

Estimados partícipes:

Azagala cierra el tercer trimestre de 2021 con una rentabilidad negativa del 4,6%, lo que nos deja en el año con una rentabilidad del +20,6%.

**Desde el inicio, la rentabilidad asciende al 37,5%:** dicho de otra manera, 100.000 euros invertidos en julio de 2019 son 137.500 euros a 30 de septiembre de 2021.

Tener un trimestre malo es algo normal, de hecho os puedo asegurar con absoluta certeza que esto volverá a ocurrir, no sé cuando, pero lo que el mercado decida qué valen nuestras empresas en un periodo corto de tiempo se escapa de nuestro control y por supuesto, es algo que no nos debe distraer de **nuestro objetivo que es obtener retornos diferenciales en el largo plazo.**

Cito un párrafo de nuestra carta anual de 2020 que me sirve para volver a poner el foco en nuestro objetivo:

*“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 ni vamos a correr nunca riesgos innecesarios buscando ser los mejores ya que lo único que nos interesa es llegar sanos y salvos.”*

Si en su momento escribía que obtener buenos retornos en periodos cortos de tiempo no debía alejarnos de nuestro objetivo, mucho menos cuando no son buenos, ya que nuestro proceso de inversión no cambia de un trimestre a otro, ni las empresas en las que estamos invertidos. Lo único que varía es la percepción del mercado sobre temas macro y cómo afecta a la valoración de nuestras inversiones y esta cuestión es algo que, como podéis imaginar, en muchos casos está muy lejos de la realidad de nuestras empresas. ¿Acaso pensáis vosotros que la empresa donde trabajáis ahora es un 20/30% mejor o peor que hace 3 meses?

Si recordáis hace solo unos meses, todo el pesimismo estaba concentrado en el daño que ocasionaría a la recuperación económica la aparición de la variante delta. Ahora que ese ruido ha perdido fuerza, el mercado tiene miedo a la inflación, al colapso energético y a la saturación de las cadenas de producción y suministro. No soy capaz de predecir el futuro con exactitud, ni trato de hacerlo, pero os puedo asegurar que todo esto pasará (será sustituido por otros miedos) y **aislarse del ruido y centrarse en la realidad de nuestras empresas y su capacidad para competir y crecer es una herramienta muy poderosa mientras vemos cómo nuestras inversiones generan rentabilidad para nosotros con el paso de los años.**

**Azagala**, como bien sabéis, es un proyecto todavía muy joven que apenas ha comenzado a andar en los 2 años de vida que tenemos pero que **aúna 3 cuestiones diferenciales que nos permiten ser parte de una minoría que no invierte como la mayoría:**

- 1) **Seguridad:** todos vosotros ya sabéis que las ventajas de un fondo de inversión son la fiscalidad, liquidez y alineación principalmente. Pero lo que marca la diferencia es que nuestro dinero está seguro en un vehículo cuyos activos están protegidos ante cualquier tipo de quiebras de bancos, sociedades gestoras o incluso custodios.
- 2) **Cercanía:** tengo la suerte de conocer a la mayoría de los partícipes o bien haber tenido una charla con vosotros antes de invertir en el fondo y explicaros cuál es nuestra filosofía de inversión y qué esperar de mí y de Azagala bajo cualquier circunstancia. Eso hace que en momentos como marzo del año pasado la **mayoría de los fondos tuvieron que vender posiciones** en una huida hacia la liquidez mientras que **nosotros comprábamos buenos activos a vendedores forzados a precios increíblemente bajos.**

No salimos en la prensa especializada (Expansión o CincoDías), no hemos hecho ningún evento contando en detalle Azagala en los portales financieros de más relevancia de este país (Rankia, Finect, etc.) y por eso me sigue llenando de orgullo cuando alguien me contacta porque algo de lo que hacemos le ha llamado la atención y ven algo diferencial en Azagala. Me siento muy honrado de tener ya la confianza de 358 personas: muchas gracias a todos.

- 3) Rentabilidad:** hay muchas maneras de generar rentabilidad, tantas como estilos de inversión. La nuestra pasa por tomar ventaja de nuestro tamaño y de explotar una filosofía que combina la inversión en pequeñas compañías de nicho que tienen o están construyendo activos únicos o muy difíciles de replicar (small caps) + inversión en crédito (bonos, bonos convertibles) + liquidez permanente entre el 15/30% para aprovechar todas las oportunidades que se presenten.

