

Estimado accionista,

17/01/2021

La rentabilidad de DRACO GLOBAL durante el 4Q20 fue del +1,63% y desde inicio del +1,42%. Durante el 4Q20, la rentabilidad del S&P 500 fue del +11,6% concentrada en solo diez sesiones y conocida por la gran rotación del growth al value. Veremos si esta rotación continua durante 2021, pero pensamos que perderá fuerza durante el segundo semestre de este año.

La gestión oficial de DRACO GLOBAL empezó en septiembre del año pasado, con una exposición a bolsa del 20%. A lo largo del cuarto trimestre de 2020, incrementamos la exposición a renta variable pero aún nos encontramos en un nivel muy bajo del 50%. (**durante el gran rebote de noviembre la exposición media fue del 27%*). La razón principal para no completar la cartera de acciones aún es por qué no nos gusta ir detrás del mercado y porqué estamos convencidos de que encontraremos mejores precios durante los próximos meses. Aunque DRACO GLOBAL es una SICAV de renta variable, pensamos que el mercado actualmente solo descuento lo positivo y nada de lo negativo, por tanto, con paciencia encontraremos oportunidades para completar nuestra cartera de acciones. Ante el actual impulso alcista del mercado, tenemos abiertas opciones CALL sobre índices de renta variable para capturar el movimiento alcista hasta que terminemos de incrementar el nivel de exposición hasta el 85%-90%.

Para mayor detalle respecto al posicionamiento de cartera, podéis ver en nuestro canal de YouTube "[Invierte como un profesional – DRACO TV](#)", nuestro último vídeo al respecto.



Click en la imagen para abrir el vídeo

ENTORNO DE MERCADO

En la anterior carta trimestral, ya comenté nuestro posicionamiento macro de medio y largo plazo, y aunque no utilizamos la macro para nuestra inversión en acciones si tenemos nuestra propia opinión al respecto.

Seguimos pensando que con tipos de interés bajos o negativos y una fuerte expansión monetaria, la renta variable seguirá subiendo como activo financiero que es. Los principales riesgos son claramente una subida de tipos de interés, una acentuación de la deflación o la entrada en inflación. Seguiremos atentos al escenario de medio plazo para detectar cuando activar nuestra estrategia de riesgo de cola como protección de la cartera de acciones.

Para más información sobre nuestra visión macro, podéis consultar nuestra última carta trimestral. (<https://www.dracoglobal.es/documentos/>).

SITUACIÓN DE LA CARTERA.

Las primeras diez posiciones representan el 49,5% del patrimonio en *renta variable y las primeras veinte más del 85%. La distribución geográfica por cifra de ventas se compone de un 61% USA, 24,5% Europa, 14% Emergentes y el resto Global. Por tamaño, el 65% son pequeñas empresas y el 35% grandes empresas. En promedio existen 8 analistas que siguen nuestras compañías. El split entre empresas Growth y empresas Value es de 60/40. El fondo presenta un potencial alcista a tres años superior al 50% o una TIR al mismo plazo del 14%. El porcentaje de propiedad promedio de la cartera es del 60%, el insider trading promedio es superior al 20%, más del 35% de las empresas en cartera están recomprando sus propias acciones por importe cercano al 10% de su capitalización bursátil y por último y más importante, más del 60% de las empresas en cartera presentan ingresos recurrentes, con menor sensibilidad al ciclo económico.

Los movimientos en cotización más relevantes del cuarto trimestre han sido:

✓ +45,21% Palo Alto Networks (PANW), +42,2% Mastercraft Boat Holdings (MCFT), +28,8% Universal Health services (UHS), +25% Water Intelligence Inc. (WATR) y +21,8% Armanino Foods of Distinction (AMNF).

✗ -20,83% Alibaba Group Holdings (BABA), -16,8% Repro Med Systems (KRMD), -4,5% Computer Modelling Group (CMG) y -4,28% MammaMancini's Holdings (MMMB).

CARTERA DE ACCIONES.

En esta ocasión, vamos a realizar un breve repaso de todas nuestras posiciones en cartera ordenadas por peso. A lo largo del mes de enero, publicaremos un vídeo resumen de la cartera de acciones en nuestro canal de YouTube.

Para incorporar una empresa en cartera, aparte de tratarse de una empresa de calidad y con una serie de atributos cualitativos que podéis consultar en [“El manual del accionista”](#); esta debe ofrecer un potencial alcista mínimo del +40% si es una mega cap y superior al +75% si se trata de una micro cap.

Altigen Communications (ATGN).

