

Madrid, a 1 de abril de 2021

Estimados inversores,

Si echo la vista atrás, **los últimos 12 meses han sido posiblemente los más convulsos que recuerdo haber vivido** a nivel social, político y económico, ya que la pandemia ha cambiado tantas cosas de nuestra vida que creo que tardaremos tiempo en volver a adaptarnos a la normalidad, una vez que esto finalice.

Permitirme que tenga **un recuerdo muy especial para todos los que hemos perdido un ser querido recientemente, por covid o por otras causas**. Antes que inversores somos personas y mi recuerdo desde la distancia está con todos vosotros y vuestras familias.

No obstante, creo que a medida que avance el proceso de vacunación podemos mirar al futuro con optimismo (desafortunadamente, algo menos en España mientras leo con envidia como en EEUU ya han alcanzado un ritmo de 4 millones de vacunaciones diarias) ya que **se ha generado un entorno muy adecuado para la recuperación económica** gracias a una tasa de ahorro de las familias en máximos históricos, tipos de interés muy bajos y una cantidad ingente de dinero disponible que los estados van a inyectar en la economía a través de diferentes planes de estímulo.

Me complace **presentaros nuestra primera carta anual del ejercicio 2020**, que como muchos de vosotros notaréis va con cierto retraso respecto a otros fondos. En nuestro caso he preferido que fuera así, ya que **la mayoría de las empresas en las que estamos invertidos han presentado los resultados del 4º trimestre durante febrero y marzo**, lo que me permite tener una foto más precisa de cómo han acabado el año y además cual es su comportamiento en este inicio de 2021.

Adicionalmente, al estar ya el año avanzado creo que encontraréis muy útil la información sobre nuestro desempeño, tanto en 2020 como en lo que llevamos de 2021, además de que ya os puedo detallar las **nuevas empresas que hemos incorporado al fondo en este primer trimestre**, con especial detalle de una de ellas.

Antes de comentar la evolución y comportamiento de nuestras inversiones **me gustaría dar las gracias** a todas las personas y entidades que trabajan en la sombra para que mi labor como asesor del fondo se pueda llevar a cabo, especialmente a **Andbank/Myinvestor**, a nuestro depositario **Cecabank** y especialmente **a toda la comunidad inversora**, que es tan fantástica, que incluso gran parte de ella comparte y divulga con tanta generosidad contenido en materia de inversiones, para mostrar como con trabajo se pueden conseguir grandes resultados.

Quiero agradecer de corazón **el excelente comportamiento de los partícipes en momentos de máxima incertidumbre**, como marzo del año pasado, con récord de aportaciones al fondo reafirmando su compromiso como inversores a largo plazo y su confianza en nuestras decisiones. Sois el activo más valioso de Azagala y gracias a vuestro compromiso ejemplar, todo es posible.

Por último solo recordar que **estoy a vuestra disposición para comentar nuestra filosofía y proceso de inversión en detalle**, tanto con vosotros como con las personas que creáis que les puede encajar acompañarnos como partícipes de Azagala. La manera más sencilla es enviándome un email a [daniel@azagalacapital.com](mailto:daniel@azagalacapital.com) o a través del formulario de solicitud de información que podéis encontrar en nuestra web <https://azagalacapital.com>

Daniel Tello

## COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA

Esfera II Azagala cierra el primer trimestre de 2021 con una rentabilidad del 17,41%, frente al 13,92% de rentabilidad obtenido durante 2020. **Desde el inicio la rentabilidad asciende al 33,85%**, o dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 133.850 euros a 31 de marzo de 2021.

El fondo no sigue a ningún índice de referencia por la dificultad de encontrar un índice adecuado a un fondo tan difícil de replicar con exactitud, pero hemos incluido esta comparativa con el MSCI World Small Caps por si es de interés para alguien.



En media, **el fondo ha tenido un 25% de liquidez en este periodo**, lo que si bien ha podido lastrar nuestros resultados durante el tiempo que ha estado la cartera en construcción (18 meses) es justo reconocer que las caídas de los mercados en 2020 **nos han ayudado a obtener mucha ventaja** al poder incorporar muchas empresas de calidad a precios muy inferiores a su valor real como es el caso de **AENA (+28%), AMADEUS (+23%), BERKSHIRE (+27%), FLUGHAFEN VIENA (+29%), INTERACTIVE CORP (+81%) y WALT DISNEY (+57%)**.