Ser un fondo pequeño nos permite claramente identificar empresas de nicho que debido a su pequeño tamaño, iliquidez y ausencia de analistas profesionales que las cubran tienen dentro activos mal valorados o sencillamente activos a los que el mercado no les presta ninguna atención. **Invertir en ellas, antes que multipliquen su precio muchas veces y los fondos más grandes las puedan comprar, es lo que produce los retornos extraordinarios.**

Por lo expuesto anteriormente mi atención y mi trabajo están centrados en conocer la realidad de las empresas en las que invertimos, su situación financiera. Si los motivos que nos hicieron invertir en ellas siguen siendo válidos, no nos vamos a distraer dedicando tiempo al ruido que suponen las cotizaciones que les asigna el mercado de manera temporal por diferentes modas, miedos o fobias como ya hemos visto con la variante delta.

Como las cosas se entienden mucho mejor con ejemplos, os voy a detallar algunas empresas que tenemos en cartera cuyo precio ha bajado significativamente en lo que llevamos de año, o no se ha movido y en cambio su situación financiera no ha hecho más que mejorar.

### **Nekkar**

Como ya muchos sabéis es una empresa que llevamos en cartera desde octubre de 2019, Es un buen ejemplo de compañía de nicho (líder en instalación de elevadores para barcos con una cuota del 75% con su marca registrada syncrolift procedente de Rolls-Royce) cuyo reducido tamaño (800M Nok, al cambio son unos 80M Euros) e iliquidez hace que cotice muy barata. Además este año hará unos 100M Nok de beneficio, todo ello con un balance sin deuda y con caja para acometer nuevos proyectos (digitalización, energías renovables y pesca sostenible).

En lo que llevamos de 2021, Nekkar ha presentado unas ventas de 215M Nok: un +106% superior a las ventas de 2019 y un +65% respecto al mismo periodo de 2020. He querido reflejar también los datos de 2019 para intentar no tener en cuenta cualquier distorsión provocada por el covid.

**Su cotización ha caído un -20% desde abril de 2021 pese a aumentar sus ventas y beneficios de manera extraordinaria.** La única explicación posible a la caída en su cotización reside en que Nekkar no ha anunciado todavía ningún nuevo contrato y, pese a que tiene una cartera de pedidos que garantiza su trabajo hasta bien entrado 2024, el mercado lo está penalizando.

A esta compañía no la siguen analistas profesionales, ni es posible encontrar ningún research institucional que valore sus activos ni mucho menos que haga seguimiento de su actividad (o al menos yo no lo he encontrado). Por tanto, nadie que no haya dedicado tiempo a estudiar la compañía puede saber que Nekkar está pendiente de la adjudicación de 3 grandes contratos (Darwin, Brisbane y Henderson). **Sólo ganar uno de esos contratos supone**

un 30/40% del tamaño actual de Nekkar y, en nuestra opinión, las posibilidades de tener éxito en el proyecto de Darwin son superiores al 50%<sup>1</sup>.

### Westaim Corp

Como también muchos sabéis es una compañía en la que estamos invertidos desde el inicio del fondo y representa una de nuestras mayores posiciones.

**Estamos hablando de una empresa de 300M USD de tamaño, con 150M en caja y que este año ganará entre 30/40M. Para que se me entienda bien el símil, hemos comprado una casa por importe de 300, que tiene dentro 150 en efectivo que podemos usar para pagar la casa y por la que nos pagan un alquiler al año de 30.**

Por si hubiera alguna duda sobre lo infravalorada que está Westaim, una buena parte del equipo directivo lleva comprando grandes paquetes de acciones de manera regular (no solo se juegan su sueldo sino sus ahorros) y recientemente se ha anunciado un programa de recompra de acciones por importe del 10%, acciones que una vez recompradas se cancelarán en beneficio de todos los accionistas.

Por si esto fuera poco, durante los próximos años un socio de Westaim tiene la obligación de comprar el 19,9% de las acciones de Westaim como parte de un compromiso firmado o perderá la propiedad de un activo en favor de Westaim.

Sin duda, este es uno de los ejemplos de mayor desconexión entre el precio de una acción y la realidad de la empresa. Como me gusta decir, **Westaim es el tipo de empresa que no le importa a nadie hasta que no haya multiplicado varias veces su precio.**

Aquí os adjunto un gráfico donde podéis comprobar que la acción no ha hecho nada de nada en el último año...



