

Estimados partícipes :

Azagala cierra el primer semestre de 2021 con una rentabilidad acumulada del 26,5%.

Desde el inicio, la rentabilidad asciende al 44,25%: dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 144.250 euros a 30 de junio de 2021.

El mercado sigue apostando por una recuperación en 2021-2022 de los niveles pre-covid, descontando en muchos casos un escenario perfecto por lo que permanecemos cautos manteniendo **una posición holgada de liquidez del 21%** con un objetivo doble que vimos ya durante marzo de 2020:

- 1) **Caer menos que el mercado** cuando vuelva el pesimismo a las bolsas.
- 2) Aprovechar los momentos de máximo pánico para **comprar buenos activos a vendedores forzados**.

Las pequeñas compañías en las que estamos invertidos siguen presentando unos resultados trimestrales excepcionales como es el caso de **Nekkar** (+40% de crecimiento en ventas respecto a 2020) y **Westaim Corp** (9M de beneficio en el primer trimestre de 2021 frente a 20M de pérdidas en el mismo periodo de 2020).

He destacado estos dos casos concretos ya que se trata de 2 compañías que hicieron públicos sus resultados en mayo, y no me fue posible comentarlos en nuestra última carta del mes de abril.

En general estoy muy satisfecho con el rendimiento de nuestras compañías en este primer trimestre al compararse con el mejor trimestre del año pasado. Lo mismo ocurre si la comparación la hacemos frente a 2019 por lo que creo que estamos todavía lejos de alcanzar su potencial y mientras tanto permanecerán en la cartera.

Aprovecho también la carta para **dar la bienvenida a los 202 nuevos partícipes** que se han incorporado a lo largo de este 2021 ya que su entrada en Azagala, junto con las aportaciones regulares de los que ya estábamos dentro, nos ha llevado a adelantar mis planes con mucha antelación ya que el tamaño del fondo nos permite comenzar a construir la parte de renta fija/crédito de la cartera. La **inversión en deuda de empresas es lo que denominamos como crédito**¹ e irá tomando cada vez más protagonismo en el fondo a medida que sigamos creciendo y encontremos nuevas oportunidades. **"Los excesos que estamos viendo hoy en día en los mercados de renta fija y crédito nos van a generar las oportunidades del futuro: paciencia para esperarlas y liquidez para aprovecharlas."**

¿ Que nos aporta invertir en crédito ?

- Un mayor nivel de protección a nuestras inversiones.
- Rentabilidades positivas en un mundo de tipos negativos.
- Asimetría y Opcionalidad.

Cuando hablo de **asimetría** me estoy refiriendo al tipo de inversiones que buscamos de manera obsesiva en nuestra cartera: **poco que perder y mucho que ganar**.

El caso concreto de los bonos convertibles cumple muy bien ese objetivo porque además de obtener rentabilidad por el pago anual del cupón nos proporciona mucha **opcionalidad** si la cotización de la compañía supera un determinado precio en el que **generamos una rentabilidad adicional al convertir el bono en acciones a un precio fijo que es inferior al que podríamos venderlo en mercado**.

En castellano : **los bonos convertibles caen menos y se recuperan rápido** cuando las bolsas suben como hemos visto en la pandemia y durante otras crisis menos recientes. Me resulta cada vez más llamativo que este tipo de activos apenas tenga presencia en las carteras de la mayoría de fondos españoles.

¹ Si alguien desea conocer más en profundidad nuestra filosofía de inversión en small caps y crédito está disponible la grabación que hicimos para el programa El Foco de NegociosTV en este enlace <https://youtu.be/HZm7cW2Jt0w>

Si alguien quiere más datos sobre las ventajas únicas que nos ofrecen los bonos convertibles os adjunto el enlace a un hilo de twitter que publiqué recientemente <https://threadreaderapp.com/thread/1410191038589947907.html> y un vídeo sobre inversión en bonos convertibles en Rankia <https://youtu.be/CmuuKSUBSBM>.

MOVIMIENTOS DE LA CARTERA:

A punto de cumplir 2 años desde nuestro lanzamiento he creído conveniente realizar algunos cambios en la cartera reduciendo el número de posiciones. Pasamos de 38 acciones a 33 lo que nos permite tener mayor peso en las primeras posiciones junto con la inversión en convertibles **todo ello sin descuidar la liquidez que ya os avanzo que en los primeros días de julio ya supera ampliamente 1M de euros.**

Hemos vendido en su totalidad las siguientes posiciones (os añado entre paréntesis el resultado bruto sin tener en cuenta dividendos):

- Viscofan (+28%)
- Berkshire (+37%)
- Ezc corp (+18%)
- Flughafen Wien (+55%)
- LAACO (+34%)
- MMA Capital (-9%)
- Nelnet (+20%)
- Stonex (+19%)

Seguimos incorporando empresas de nicho que tienen o están construyendo activos únicos o muy difíciles de replicar y que son capaces de competir y crecer en sus nichos o sectores adyacentes con el objetivo de generar una rentabilidad diferencial con el paso del tiempo.

