios los valora a 0, como es el caso de TURO (pendiente de su salida a bolsa en 2023) y el caso de CARE (comprado por 500 M \$ en 2020).

Como habéis podido comprobar, se trata de una empresa de calidad con un equipo directivo de primer nivel con mucha experiencia en sus sectores, que ha demostrado en sobradas ocasiones que entrega rentabilidad a sus accionistas y que, pese a tener dificultades temporales de ejecución en varios de sus negocios, tiene una gran colección de buenos activos, muchos de ellos únicos y que entregarán una rentabilidad muy por encima de lo que espera el mercado en los próximos años.

Que el mercado los valore a 0 es realmente un caso para estudiar.

Si tuviera que resumir en una sola frase el motivo por el que IAC es una de nuestras mayores inversiones en el fondo, sería esta:

*“Comprar buenos activos a un precio correcto es una buena manera de generar rentabilidad en el futuro, pero comprar esos activos a un precio cercano a 0 es todavía mejor y una garantía de rentabilidad y seguridad a futuro”*

**Nekkar** (4ª posición del fondo con un peso del 5,8% con una caída de la acción del 42% en 2022).

Nekkar es una pequeña empresa noruega que, a cierre de 2022, capitaliza apenas 600 M Nok (55 M €) y que incorporamos al fondo en 2019 cuando apenas superaba los 250 M Nok y cotizaba a 3 veces beneficios.

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

- 1.- Tiene una familia al frente. La familia Skeie es dueña de más del 30% de las acciones y desde su salida a bolsa en el año 1999 han demostrado su capacidad para gestionar la compañía de manera correcta y con una muy buena gestión del capital.
- 2.- Domina su nicho, con una gran posición competitiva (a través de su marca Syncrolift domina el 50-60% de las nuevas instalaciones que se construyen dentro de un oligopolio donde compite principalmente con Pearlson).

<sup>6</sup> IAC's stake in MGM was purchased for \$1.3 billion in 2020 and 2022 and is worth \$2.8 billion as of February 10, 2023.

“

*Las empresas con un equipo experto de primer nivel han demostrado ser más rentables*

”

“

*Las empresas con participación relevante de las familias propietarias y con dominio de su nicho nos parecen atractivas*

”

Esta división es un reloj suizo pues entrega al año unos 400 M Nok en ventas con 80 M Nok de beneficios. Tiene una cartera de pedidos con trabajo garantizado para los próximos 2-3 años y está inmersa en al menos doce nuevas licitaciones<sup>7</sup>, donde históricamente ha ganado el 60% de esos nuevos contratos.

Adicionalmente, desde que nos convertimos en accionistas, la compañía está aumentando el peso de los contratos de servicios y mantenimiento en una base existente de Syncrolifts (+200 por todo el mundo).

Estos contratos a largo plazo suponen ya el 17% de las ventas en 2022 con unos márgenes superiores al de las nuevas instalaciones. De esta forma convierte las ventas de ejercicios posteriores cada vez en resultados más estables y predecibles.

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

- **Oil & Gas:** con un software que permite reducir los tiempos de perforación a través de su filial Intellilift. En la presentación de los resultados del Q4 de 2022 anunció la firma del primer contrato por 4 años por un importe todavía no revelado.
- **Acuicultura:** con su prototipo Starfish ha creado una solución de jaula cerrada que elimina los tres grandes problemas que tiene la cría de salmón en Noruega: escapes, piojos y contaminación del lecho marino. Hay actualmente unas 4.000 jaulas abiertas que potencialmente podrían ser sustituidas en el futuro por jaulas cerradas.
- **Renovables:** con su prototipo Skywalker ha creado una solución para reducir los costes de instalación y mantenimiento de los aerogeneradores. Sólo 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.

Durante 2022 hemos aprovechado la caída del 42% en la acción para aumentar significativamente nuestra inversión en la compañía a un precio que sólo con los resultados de su división más madura Syncrolift nos genera una rentabilidad en torno al 15% anual.

Espero que en el transcurso de este 2023 anuncie al menos dos nuevos contratos en Australia (Darwin y Cairns) que le permitirán incrementar su cartera de pedidos significativamente y durante 2024-2025 anuncie otros cuatro o cinco nuevos contratos en algunos de estos países con licitaciones en curso: Chile, Grecia, Marruecos, Sudáfrica, Ecuador, Arabia Saudí e India.

El trabajo que desarrollan los equipos de Nekkar y las conversaciones que hemos tenido con ellos me hacen ser muy optimista con el futuro de las nuevas divisiones, ya que con sólo tener éxito en una de las tres (Oil & Gas, Acuicultura y Renovables) y capturando una cuota de mercado muy pequeña se multiplicará el tamaño de la empresa y con ello nuestra rentabilidad en los próximos años.