ATGN es una micro cap americana (\$60M) que cotiza en el mercado OTC. Su negocio son las comunicaciones en la nube (UCaaS) para pequeñas y medianas empresas y se encuentra en plena transformación desde un modelo de venta de licencia a uno de SaSS (suscripción). Sus principales servicios son la solución MaxCS PBX, MaxACD para call centers y su aplicación para Microsoft Teams. Antes de la Covid-19, las empresas ya estaban en plena transformación hacia la nube, pero la pandemia ha acelerado este proceso. Las comunicaciones en la nube permiten una mayor eficiencia y reducción de costes que las comunicaciones locales.

Aunque se trate de una industria muy fragmentada, ATGN nos gusta principalmente por tres motivos:

- 1) Acuerdo con Fiserv: Le permite ofrecer soluciones de comunicaciones en la nube a más de 1.500 clientes en EEUU sobre un potencial total de 12.000. Se trata de una relación de largo plazo y es razonable estimar que ATGN incrementará una cuota de mercado dentro de Fiserv.
- 2) Acuerdo con Microsoft Teams: Con más de 100M de usuarios, ATGN dispone de un acuerdo con Microsoft para implementar sus sistemas telefónicos en la nube con la aplicación de Teams y la anterior Skype.
- 3) Los ingresos recurrentes representan más del 70% de las ventas y se espera que en los próximos trimestres este porcentaje se siga incrementando.

Descubrimos esta empresa cuando cotizaba por debajo de 2x ventas, cuando comparables como Crexendo (CXDO), 8X8 (EGHT) o Ring Central (RNG) se pagaban a 6x ventas.

Calculamos un precio objetivo de \$4,10 utilizando un múltiplo de 5x sobre nuestra estimación de ventas a 2023e de \$20M. Existe un crédito fiscal (NOL) por un valor total del 80% de su capitalización

Bursátil, que no incluimos en nuestra valoración. Al precio de cotización actual, potencial del +56% y +148% desde nuestro precio de compra medio (\$1,65).

Palo Alto Networks (PAWN).

Empresa americana líder en ciberseguridad (\$35bn) junto a Check Point Software (CHKP). PAWN dispone de un mayor porcentaje de ingresos recurrentes gracias a su mayor peso del negocio de SaSS (70% de las ventas). Esta diferencia es una clara ventaja competitiva porqué a CHKP le llevará tiempo alcanzar ese mismo porcentaje.

PAWN se beneficia claramente de una tendencia secular hacia una mayor inversión en ciberseguridad. La transformación digital existente, que la COVID-19 ha acelerado, funciona como viento de cola perfecto. Existe una clara ventaja competitiva en forma de costes de cambios, ya que una vez integrada dentro de la plataforma de su cliente, este último no tendrá ningún incentivo al cambio por riesgo de ejecución y reputacional. La empresa presenta un momento de beneficios espectacular que pensamos seguirá durante 2021.

Empezamos a comprar acciones a finales de octubre (precio medio \$244), cuando PANW cotizaba por debajo de 4x ventas forward cuando comparables estaban en un rango de 7x a 10x.

Estimamos que, en 2022, PANW entrará en beneficios con un EPS esperado de \$0,15. Calculamos un valor objetivo a 2023 de \$450 a partir de un múltiplo 7x sobre ventas esperadas de \$5600M.

Water Intelligence (WATR).

WATR es una micro cap inglesa (£87) propietaria del 100% de American Leak Detection inc. (ALD), así como del negocio internacional. ALD se centra en la detección no invasiva de todo tipo de fugas de agua, incluidas las de agua oculta y fugas de alcantarillado, junto con la reparación y otros servicios relacionados. Su negocio está compuesto por cuatro segmentos, todos ellos están creciendo y el mayor ritmo de crecimiento lo encontramos en los segmentos de alianzas con compañías aseguradoras y corporate. WATR opera en un sector muy fragmentado, donde es el claro líder por cuota de mercado y existe una tendencia estructural de crecimiento muy fuerte por el envejecimiento de las infraestructuras de agua en EE.UU. Para un mayor detalle, podéis consultar nuestro Research interno sobre la empresa: [Documentos – DRACO GLOBAL SICAV](#).

Enlabs AB (publ) (NLAB).