Solo en EEUU hay más de 11.000 empresas pequeñas y desconocidas que no tienen analistas profesionales que las sigan por lo que sus activos no suelen estar bien valorados y que los fondos más grandes no pueden comprar. Es la razón por lo que **seguiremos buscando compañías como Parks America, como ya os comentaba en nuestra anterior carta, y en la que hemos obtenido un 100% de rentabilidad en apenas 3 meses.**



Por el lado de las incorporaciones, **hemos incluido en la cartera las siguientes posiciones:**

- **Bonos Convertibles de TUI y IAG².**
- **Pershing Square Tontine Holdings.**
- **RevolutionRace.**
- **Vimeo.**

Me gustaría hacer una pequeña reseña sobre **RevolutionRace (RVRC)** con el objetivo de poder acercaros de una manera sencilla el motivo por el que hemos comprado sus acciones.

Se trata de una empresa sueca fundada en 2013. Es la **primera empresa de ropa y complementos del sector de Outdoor (senderismo, rutas, montaña, etc...)** que **cotiza en bolsa con un modelo integral 100% e-commerce**, sin tener en propiedad ni fábricas, ni almacenes, ni distribución, ni mayoristas, ni tiendas físicas.

Tiene una estructura de costes tan ligera (70 personas) que le permite tomar ventaja para atacar un nicho de mercado muy grande: cerca de 90.000 Millones, con precios un 40/50% más bajos y unos márgenes de beneficios iguales a los de la competencia, todo ello con tiempos de envío muy rápidos entregando entre 3-5 días desde la fecha de compra.

Nos gustan este tipo de empresas que tratan de disrupcionar un mercado sin una marca dominante ya que las marcas más conocidas como The NorthFace, Patagonia y Fjallraven están posicionadas en el segmento más caro y Quechua se sitúa en la parte baja de precios, pero no hay una marca de referencia de **producto de calidad a un precio competitivo. Eso es RevolutionRace.**

El modelo de negocio es muy robusto y pese a ser un sector con mucha competencia son rentables desde los primeros años y a medida que se implantan en nuevos países (una vez que tienen capacidad sólo es necesario adaptar la web al idioma local) los crecimientos en ventas son sencillamente espectaculares: +600% desde 2018 y +300% desde 2019. Este año 2021 relanzan UK y comienzan en USA, donde volverán a reeditar una alianza estratégica con Amazon que tan buenos resultados les ha dado en mercados potentes como Alemania.

La CEO, Pernilla Nyrensten se ha convertido en la primera mujer en 160 años de historia de la bolsa de Suecia que tras montar su empresa desde un garaje la saca a cotizar y permanece como máxima ejecutiva. Tiene un gran impacto mediático que junto con la filosofía ESG que han implantado en la empresa hace que reciba mucha atención en beneficio de la notoriedad de la marca.

Hay en el sector otras marcas muy interesantes como Stellar Equipment y Garphyttan, pero están todavía en una fase muy incipiente y no tienen ni la escala ni el tamaño del que sí dispone RVRC.

La incorporamos en la cartera en un momento donde apenas disponen de una cuota de mercado del 0,1% a nivel global y del 3-4% en Suecia. Es una empresa que necesita años para madurar y confirmar si es capaz de trasladar la cuota de mercado que tiene en Suecia a nivel global lo que haría que su precio multiplicara muchas veces nuestra rentabilidad.

Espero que este pequeño resumen con los movimientos más significativos de la cartera os haya resultado de interés. Ya sabéis que para cualquier cuestión que necesitéis estoy 24x7 a vuestra disposición en mi correo electrónico y en redes.

Os deseo unas buenas vacaciones, que aunque todavía distan mucho de ser unas vacaciones "normales", sí suponen un avance hacia un año 2022 en el que cada vez estaremos más cerca de volver a recuperar nuestra "normalidad".

² Si alguien desea ampliar información sobre nuestra inversión en bonos convertibles de TUI e IAG, así como una actualización de algunas de nuestras posiciones tiene a su disposición el podcast que grabamos en ValueInvesting FM <https://youtu.be/A5MaSOpTsAo>



Recibid un fuerte abrazo en la confianza de que seguiremos en nuestra línea de trabajo y las buenas noticias seguirán llegando a nuestras inversiones.