<sup>7</sup> Tenemos identificados 12 proyectos comerciales a los que habría que sumar proyectos de defensa que por seguridad no se hacen públicos hasta que no se ejecuta el contrato.



“

*Muchas empresas americanas tienen bases imponibles negativas que utilizan para reducir el impuesto sobre beneficios*

”

“

*Una ralentización de la oferta y problemas logísticos han impactado en las ventas y en el plan de expansión en USA de Rhino-Rack*

”

Cada vez hay más fondos nórdicos de calidad que se están interesando en Nekkar y es posible que durante 2023 un banco de inversión haga un research de iniciación sobre ellos. Estamos ante una gran empresa que muy poca gente conoce y a la que la situación de 2022 no ha hecho más que darnos una gran oportunidad de incrementar nuestra posición a un precio muy competitivo.

**Clarus Corp** (7ª posición del fondo con un peso del 4,2% con una caída de la acción del 72% en 2022).

Clarus Corp es una empresa que muchos de vosotros ya conocéis por mis cartas anteriores y también por nuestra tesis de inversión que hicimos pública en 2020. Lleva con nosotros en el fondo desde el principio al cumplir plenamente todos los requisitos que pedimos a una compañía de nicho.

- 📊 Líder de su nicho (escalada).
- 📊 Fundador al frente y/o equipo directivo de calidad y experiencia (W. Kanders y J. Walbrecht).
- 📊 Capacidad para competir y crecer en nichos adyacentes (compra de Barnes y Rhino-Rack).
- 📊 Buena gestión de capital (reversión en el negocio y recompras, uso inteligente de la deuda).

Durante 2020 y 2021 nuestra tesis se cumplió sobradamente en poco tiempo entregándonos una rentabilidad superior al 150%, hasta que en verano de 2022 la acción superó sin ningún motivo conocido los 32-33\$, lo que aprovechamos para vender opciones y reducir la posición.

Pese a que las primas cobradas fueron importantes (la volatilidad llegó al 200%) es evidente que cometí un error al no hacer caja con al menos el 50% de la posición (el mismo volumen que vendimos de opciones) ya que toda la subida de las opciones y de la acción estaba provocada por causas ajenas al negocio de la compañía.

Clarus, como muchas compañías americanas que tienen bases imponibles negativas (se usan para reducir el impuesto sobre beneficios) se protege mediante sus estatutos donde si un accionista quiere incrementar su posición significativamente debe pedir permiso primero al consejo y esto se hace público a todo el mercado.

Una vez que se hizo público que dos accionistas tradicionales de Clarus habían pedido permiso al consejo para superar el 10% en sus compras de acciones se produjo una explosión en el volumen de opciones y acciones (Clarus pasó de negociar 100.000 títulos al día a más de 3.000.000 de acciones diarias) ya que varios Hedge Fund aprovecharon una posición de debilidad en un tercer fondo accionista de Clarus que había incrementado sus compras en Clarus de forma apalancada con derivados llevando en esas semanas a cerrar sus posiciones por no poder cubrir los márgenes y a la posterior quiebra de ese fondo.<sup>8</sup>

Con independencia de todo el ruido generado por esos Hedge Fund y las posibilidades reales que tiene Clarus de reclamar una parte de los beneficios que obtuvieron por esa operativa<sup>9</sup> y que pueden resultar muy significativos al llegar a tener uno de esos Hedge

<sup>8</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-10/fraga-backed-fund-faces-88-drop-as-leveraged-clarus-bet-sours>.

<sup>9</sup> <https://www.claruscorp.com/press-releases/detail/255/clarus-files-lawsuit-against-hap-trading-and-harsh-a-padia>



Fund el 30% del capital<sup>10</sup>, creo que el valor real de la compañía es muy superior al que muestra la cotización a cierre de año, motivo por el que hemos incrementado nuestra posición con opciones y acciones a un precio de cotización por debajo de 7 veces beneficios.

Es correcto pensar que una ralentización del consumo, un exceso de oferta en el sector de munición y los problemas logísticos del sector de automoción que ha impactado las ventas y el plan de expansión en USA de Rhino-Rack impactarán negativamente y de forma temporal en el crecimiento de las ventas respecto a los últimos ejercicios.

A cambio, lo que me hace ser muy optimista es la fortaleza de su modelo de negocio, el liderazgo de sus distintas marcas y los hábitos de consumo de sus clientes, que una vez que todo vuelva a la normalidad recuperarán con fuerza los objetivos de la compañía como ya han demostrado en anteriores ocasiones.

Con el tiempo, Clarus entregará en los próximos años entre 1-2\$ por acción de caja frente a los 8\$ que tiene el precio de la acción a final de 2022. Demasiado pesimismo para una compañía de tanta calidad y con un equipo directivo con tanta experiencia.