<sup>1</sup> Parte de nuestra DD sobre el seguimiento del proyecto Darwin aquí <https://docs.google.com/document/d/1xUQiNSDPSSPIRotqHfPLcFtlcy0S3JwEjGYBeoahXq4/edit?usp=sharing>

## IDW Media Holdings

Tenía ya muchas ganas de comentar nuestra inversión en una compañía de comics cuya ejecución desde que está en cartera no ha sido ni mucho menos lo deseado.

Con razón muchos me preguntáis qué sentido tiene invertir en una compañía de cómics que ha estado perdiendo dinero en los últimos ejercicios cuando además los cómics son algo del pasado y que en un mundo digital apenas se compran.

A la vista del resultado provisional de nuestra inversión (-35%) os tengo que dar la razón y por eso os pido disculpas, pero pese a que pueda parecer todo lo contrario no he perdido mi interés en esta compañía y mientras eso no ocurra mi recomendación a la gestora será mantenerla en cartera, ya que sigo convencido que estamos ante una gran oportunidad de obtener muy buenas rentabilidades en una empresa que posee contenidos únicos (propiedad intelectual) y una manera muy interesante de monetizarlos (series de TV).

Un buen ejemplo son todas las películas que ha hecho Disney con parte de los personajes que posee de Marvel, que a nadie se le olvide que tienen su origen en una empresa de cómics y que con ellas ha logrado un retorno de 500% de rentabilidad, sólo con las taquillas.<sup>2</sup>

Lógicamente, salvando las distancias, ya que son siderales con el contenido de IDW, sí me sirve para demostrar la realidad de la compañía.

IDW tiene un tamaño de 45M con 20M en caja, la división de cómics ya lleva 2 trimestres generando rentabilidad y la división de series aportará en el próximo trimestre un beneficio de entre 4/5M. Esto se produce como consecuencia del estreno de la serie Locke & Key (temporada 2) en Netflix el próximo día 22 de octubre.

Por aportar algún dato sobre la división de cómics que creo que os sorprenderá, sólo del nº1 y nº2 de una edición de Tortugas Ninja (TMNT - The Last Ronin) se han vendido más de 600.000 ejemplares con un precio entre 10/20\$. Este dato creo que es muy significativo para una empresa tan pequeña (600.000 x 10\$= 6M \$ sólo en 2 comics supondría todas las ventas de todo un trimestre) y disipa un poco las dudas sobre si los cómics tienen su público en un mundo digital.

El modelo de negocio de la división de series es muy ligero, ya que ceden los derechos a Netflix para que realice la producción a su gusto, corriendo con todos los gastos. Una vez estrenada, IDW recibe una parte del total, entre el 10/20%.

**El impacto es muy significativo, ya que cada serie que se estrene genera de beneficio el 20/30% del tamaño de IDW, por lo que a medida que se estrenan nuevas series (Locke & Key 3 en 2022) o se anuncien nuevas series (podría ser de aquí a final de año) se nos queda una empresa generando una caja que puede llegar a suponer el 50% del tamaño actual de IDW sobre la que el mercado no da ninguna posibilidad de obtener beneficios.**

Adicionalmente el mercado también ha pasado por alto un nuevo contrato<sup>3</sup> multi-anual que ha firmado IDW con Penguin Random House (PRH) para toda la distribución directa que simplificará mucho los costes y la logística para IDW con el consiguiente impacto en márgenes. Además dentro de poco estará lista la nueva web que permitirá la compra directa de cómics tanto en formato físico como digital. Para dar un poco más de luz a este tipo

---

<sup>2</sup> Aquí se puede comprobar la inversión y el retorno de las películas de Marvel desde 2008, otros derechos aparte.  
<https://www.the-numbers.com/movies/franchise/Marvel-Cinematic-Universe#tab=summary>

<sup>3</sup> [https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001463833/000121390021050799/ea148144-8k\\_idwmediahold.htm](https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001463833/000121390021050799/ea148144-8k_idwmediahold.htm)

de contratos, Marvel Comics firmó un contrato similar el pasado marzo y PRH es una división propiedad del gigante Bertelsmann.