Nos hubiera gustado en su momento haber incorporado el bono convertible de Amadeus pero el pequeño tamaño del fondo en ese momento (1M) lo desaconsejó y por eso decidimos comprar las acciones. **Hoy en día, con el fondo ya cerca de 3,5 M de euros** a medida que vayamos ganando tamaño crece también nuestra flexibilidad.

Como inversores a largo plazo que somos, obtener buenos resultados en periodos cortos de tiempo siempre es una alegría y facilita las cosas pero no debe alejarnos de nuestro objetivo. En el caso de Azagala, si usamos el símil de la escalada de una cumbre, nuestro objetivo es hacer cima. No tenemos ninguna necesidad de llegar los primeros, **no vamos a correr nunca riesgos innecesarios buscando ser los mejores, ya que lo único que nos interesa es llegar sanos y salvos.**

Tenemos un proceso de análisis muy metódico y disciplinado que se apoya en una **filosofía de inversión basadas en 3 grandes áreas:**

- Invertimos en micro y small caps de nicho
- Invertimos desde un punto de vista de crédito<sup>1</sup> y analizamos que instrumento de capital nos proporciona más rentabilidad al menor riesgo (acciones, bonos, convertibles, opciones)
- Liquidez (entre el 15% y el 30%)

Invertimos en pequeñas compañías que operan en sectores de nicho, que tienen o están construyendo activos únicos o muy difíciles de replicar y que son capaces de competir y crecer frente a sus competidores. Tratamos de incorporarlas a la cartera antes de que otros fondos más grandes las puedan comprar una vez que han multiplicado su precio muchas veces.

En general se trata de empresas poco conocidas, sin analistas y que normalmente no suelen estar bien valoradas o que presentan una situación especial sobre la que el mercado no presta atención.

Contamos siempre con mucha liquidez disponible para caer menos que el mercado en momentos de máximo pánico e incertidumbre y usamos esa liquidez para comprar buenos activos a vendedores forzados. Estas ventas forzadas se producen en momentos de máximo pánico e incertidumbre, como vimos en marzo del año pasado.

Adicionalmente, como se encarga de explicar el genial inversor Joel Greenblatt a sus alumnos en las clases de la Universidad de Columbia en periodos de 1 año el precio de cualquier acción suele moverse un 40% entre el mínimo y el máximo por lo que no parece mala idea disponer de liquidez en abundancia para aprovechar cualquier oportunidad que se presente.

Durante 2020 esta es la relación de las empresas que hemos ido incorporando a la cartera junto con el nivel de liquidez del fondo:

#### **1º Trimestre de 2020: Liquidez 30%**

- AENA
- AMADEUS
- BERKSHIRE
- FLUGHAFEN VIENA
- WALT DISNEY

#### **2º Trimestre de 2020: Liquidez 18%**

- JOHNSON OUTDOORS
- LICT CORPORATION

---

<sup>1</sup> Para mas información ver nuestra charla en el Summer Summit de Valueschool <https://azagalacapital.com/invertir-en-empresas-invirtiendoen-credito/>

## 3º Trimestre de 2020: Liquidez 17%

- DONNELLEY FINANCIAL SOLUTIONS
- ENDOR
- INTERACTIVE CORP
- LEATT CORP
- LIBERATED SYNDICATION
- NELNET
- SCHMITT INDUSTRIES
- STONEX GROUP

## 4º Trimestre de 2020: Liquidez 20%

- BONO OHL 5,5% 2023
- AMMO INC
- KISTOS PLC

A cierre de marzo de 2021, **nuestra cartera está compuesta por 38 empresas y contamos con un nivel de liquidez del 27%** siempre disponible.

En general, uno de los errores más comunes que se dan en el mundo de las small caps es considerar este tipo de empresas como si fueran de reciente creación o incluso se asimilan a start ups, aquí encontrareis una pequeña descripción de algunas de las empresas que tenemos en cartera que espero que sirva para entender de una manera sencilla nuestro estilo de inversión. He añadido el año de fundación para demostrar que son empresas que cuentan con una larga trayectoria en su sector.