**RevolutionRace** (9ª posición del fondo con un peso del 3,6% con una caída de la acción del 67% en 2022). RevolutionRace es nuestra empresa sueca de ropa de Outdoor, con un modelo exclusivo online que le permite crecer y expandirse en nuevos verticales y países, dentro de un nicho de mercado gigante (90 B en ventas) con unos márgenes muy superiores a la competencia lo que le lleva a vender ropa de calidad a precios muy competitivos.

La incorporamos a la cartera en 2021 aprovechando su salida a bolsa a un precio exigente en ese momento, pero correcto si la empresa continuaba entregando anualmente las proyecciones medias en ventas que venía experimentando en los años anteriores y a un precio muy atractivo si cumplía su plan de negocios, que es alcanzar 2.000 M Sek en ventas para el periodo 2024-2025.

Durante 2022 se han ralentizado las ventas de la compañía, además de que uno de los co-fundadores de la compañía (Pernilla Nyrensten) renunció a su puesto como CEO para dar paso al presidente del consejo de la compañía como nuevo CEO.

Esos dos motivos, junto con la negatividad del mercado hacia todo lo que sea consumo, hizo que la acción de la compañía cayera un 67% en 2022, dejándola en un nivel de valoración de derribo pese a que la compañía sigue creciendo en ventas, sigue expandiéndose en nuevos verticales, tiene márgenes brutos cercanos al 70% , márgenes operativos entre el 20-25% y una cómoda posición de caja y beneficios.

Es fácil comprobar, una vez que todo es conocido, que cometí un error en mi valoración inicial demasiado optimista o que debí ser más prudente y asignar un peso inferior a nuestra posición inicial, pero no hemos dejado pasar la oportunidad y aprovechamos los momentos de máximas caídas y pesimismo para incrementar nuestra posición a un precio que nos asigna un buen margen de seguridad ya que sigo creyendo que es una compañía con todo su potencial intacto.

Sobre el resto de posiciones principales del fondo que no he comentado en esta carta ya que no han sufrido caídas tan significativas me gustaría destacar que estoy muy satisfecho con la evolución de sus negocios.

<sup>10</sup> <https://www.claruscorp.com/legal-filings>

“

*A fecha 31 de diciembre de 2022 tenemos en cartera 34 acciones y 6 bonos*

*El 86% de la cartera de Renta Variable está en micro y small caps y la liquidez actual del fondo es del 11%*

*El top 5 de nuestras posiciones representa el 31% y el top 10 el 50% de Azagala*

”

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

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

Adicionalmente, durante el pasado verano pude conocer a Daniel Zwirn, el CEO de Arena Investors (otra participada de Westaim Corp). En las 2 horas que pasamos juntos charlando sobre los planes de futuro de Arena pude confirmar de primera mano que estamos ante el verdadero activo oculto que primero llamó mi atención en Westaim y que pese a tener ya 4B en activos (creciendo a una tasa anual superior al 50% desde 2015) el mercado sigue sin ser consciente del verdadero valor de este activo, asignándole el mercado un valor “negativo”. Algo que me agrada especialmente ya que hemos podido volver a incrementar nuestra posición en Westaim Corp con un descuento muy importante sobre su valor real.

Este es otro buen ejemplo de desconexión entre el precio que le asigna el mercado a una compañía y el valor real de esa misma compañía. Hasta que llegue el momento de recoger nuestros merecidos beneficios, seguiremos haciendo el mismo trabajo de vigilancia, con paciencia y esperando el tiempo necesario que el mercado necesite para reflejar el verdadero valor de Westaim .

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

A fecha 31 de diciembre de 2022 tenemos en cartera 34 acciones y 6 bonos (2 de ellos bonos convertibles). El 86% de la cartera de Renta Variable está en micro y small caps y la liquidez actual del fondo es del 11%. El top 5 de nuestras posiciones representa el 31% y el top 10 el 50% de Azagala.

Durante el trimestre hemos vendido nuestra posición en PSH y Odet (para reducir exposición indirecta en UMG tras su revalorización), Arena Fortify (cancelación de la spac) y Adriatic (realizar beneficios).

Por último y no menos importante, quiero comunicaros que Andbank ya ha remitido a CNMV el nuevo folleto del fondo donde se recoge mi nombramiento como gestor del fondo y también se ha solicitado que el fondo sea considerado como UCIT.

Recibiréis una notificación por escrito de estos cambios que ya os confirmo que no afectan en nada a la operativa del fondo.

Espero que encontréis de interés el contenido de esta carta, un poco más extensa de lo habitual, pero creo que era necesaria para comprender cuál ha sido nuestra actuación en 2022 y qué esperar del rendimiento del fondo a futuro con la valoración actual de nuestras principales posiciones.

Un fuerte abrazo,

Daniel Tello  
*Gestor de GB VII Azagala*

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

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

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237