NLAB es una micro cap sueca (NLAB) que opera juegos online en el segmento B2C, bajo la marca Optibet y en los países bálticos (Latvia representa el 75% de las ventas). El juego online ya venía creciendo antes de la COVID-19, pero la pandemia claramente ha acelerado el ritmo de crecimiento de las apuestas online en detrimento de los casinos físicos. Estamos convencidos de que esta tendencia secular de crecimiento seguirá durante los próximos años y NLAB nos ofrece fuerte crecimiento y en países de alto crecimiento, con una regulación estable y alta cuota de mercado que a su vez funciona como barrera de entrada a la competencia. Existen otras compañías interesantes en este sector como Evolution Gaming (EVO), Kambi Group (KAMBI) o NetEase (NTES) y fue un claro error no invertir en ellas en las recientes caídas, aunque hoy cotizan con una valoración muy exigente.

El pasado jueves 7 de enero, Entai plc lanzaba una oferta por el 100% de Enlabs. El precio de compra SOLO ofrecía una prima del +1,5% respecto el precio de cierre del día anterior y valoraba la empresa en \$342m. Pensamos que se trata de una oferta de compra ridícula y aunque tiene el consentimiento de la dirección de la empresa (42% del capital). Ya han empezado a salir accionistas relevantes afirmando que a este precio no van a vender sus acciones, afirmación de la que estamos totalmente de acuerdo. Vamos a esperar una mejora de la oferta antes de plantearnos una venta, ya que pensamos que Enlabs vale como mínimo 60SEK por acción

LDC S.A (LOUP).

LOUP es una small cap francesa (1,7bn EUR) líder en la fabricación y venta de productos avícolas en Francia y Polonia. LOUP es muy conocida en Francia gracias a sus marcas Le Gaulois, Loué, Maitre Coq and Marie y su alta cuota de mercado (45%) en la gran mayoría de productos y marcas. Sus clientes son principalmente supermercados y foodservice con una alta retención de clientes.

La clave fundamental es que la carne de pollo presenta un perfil de crecimiento superior al resto de las carnes junto con el pescado gracias sobre todo a su percepción de saludable. Se trata de un producto con poca sensibilidad al ciclo económico, porqué la gente lo consume tanto en una expansión económica como en una recesión.

Nos gusta su estrategia de crecimiento orgánico de +2%/+3% más crecimiento inorgánico utilizando su fuerte balance y posición de dominio. Después de la consolidación del mercado polonés, mercado

Con mayor consumo per-capital de carne de pollo de Europa, esperamos que consolide algún país del norte de Europa.

Como riesgo se comenta una subida de la inflación, pero LOUP ha demostrado sobradamente que es capaz de trasladar los incrementos de precios al consumidor final.

Conozco pocas empresas con un potencial de revalorización tan elevado y con un riesgo tan reducido. LOUP cotiza a 12x beneficio de los últimos doce meses y estimamos un EPS para 2023 de 9,24 EUR que implica un múltiplo 9x beneficios. Si aplicamos un múltiplo de 15x beneficio en línea con su historia, alcanzamos un valor objetivo a 2023e de 147 EUR. Pensamos que solo es cuestión de paciencia para que el mercado reconozca su auténtico valor fundamental.

Amazon (AMZN).

No voy a hablar de sus cualidades y ventajas competitivas ya que son de sobras conocidas por toda la comunidad inversora. Donde no existe consenso es respecto la valoración fundamental y el posible riesgo regulatorio o anti-competencia.

Pensamos que el riesgo regulatorio aun existiendo simplemente provocará una mayor tasa impositiva o mayores inversiones que no invalidan en ningún caso su modelo de negocio futuro. En valoración, es necesario capitalizar en balance ciertos gastos que realmente son inversiones. Esto no siempre resulta sencillo porqué requiere tiempo y conocimientos contables, pero si se hace uno se da cuenta de que AMZN puede valer perfectamente \$4.000 por acción a medio plazo.

Nosotros capitalizamos un 40% y 30% de los gastos de investigación y desarrollo y marketing, alcanzando un margen operativo Ebit del 13% en 2023. Este margen viene acompañado de una estimación de CAGR de ventas +15% y si le aplicamos un múltiplo de 30x flujo de caja, alcanzamos sin problemas un valor objetivo de \$4.000.

Con los años me he dado cuenta de que uno de los mayores errores como gestores es vender antes de tiempo y AMZN podría ser uno de estos.

Si queréis mayor detalle respecto a nuestra tesis de inversión y porqué es necesario capitalizar gastos en balance aquí tenéis un vídeo nuestro explicativo ([¿ESTÁ CARA AMAZON? ANÁLISIS FUNDAMENTAL ACCIONES - YouTube](#)).

Adairs Limited (ADH).