### **Nekkar<sup>2</sup>: (NKR.Noruega) +321% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1966**

**Tamaño Empresa: 100 M Euros**

Empresa industrial noruega, líder en instalación y venta de shiplifts con una cuota de mercado superior al 75%. Cuenta con un equipo directivo dueño del 40% de las acciones, balance fuerte sin deuda y una cómoda posición de caja gracias a tener cada año una cartera de pedidos en máximos históricos. En 2020, incremento las ventas un 35% respecto a 2019

### **Westaim Corp<sup>3</sup>: (NKR.Canadá) +27% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1996**

**Tamaño Empresa: 250 M Euros**

Empresa canadiense con estructura de holding, posee una aseguradora de nicho (Skyward) y una gestora de fondos de crédito (Arena Investors). El equipo directivo es de primer nivel, con muy buena trayectoria en el pasado de creación de valor para los accionistas. Están tratando de crear activos financieros muy difíciles de replicar y en el caso de Arena, a medida que crezcan los resultados existe un compromiso de comprar acciones del holding para reducir el descuento con el que cotiza respecto a su valor en libros. Activos bajo gestión en Arena en 2020 2,2 B frente a 1B en 2019.

---

<sup>2</sup> Nuestra tesis de inversión en detalle. <https://moiglobal.es/bie-20-nekkar/>

<sup>3</sup> Nuestra tesis de inversión en detalle. <https://azagalacapital.com/club-dbf-tesis-de-inversion-de-westaim-corp/>

## **Enterprise Diversified: (SYTE.USA) +114% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1992**

**Tamaño Empresa: 20 M Euros**

Holding que cotiza en el OTC en el que iniciamos posición un 30% por debajo del precio de liquidación de una de las inversiones de la compañía. El CEO de la compañía está liderando la construcción y el desarrollo de una gestora de fondos diferencial que una vez que alcance el tamaño adecuado puede presentar rentabilidades muy por encima de lo que espera el mercado.

## **Paradox Interactive: (PDX.Suecia) +36% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1992**

**Tamaño Empresa: 2.100 M Euros**

Empresa sueca de videojuegos de estrategia que cuenta con propiedad intelectual muy valiosa y una legión de clientes muy fieles a todos los productos que desarrollan. Tiene un balance muy sólido, sin deuda y con una posición holgada de caja lo que le permite continuar con su plan de expansión hacia nichos adyacentes. En 2020, incrementó las ventas un 39% respecto a 2019 gracias al efecto WFH lo que por el contrario le ha ocasionado retrasos en el desarrollo y lanzamiento de los nuevos juegos en este 2021. Siempre es mejor cancelar o retrasar un juego que no está listo antes que lanzar al mercado un mal juego.

## **Donnelley Financial Solutions: (DFIN.USA) +239% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1983**

**Tamaño Empresa: 850 M Euros**

Empresa americana de prestación de servicios regulatorios y de cumplimiento normativo a entidades de la industria financiera. Se ha visto muy penalizada al pasar de un modelo de impresión de documentos a un modelo digital ignorando el mercado que una buena parte de los ingresos que perdía eran con márgenes muy bajos y lo que aprovechamos para comprarla a un precio increíblemente bajo. Se ve muy beneficiada por los incrementos de actividad en salidas a bolsa.

## **Clarus Corp<sup>4</sup>: (CLAR.USA) +46% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1991**

**Tamaño Empresa: 450 M Euros**



Empresa americana dueña de marcas icónicas como Black Diamond enfocada en actividades al aire libre como la escalada, el montañismo o el ski de fondo. Tanto el accionista de control W. Kanders como el CEO de la compañía John Walbreth tienen una larga trayectoria en el sector muy exitosa en la creación de valor para sus accionistas. Cada año que pasa la empresa es capaz de robar cuota de mercado a competidores más grandes como North Face o Patagonia.

<sup>4</sup> Nuestra tesis de inversión en detalle. <https://azagalacapital.com/analisis-de-clarus-por-daniel-tello-de-azagala-capital/>

Creemos que el sector de outdoor será uno de los grandes beneficiados de la reapertura de la economía hacia la normalidad. Dentro de esta categoría también tenemos posición en empresas como Johnson Outdoors y Leatt Corporation.

**Endor: (E2N.Alemania) +25% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 1997**

**Tamaño Empresa: 300 M Euros**



Empresa alemana de simracing. A través de su marca Fanatec, es el líder de su nicho de mercado (volantes y pedales de gama alta) con una legión de fieles que agotan con obsesión cada nuevo lanzamiento. Una visita a su página web sirve para certificar que es la marca más aspiracional de todo el sector. El CEO de la compañía es el fundador con algo más del 50% de las acciones y salvo que nos la open es una empresa para mantener en cartera muchos años mientras expande ventas en nuevas zonas geográficas y lanza nuevos productos en nichos de precio adyacentes.