Por último destacar el efecto arrastre que suele tener un estreno en Netflix, como ocurrió hace meses con la serie "Gambito de dama" que tras su estreno se multiplicó exponencialmente las búsquedas y el interés por el ajedrez, esto claramente impulsará la venta de libros y cómics de Locke & Key, cuestión que una vez más ignora el mercado.

Todas las inversiones tienen sus riesgos y esta no es una excepción. Pero creo que la infravaloración de la compañía y la singularidad de sus activos nos dan muchas posibilidades de obtener un retorno extraordinario.

### **MOVIMIENTOS DE LA CARTERA:**

Actualmente tenemos en **cartera 36 acciones y 2 bonos convertibles**. El **60% de la cartera está en micro y small caps** y la **liquidez** en el último trimestre se ha **reducido del 23% al 18%** como consecuencia del incremento en las posiciones ya existentes de InteractiveCorp, Ammo Inc y en nuevas posiciones que detallo más abajo. **El top 3 de nuestras posiciones representa el 20% de Azagala y el top 10 el 45%.**

Asimismo, aprovechando la liquidez de la que disponemos y el aumento de volatilidad, hemos vendido opciones sobre las siguientes compañías:

- Ammo Inc
- Torrid Holdings

Hemos vendido en su totalidad las siguientes posiciones Añado entre paréntesis el resultado bruto sin tener en cuenta dividendos:

- Schmitt Industries (+42%)
- Sdipotech (+51%)

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

- **Bollore.**
- **Pershing Square.**
- **Mister Car Wash.**
- **Torrid Holdings.**
- **Universal Music Group.**

Me gustaría hacer una pequeña reseña sobre **Universal Music Group (UMC)** con el objetivo de poder acercaros de una manera sencilla el motivo por el que hemos recomendado su incorporación a la cartera.

**En Azagala tenemos obsesión por las compañías de nicho, que tienen o están construyendo activos únicos, y en este caso la música encaja muy bien en nuestra filosofía al tratarse de un activo tan singular como difícil, por no decir imposible, de replicar.**

UMG es una de las 3 grandes discográficas, junto con Warner y Sony Music que conforman un oligopolio que controla el 70% de la música a nivel mundial.

La música no es tan crítica en nuestras vidas como alimentarse o beber pero sí necesaria, ya que está presente en una multitud de actividades de nuestra vida cotidiana como conducir, hacer deporte, relajarse o incluso trabajar. Cada vez que escuchamos una canción una de esas 3 discográficas recibe un ingreso al ser la propietaria de la propiedad intelectual. Mismo caso con las letras de las canciones. No parece mal negocio, ¿verdad?

UMG durante muchos años ha sido propiedad de un conglomerado como Vivendi que tras años de peticiones por parte de analistas y accionistas por fin decidió sacarlo a cotizar a bolsa de manera independiente para reducir la tremenda infravaloración que tenía la compañía por diferentes motivos.

**Este es un buen ejemplo de una situación especial donde siendo accionistas de Vivendi hemos recibido las acciones de UMG con unas condiciones muy ventajosas, ya que las hemos obtenido a 17 € cuando en mercado valen 25 € (+47%)**

Sin duda UMG es un activo a mantener en cartera, ya que nos va a proporcionar una rentabilidad diferencial con el paso de los años por los siguientes motivos:

Tiene un catálogo de más de 4 M de canciones que le proporcionan +50% de los ingresos de forma estable en el tiempo (canciones con más de 3 años de antigüedad).

Ningún artista supone más del 1% de los ingresos de UMG y el Top50 representa el 23%.

El 62% de la música que se consume hoy ya proviene de servicios de streaming (Spotify, Apple Music, Amazon Music, YouTube, etc.) lo que supone una oportunidad de crecimiento indirecta para UMG, ya que sólo están monetizados el 12% de los usuarios totales de Smartphones.

**UMG puede presentar crecimientos de doble dígito con márgenes del 20% durante los próximos años, ya que se trata de la discográfica más grande, con mayores ingresos y mejores márgenes del sector.**

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

Agradecer una vez más vuestra confianza en el proyecto y el apoyo incondicional que mostráis mes a mes que nos ha llevado ya a superar los 5 Millones de euros en patrimonio.

Un fuerte abrazo,

Daniel

[daniel@azagalacapital.com](mailto:daniel@azagalacapital.com)

<https://azagalacapital.com>