ADH es una small cap australiana (CAD560m) líder especialista en la venta de muebles y productos de decoración para el hogar, muy bien gestionada y que se está beneficiando del cambio de hábito relativo al hogar causado por la COVID-19. La acción está casi a precio de su OPV en 2015 y cotiza extremadamente barata con los múltiples canales de crecimiento futuro. No me voy a extender aquí porque nuestro último informe de research hablamos de ella en detalle. ([Documentos – DRACO GLOBAL SICAV](#)).

Facebook (FB).

FB al igual que Amazon se ha beneficiado por la crisis de la COVID-19 al incrementarse el porcentaje de publicidad online y en redes sociales versus medios más tradicionales como la TV y la radio. Mientras la publicidad en medios tradicionales no crece, el canal online crece a doble dígito y concretamente dentro del canal online, las redes sociales presentan el mayor crecimiento con un +16% esperado para 2021 según Statista. Solo en EE.UU, la publicidad digital genera hoy \$130bn y representa el 54% de toda la inversión en publicidad. Los dispositivos móviles representan más de dos tercios del mercado y aquí Facebook es un claro líder mediante todas sus aplicaciones. La capacidad de segmentar a tu cliente en Instagram, Facebook o Youtube; hace de estas empresas claras ganadoras respecto las empresas de publicidad más tradicional.

Para valorar FB existen dos variables clave, el número de usuarios y el ARPU (ingreso por usuario). Mientras el ARPU no creció durante el segundo trimestre de 2020, sí que volvió a crecer en el tercer trimestre (+9%) per a ritmos muy por debajo de como venía creciendo en los últimos años (+18%). La sorpresa positiva fue el incremento en el número de usuarios mensuales gracias a las cuarentenas por la COVID-19, con crecimientos del +12% versus un +8% en 2019.

El driver principal en nuestras estimaciones no son el crecimiento futuro del número de usuarios (en países emergentes sigue creciendo) sino la convergencia de ARPUs. Probablemente no a niveles de EE.UU (\$39) pero si a la media Europea de \$12. Calculamos un precio objetivo de \$350 a 2023 en base a un múltiplo de 25x beneficios y aunque SI existe riesgo antimonopolio no pensamos que la obliguen a separarse. En el caso extremo de que suceda, creemos que FB tiene tendría más valor por separado al precio de cotización actual. Potencial alcista actual del +30% y +60% desde el precio medio de compra.

Armanino Foods (AMNF).

AMNF es una micro cap americana (\$64m) líder en la fabricación y venta de salsas de pesto y pastas frescas con diferentes sabores en EE.UU. La cotización de AMNF está muy penalizada por su fuerte exposición al segmento de foodservice (restaurantes) aunque durante el reciente 3Q20 y el próximo 4Q20 esperamos que se normalizaran los resultados. Al operar en un negocio B2B, la empresa no vende directamente sus productos, sino que utiliza distribuidores a escala nacional. Se trata de un negocio fácilmente escalable, tanto en EE.UU donde ya tiene cierta presencia como en el mercado internacional (12% de las ventas). Durante el último año, la empresa ha desarrollado nuevos canales de venta para incrementar el peso en el segmento retail a través de supermercados y no depender en exceso del segmento de restaurantes. Como en todas las micro caps en que invertimos, su balance es sólido, no tiene deuda y en este caso AMNF ya ha repagado el crédito recibido por el gobierno americano para hacer frente a la pandemia. Creo que existen muchas posibilidades de que la empresa termine comprada por un gran jugador, al cual le resulta más eficiente comprar esta empresa que crear un nuevo producto y línea de venta. Durante el tercer trimestre, la caída en ventas se redujo al -19% respecto al 55% del segundo trimestre y seguirá mejorando hasta entrar en números negros en el 2021.

Estimamos un valor objetivo mínimo de \$3,75 a 2023 aplicando un múltiplo muy conservador de 15x beneficios. AMNF es el claro ejemplo de una micro cap de calidad cotizando a precios de value. El potencial alcista es del +50% desde los precios actuales y del +75% desde nuestro precio medio de compra (\$2,15).

Alibaba Group (BABA).

Probablemente uno de los valores más penalizados entre las grandes compañías, con una caída durante los últimos tres meses del -19%. Las razones son la paralización de la OPV de Ant Group y la investigación por antimonopolio. El gobierno chino anunció un conjunto de directrices antimonopolio para las empresas de plataformas de internet con el objetivo de prevenir y detener prácticas monopolísticas. El foco principal recae en exigir que los comerciantes elijan solo una plataforma on-line, que no vendan por debajo de coste y que no exista discriminación de precios a consumidores.