**Liberated Syndication: (LSYN.USA) +24% de rentabilidad desde inicio**

**Año fundación: 2004**

**Tamaño Empresa: 120 M Euros**

Empresa americana de hosting para podcast que cuenta entre sus clientes con algunos de los creadores de contenido mas relevantes dentro de un sector muy fragmentado y en el que esperamos crecimientos muy altos y cada vez mas consolidación. Después de que un activista haya conseguido cambios muy importantes en el equipo directivo creemos que los próximos pasos irán encaminados a hacer crecer el valor de sus activos en favor de sus accionistas, a diferencia de lo que pasaba en los últimos años.

---

## **OPERACIONES CERRADAS Y NUEVAS INCORPORACIONES EN 2021**

Durante 2020 nos han opado 2 empresas que teníamos en cartera RRE y ENG con una rentabilidad del 23% y 38% respectivamente.

Adicionalmente en enero de 2021 hemos vendido el bono de OHL que compramos en noviembre con una rentabilidad del 40%.

En este primer trimestre de 2021 se han incorporado al fondo 2 empresas relacionadas con las infraestructuras ELEC<sup>5</sup> y SDIPTECH<sup>6</sup>, así como una nueva micro cap PARKS AMERICA.

PARKS AMERICA es una empresa pequeña, de apenas 30 millones que cotiza en el OTC americano. Esta fundada en el año 2003 y posee en propiedad 3 Safari Parks en Georgia (2005), Missouri (2008) y Texas (2020).

Para que me entendáis mejor, estamos hablando de una especie de Parque de Cabárceno pero en EEUU. Cada Safari Park, tiene una extensión aproximada de 100 hectáreas, donde los visitantes pueden interactuar con mas de 500 animales de mas de 70 especies en un entorno al aire libre donde en diferentes recorridos las familias pueden interactuar con los animales o alimentarlos.

Es el tipo de activos diferenciales que nos gusta encontrar para la cartera ya que se trata de activos relativamente protegidos que funcionan como pequeños monopolios con muy buenos márgenes y cuyo poder de fijación de precios es muy alto con márgenes incrementales en la venta de entradas, comida para los animales o visitas guiadas. Por poner un ejemplo, al subir la entrada de 25\$ a 26\$ ese \$ de subida de precio supone casi un 100% de beneficio ya que no hay que incurrir en mas gastos adicionales.

Se trata sin duda de un negocio todo terreno que se defiende muy bien en cualquier ciclo económico como demuestra que su cifra de ventas no ha parado de crecer desde 2007 al igual que su rentabilidad en los últimos 10 años.

El equipo directivo lleva toda la vida en el negocio gestionando de una manera muy prudente la rentabilidad de los parques mejorando cada año los ratios sin prisa pero sin pausa y no pierden oportunidad para comprar mas acciones cada vez que hay oportunidad como en 2020 pese a que controlan mas del 50% de las acciones.

El covid les afecto muy positivamente al tratarse de una opción de ocio al aire libre en espacios abiertos con un incremento en ventas del 55% en 2020. Para este ejercicio espero que todavía las cifras sean mejores ya que la temporada alta (marzo a septiembre) va a coincidir con el final del confinamiento en un país donde el proceso de vacunación va tremendamente avanzado.

Adicionalmente, cada vez que ha ocurrido una crisis han comprado un nuevo parque (2008 y 2020) por lo que la ultima compra apenas ha tenido impacto en las cuentas y con tiempo son capaces de sacar lo mejor de si de cada nuevo Safari Park.

Al precio al que hemos incorporado PARKS AMERICA a Azagala nos debería generar al menos una rentabilidad de doble dígito anual dejando intacto el impacto positivo adicional que pueda tener una mejor gestión del nuevo Safari Park de Texas ya que se encuentra en una zona de alta densidad poblacional.

---

5 Gracias al magnífico trabajo que hace el equipo de análisis de Vadevalor que dirige Javier Ribas

6 Gracias a la generosidad de Carlos Santiso, gestor de los fondos de Icaria Capital que me insistió de manera inasequible al desaliento para que mirara la compañía y por el tiempo que me dedicó para despertar mi interés.