Pensamos que la propuesta antimonopolio busca proteger la industria de internet en su totalidad, ofrecer crecimiento saludable y no perjudicar su desarrollo futuro. La dirección de BABA anunció

Recientemente un incremento del plan de recompra de acciones hasta los \$10bn, aprovechando la caída de la cotización. A nivel de valoración, una mayor regulación puede afectar mínimamente al crecimiento o los gastos, pero pensamos que el modelo de negocio a medio y largo plazo sigue intacto. En cuanto a los últimos resultados trimestrales, el negocio subyacente de BABA sigue creciendo a ritmos del +30% en ventas y +28% en beneficio operativo ajustado. Este fuerte crecimiento está basado en tres pilares: 1) Fuerte consumo interno en China, 2) crecimiento del negocio en la nube y la inteligencia artificial. Concretamente, el segmento de negocios en la nube ha crecido un +60% interanual y se espera que siga creciendo.

Con todos estos atributos positivos, el mercado nos entrega una empresa extraordinaria a precios de value.

Calculamos un valor teórico de \$360 con un múltiplo de salida en 2023 de 15x beneficios o 10,5x Ebit. Al igual que en Facebook, cualquier “mandatory” split de sus negocios por parte del gobierno chino, arroja un precio superior al actual. Desde la cotización actual, potencial alcista del +55%.

Grifols (GRF.P)

Otra empresa muy penalizada por la pandemia de la COVID-19 y aunque los centros de donación estuvieron abiertos, los ciudadanos no acudieron por las cuarentenas y la ayuda del gobierno americano.

El negocio principal de Biociencia ha seguido creciendo a dígito simple alto consecuencia de la fuerte demanda de inmunoglobulinas EE.UU y Europa.

Estamos muy convencidos sobre nuestras inversiones en el sector de plasma y no solo en Grifols. A lo largo de los años hemos desarrollado un buen conocimiento en este nicho de mercado y estimamos que GRF vale 25,5 EUR a 2023. A parte de la mala evolución de las recolecciones de plasma, los inversores parecen preocupados por el alto endeudamiento actual de GRF. No nos preocupa, porque la dirección de GRF ha demostrado sobradamente que puede desapalancar su balance con generación de flujo de caja en dos años (Talecris en 2011).

Para más información sobre GRF, consultar nuestra tesis de inversión escrita [Documentos – DRACO GLOBAL SICAV](#) y en nuestro canal de YouTube. También tenéis un artículo muy interesante publicado en Funds Society [Diario de un gestor: ¿cómo contrastamos la información obtenida cuando analizamos una idea de inversión? \(fundssociety.com\)](#).

Inditex (ITX).

Otra conocida empresa que cotizaba altamente penalizada por el cierre de tiendas durante la pasada cuarentena. La tesis de inversión en ITX era sencilla, no teníamos ninguna duda de que el cierre era temporal y la situación se normalizaría durante los próximos trimestres. Recientemente la cotización lo ha descontado, pero aún le queda recorrido al alza. Adjuntamos vídeo de nuestra tesis de inversión en ITX, parte I y parte II.

[🔗 ANALISIS FUNDAMENTAL ACCIONES | EJEMPLO REAL | INDITEX \(ITX\) 🔗 APRENDE A INVERTIR - YouTube.](#)
[INDITEX UPDATE - Análisis fundamental - YouTube.](#)

COMPUTER MODELLING (CMG).

Microcap canadiense (CAD390m) de software especializada en modelizar yacimientos de petróleo y gas, para determinar la forma más eficaz de desarrollarlos. El software es muy complejo y profundamente técnico, proporcionando una clara barrera de entrada frente a la competencia. CMG dispone de altos costes de cambio consecuencia de que, a pesar de la caída del precio del petróleo durante los últimos años, Más del 90% de los ingresos de CMG son recurrentes, aunque sus clientes operan en un negocio altamente cíclico.

Como sabéis, en DRACO GLOBAL no somos muy partidarios de invertir en sectores cíclicos, pero si en empresas de ingresos recurrentes. A pesar de la fuerte caída acumulada del precio del petróleo, un -70% desde máximos de 2014 hasta 2020, CMG ha sido capaz de proteger su cifra de facturación. CMG fue muy ágil al acelerar su transformación desde un modelo de venta de licencia a uno de suscripción (SaSS). El negocio de software representa el 90% de las ventas, que representa una ligera caída del -1,75% en CAGR a 5yr, en cambio, la cotización se ha comportado como el precio del petróleo pasando de CAD 15 a CAD 5. Gracias al control de costes, CMG ha sido capaz de minimizar su caída de margen operativo (Del 45% al 42%) y únicamente una CAGR de EPS del -5% a 5 años. CMG no ha reducido el dividendo, sigue pagando CAD 0,4 por acción y es free cash Flow positivo. El driver principal es una estabilización del precio del petróleo, porque todos los operadores que se plantean cancelar su suscripción ya lo habrían hecho.

Su principal competidor es Schlumberger (SLB), empresa muy grande y donde su negocio principal son los servicios a empresas petroleras y no el software de reservas (reservoir characterization). Por último, CMG podría recibir una oferta de compra por Schlumberger u otro potencial competidor en cualquier momento.

Calculamos un precio objetivo de CAD7 a 2023, simplemente estimando una caída de doble dígito en ventas para 2020 y crecimiento orgánico del +1%/2% en adelante. A la cotización actual, el potencial alcista es superior al +45%.

CHANNEL ADVISORS CORP. (ECOM)

ECOM es una small cap americana (\$500m) B2B que presta servicios a empresas que quieren diversificar sus canales de venta online, administrar el inventario, optimizar las operaciones del día a día y realizar análisis de datos para incrementar las ventas. ECOM ha sido seleccionada durante los últimos nueve años como el mejor canal de venta online y el tercer mejor proveedor de contenidos de marketing, según Digital Commerce 360's annual Top 1000 report. A pesar de todo lo comentado, ECOM no ha atraído el interés de Wall Street en comparación a empresa como Shopify (SHOP) y BigCommerce Holdings (BCOM) y eso evidentemente nos gusta. Las razones principales son la menor tasa de crecimiento de ventas respecto empresas comentadas y aun disponiendo del mejor software del sector, su servicio postventa debe de mejorar. ECOM hace años que no ejecuta bien este servicio, pero la directiva ahora si está tratando de solucionar este importante problema. Calculamos un valor objetivo de \$28 a 2023, el cual implica unos múltiplos de salida de 9x Ebitda y 3x ventas, así como un potencial alcista del +63%.

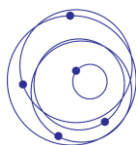
Repro Med Systems, Inc. (KRMD)

Micro cap americana (\$198m) líder en dispositivos médicos de bajo coste para administración de inmunoglobulina subcutánea. Hace poco publicamos un documento extenso sobre KRMD, en el cual expresábamos como nuestra opinión había empeorado después de contrastar nuestra información con el Dr. Pere Soler Palacín, Presidente de la PIDD Foundation ([Diario de un gestor: ¿cómo contrastamos la información obtenida cuando analizamos una idea de inversión? \(fundssociety.com\)](#)).

Finalmente, hemos procedido a reducir nuestra participación en KRMD consecuencia de que, aunque en EE. UU su estrategia funciona, tenemos muchas dudas respecto a su expansión internacional.

MasterCraft Board Holding (MCFT)

Small cap americana (\$395m) líder en la fabricación de lanchas rápidas para esquí acuático y wakeboard. Opera baja marca propia principalmente (65% de las ventas) y dispone de una cuota de



Mercado en PSB (Performance sports boats) del 20%. La estructura sectorial no podría ser mejor consecuencia de que las tres mayores empresas controlan el 70% del mercado. Existe disciplina de precios, redes de distribución nacionales y barreras de entrada para el resto de fabricante de embarcaciones recreativas. Empresa poco intensiva en capital, con alto porcentaje de costes variables, circulante negativo, alto retorno sobre capital invertido y generadora de flujo de caja libre a lo largo de todo el ciclo económico.

El pasado 11 de noviembre, MCFT reportó resultados del primer trimestre de 2021, con la mejor rentabilidad operativa de su historia, aunque en ventas aún sigue decreciendo a dígito simple. La COVID-19 ha incrementado el interés por las embarcaciones de recreo, la cartera de pedidos se encuentra en un muy buen momento y el inventario en niveles bajos. La guía de la empresa para este año es crecimiento de ventas del +35%, margen Ebitda del 15% y crecimiento del beneficio por acción del +80%.

Utilizando un múltiplo de 15x beneficios, alcanzamos un valor objetivo a 2023 de \$50 con un potencial alcista del +95%.

ATEME SA (ATEME)

Micro cap francesa (187m EUR) líder mundial en compresión de vídeo para satélites, fibra óptica, cable, IPTV y OTT. La explosión del tráfico por internet va a continuar durante la próxima década y el vídeo representa una parte importante de este crecimiento. Según Cisco, el vídeo representa el 73% de todo el tráfico de internet, estima que su volumen se multiplicará por tres durante los próximos cinco años y que crecerá a una tasa compuesta CAGR del +25%.

Para dar soporte a este crecimiento, es necesario invertir en nuevas redes, pero también optimizar las existentes mediante la compresión de vídeo. La compresión consiste en la reducción de la cantidad de datos minimizando la pérdida de la calidad del vídeo. Existen diferentes estándares de compresión de vídeo (MPEG y HVEC) pero ATEME participa en todos.

ATEME es otra empresa que está migrando desde un modelo de venta de licencia a uno de suscripción (SaaS). Hoy la parte de software representa el 50% de las ventas vs. un 25% en su salida a bolsa. Este cambio de modelo de negocio le permitirá obtener un mayor crecimiento de ventas a y mayor margen bruto y operativo a medio y largo plazo.

Cuando calculemos su valor objetivo deberemos capitalizar en balance parte del gasto en investigación y desarrollo (20% de las ventas vs. 25% en los últimos años). En los últimos resultados

Trimestrales, ATEME ha indicado una sólida cartera de pedidos y una mejora en el 4Q20 respecto trimestres anteriores.

La operación de compra sobre Anevia, le permitirá incrementar su cuota de mercado sin solaparse en ningún segmento y alcanzar sinergias comerciales y financieras. Calculamos una cuenta de resultados proforma a 2020 y 2021, de 70m EUR y 93m EUR en ventas. Estamos convencidos de que se trata de una operación que transforma el impacto de ATEME en su mercado.

Calculamos un valor objetivo a 2023 de 21 EUR, con un potencial alcista del +25% aunque estamos revisando el precio objetivo para incorporar las sinergias de la adquisición de Anevia.

MamaMancini's Holdings, Inc. (MMMB)

Microcap americana (\$67m) especializada en la fabricación y venta de productos italianos, principalmente albóndigas de diferentes tipos y sabores. Su canal de venta principal es supermercados y un 50% de las ventas son marca blanca. Muchos pensaréis que MMMB no es la típica empresa que buscamos en DRACO GLOBAL pero no es así. Opera un nicho de mercado interesante y aunque vender albóndigas no es a priori muy glamuroso, su producto es el de más saludable y de más calidad.

MMMB dispone de múltiples oportunidades de crecimiento vía tiendas cercanas a supermercados, que están creciendo a ritmos anuales del +8%-+10% por encima de supermercados, así como incrementar la penetración de sus productos en Walmart, Kroger, Cotsco o Target. El año pasado llegó a un acuerdo con Beyond Meat, que ayudará a MMMB a acelerar su plan estratégico. Por último, MMMB quiere crecer en el segmento de foodservice y la dirección esperar alcanzar los \$10m en 2022. La empresa presenta un buen momento de resultados, con crecimientos de ventas últimos doce meses del +30% y aunque se normalizará algo el crecimiento top-line, estimamos que seguirá creciendo a una CAGR del +20% a 2022.

Estimamos un valor intrínseco de \$3,15 utilizando un múltiplo de beneficios de 15x, el cual arroja un potencial alcista del +62%.

Neurones (NRO)

NRO es una vieja conocida de la cartera y que ya he comentado en otras ocasiones. La tesis de inversión en NRO es muy sencilla, crecimiento de ventas del +5% con márgenes estables entorno el 9%-10% en función del recurso a la subcontratación. NRO destaca por ser una de las pocas small

Caps francesas de IT con un modelo totalmente descentralizado y el “turnover employee” más bajo de la industria (12%). Hace muchos años que somos accionistas de NRO y aunque hemos hablado con múltiples ocasiones con Luc (CEO), nos estamos replanteando nuestra inversión consecuencia de que estamos encontrando muchas ideas en EE.UU y que encima reciben un Re rating importante por parte del mercado.

Únicamente con el plan estratégico de la empresa para 2020, ventas de 510m EUR y margen operativo del 9,5%, NRO debería valer 32 EUR, pero otra cosa es lo que piensa el mercado y la ratio que está dispuesta a pagar. No tengo claro si después de estas cartas seguiremos siendo accionistas de NRO... 😊

IEH Corporation (IEHC).

Esta es la empresa más pequeña en capitalización bursátil (\$37m) de DRACO GLOBAL, pero pensamos que es única en su negocio. Aunque representa poco peso en nuestra cartera debido a su baja liquidez, estamos convencidos que alcanzaremos su valor objetivo de \$35. Recomiendo la lectura de nuestro Research (<https://www.dracoglobal.es/documentos>), así como el vídeo que grabamos para el evento de MOI GLOBAL España (<https://youtu.be/IZ-CWHxDSSU>).

Universal Health Services (UHS).

UHS es uno de los proveedores de servicios hospitalarios y atención médica más grandes y respetados del país. Cuenta con más de 350 hospitales de cuidados generales, centros de salud mental y centros ambulatorios en USA, Canadá y Reino Unido. El envejecimiento poblacional actúa como crecimiento estructural a largo plazo para UHS. Hoy en USA, existen más de 60M de personas mayores de 65 años (un 15%) y se espera que esta tasa pueda alcanzar el 23% en el año 2050. UHS está presente en los estados de mayor crecimiento y dinamismo de Estados Unidos, como son Texas, California y Florida.

UHS cotiza con fuerte descuento consecuencia de la COVID-19, que ha retrasado las cirugías y tratamientos elegibles en detrimento de pacientes de COVID-19. No esperamos que se normalice la situación hasta el 2H21, aunque UHS dispone de una cuenta de resultados más resiliente gracias a su exposición al segmento de salud mental (50% de las ventas).

Calculamos un valor intrínseco de \$190 a partir del ingreso medio por número de admisiones en ambos segmentos y un múltiplo de beneficios de 17x.

Novo Nordisk A/S (NOVO B)

Aunque se esperan cambios en la política de precios de los medicamentos con la llegada del equipo de Biden, no pensamos que estos vayan a ser drásticos y afectarían en menos de un 5% la cuenta de resultados de empresas como Novo.

NOVO B contrala el 30% del segmento de diabetes a nivel global y el 50% de la insulina. El envejecimiento poblacional, sobre peso y una atractiva estructura sectorial; son los drivers principales del futuro crecimiento del negocio de NOVO B. Aunque existe el riesgo de los genéricos, más del 80% de la insulina que se administra hoy, proviene de la nueva generación de insulinas que ofrecen un mayor control del azúcar en sangre.

Calculamos un valor intrínseco de 515DKK en base a un múltiplo de 21x, CAGR del +5% a 2025 y estabilidad de márgenes operativos.

EKINOPS S.A. (EKI)

Micro cap francesa (185m EUR) que opera en el transporte de redes y se beneficia de la fuerte tendencia de crecimiento secular hacía la inteligencia artificial, 5G o internet de las cosas (IoT). Este fuerte crecimiento requiere una gran inversión en redes y equipos por parte de las empresas de telecomunicaciones, con el objetivo de incrementar la eficiencia y la rapidez en la transmisión de datos. La inversión en investigación y desarrollo y el fuerte componente innovador, actúan como barrera de entrada a la competencia. Esperamos que, en los próximos años, EKI reduzca la actual concentración por clientes e incremente el segmento de software en detrimento del hardware, negocio con menor rentabilidad y crecimiento. EKI opera en un sector muy competitivo, con jugadores más grandes y solventes que pensamos pueden fijarse en EKI para seguir consolidando el sector.

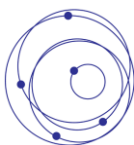
Calculamos un valor intrínseco de 12,5 EUR a partir de un múltiplo de 25x. Crecimiento de ventas de doble dígito, expansión de márgenes por el mayor peso del segmento de software debería llevar a EKI a alcanzar un beneficio por acción de 0,38EUR en 2023.

Micro Systemation (MSAB B).

Micro cap sueca (75m EUR) líder mundial en análisis forense para dispositivos móviles. Desde 1984, MSAB ha construido toda una red mundial de clientes que utilizan sus aplicaciones y que

Principalmente son policías, agencia de inteligencia, correccionales, prisiones, agencias militares, etc.

MSAB B sigue sometida a mucha presión consecuencia de la COVI-19, principalmente por una menor venta de licencias ante la actual incertidumbre, pero el incremento de delitos digitales a través de los dispositivos móviles es una fuerte tendencia secular de crecimiento a largo plazo. Se trata de un negocio de claro crecimiento, con atractiva estructura sectorial, poco intensiva en capital y con mucho potencial de revaloración a largo plazo. MSAB es nuestra posición más pequeña dentro de la cartera de acciones de DRACO GLOBAL.



Aviso Legal

DRACO GLOBAL SICAV está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 1321 y con CIF A-95105227. Que tiene como entidad gestora GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A. inscrita en el registro de entidades de la Comisión Nacional de Mercados de Valores con el número 37. La sociedad depositaria, BNP PARIBAS SECURITIES. inscrita en el Registro Oficial de Bancos y Banqueros con el número 206.