

Estimado accionista,

13/04/2021

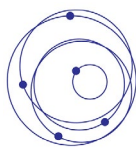
La rentabilidad de DRACO GLOBAL SICAV durante el 1Q21 fue del +6,7% y desde inicio de la nueva gestión del +8%. La gestión oficial empezó en septiembre del año pasado, con una exposición a renta variable del 19%. A lo largo del cuarto trimestre de 2020, incrementamos la exposición a renta variable hasta el 45% y a cierre de marzo 21 estamos en el 65%. La razón principal para no completar aún la cartera de acciones es por qué no nos gusta ir detrás del mercado y porqué estamos convencidos de que encontraremos mejores precios durante los próximos meses/trimestres.

Como bien sabéis, comunicamos muchísima información a través de los siguiente canales: 1) Página web (www.dracoglobal.es), 2) Newsletter ([newsletter](#)), 3) Twitter (<https://twitter.com/AbrilQuim>) y 4) nuestro canal de YouTube “[Invertir como un profesional – DRACO TV](#)”. Recomiendo el siguiente vídeo si quieres saber más sobre la filosofía de inversión diferencial de DRACO GLOBAL SICAV.



Click en la imagen para abrir el vídeo

En DRACO GLOBAL SICAV nos hemos marcado el reto de ser una referencia en análisis y inversión de Micro&Small caps, con foco en EE.UU y con una gran red de contactos de gestores de hedge funds americanos que utilizamos a nuestro favor.

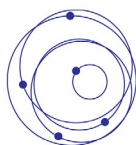


ENTORNO DE MERCADO

Esperamos una fuerte recuperación económica global con mayor fuerza en EE.UU gracias al monumental plan fiscal de Biden (\$1,9tr). Pensamos que el plan fiscal tendrá un gran impacto durante este año, el siguiente y probablemente el primer semestre del 2023; para después volver la economía a su senda de bajo crecimiento o “japonización”. Si unimos bajos tipos de interés más una política monetaria aún expansiva, encontramos el caldo de cultivo perfecto para la buena evolución de la renta variable y especialmente de las pequeñas empresas. A continuación, enumero algunas razones de porqué hay que invertir una parte de los ahorros en pequeñas empresas:

1. Plan fiscal de Biden (\$1,9tr) con fuerte impacto en economía real y durante 21-23e.
2. Las Micro&Small caps representan el 80% de todo el universo de inversión global.
3. Mayor alineación de intereses por una mayor propiedad empresarial.
4. Mayor probabilidad de recibir una oferta de compra (OPA).
5. Mayor acceso al propietario, CEO y CFO.
6. Menor cobertura de analistas y menor eficiencia de precios.
7. Mayor potencial de rentabilidad a largo plazo.
8. Negocios más sencillos de entender.
9. Mayor capacidad de crecimiento de ventas y beneficios a medio y largo plazo.

Estamos convencidos de que la economía global ha empezado otro ciclo alcista, liderado por EE.UU y China y aunque asistiremos a correcciones, estas serán claras oportunidades de compra. Si es así, no vemos necesidad de introducir coberturas (compra de opciones PUT OTM sobre subyacentes de renta variable) en la medida en que los indicadores adelantados (LEI) se seguirán recuperando. Nuestra estrategia de riesgo de cola es muy puntual y solo la implementamos cuando existe una elevada probabilidad de que la economía entre en recesión o depresión, escenario que no vemos en los próximos dos o tres años. Si tenéis curiosidad o interés sobre como se implementa esta estrategia oportunista, os recomiendo el siguiente vídeo de nuestro canal de YouTube.



Click en la imagen para abrir el vídeo

SITUACIÓN DE LA CARTERA.

Las primeras diez posiciones representan el 45% del patrimonio en renta variable y las primeras veinte más del 81%. La distribución geográfica por cifra de ventas se compone de un 65% USA& Australia, 24% Europa, 8% China y el resto Global. Por tamaño, el 80% son pequeñas empresas y el 20% grandes empresas. En promedio existen 5 analistas que siguen nuestras compañías. El split entre empresas Growth y empresas Value es de 55/45. El fondo presenta un potencial alcista a tres años superior al 45% o una TIR al mismo plazo del 12%. El porcentaje de propiedad promedio de la cartera es del 65%, el insider trading promedio es superior al 20%, más del 15% 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:

- ✓ +70% MamaMancini's Holdings, Inc. (MMMB), +48% ChannelAdvisor Corporation (ECOM), +41,5% LGI Homes, Inc. (LGIH), +23% G5 Entertainment AB (publ). (G5EN) y +21,9% Hanza Holding AB (publ) (HANZA).
- ✗ -41,51% Repro Med Systems, Inc. (KRMD), -12% Altigen Communications (ATGN), -9,5% Palo Alto Networks (PANW) y -8,6% Jumbo Interactive (JIN) y -6,75% Ekinops (EKI).

CARTERA DE ACCIONES.

Durante el pasado trimestre, DRACO GLOBAL SICAV ha recibido la primera OPA desde su inicio de gestión (septiembre 20). Recibir una OPA no es cuestión de suerte sino va intrínsecamente relacionado con la búsqueda de empresas de calidad, con alguna ventaja competitiva o en formación de una. Recibir una oferta de compra por alguna de nuestras empresas es parte de la filosofía de inversión en DRACO GLOBAL y, de hecho, desde junio 2017 hasta septiembre 2020 recibimos 4 OPAs a través de nuestro anterior vehículo de inversión Global Quality Edge Fund.

Enlabs (NLAB) es una micro cap sueca 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 de compra por el 100% de Enlabs. El precio de compra únicamente ofrecía una prima del +1,5% (40 SEK) respecto el precio de cierre del día anterior y una prima del +42,3% respecto su precio medio de cotización durante los últimos 180 días, valorando la empresa en \$342m. Pensábamos que se trataba de una oferta de compra ridícula y aunque tenía el consentimiento de la dirección de la empresa (42% del capital) no era suficiente. Posteriormente a la oferta de Entain, empezaron a salir accionistas relevantes afirmando que a este precio no iban a vender las acciones, afirmación con la que estábamos totalmente de acuerdo.

Varios hedge funds americanos, accionistas relevantes y otros fondos/sicavs nos juntamos para superar el 10% y paralizar la OPA. Este bloqueo obligó a Entain a mejorar su oferta de compra y finalmente el pasado 1 de marzo, mejoró el precio desde los 40SEK a los 53SEK. Esta nueva valoración estaba más cercana a nuestro calculo de valor intrínseco (57 SEK) y decidimos vender las acciones ese mismo día. Finalmente, Entain consiguió más del 90% de las acciones y la cotización de NLAB está en proceso de exclusión del mercado.

Hemos aprovechado el pasado trimestre para seguir construyendo la cartera de acciones de DRACO GLOBAL, empresas extraordinarias, en crecimiento, con atractiva estructura sectorial y con un margen de seguridad suficiente. Vamos a ver a continuación todas las nuevas incorporaciones en cartera de forma breve.

Nuevas ideas en cartera.

LGI Holmes Inc. (LGIH).

LGIH es la décima promotora inmobiliaria de EE.UU (\$3.237m) y se especializa en la venta de primera vivienda con un precio unitario medio un 20% por debajo de su competidor más cercano.

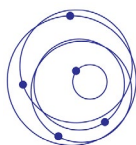
El actual entorno macro de fuerte recuperación económica y bajos tipos de interés en EE.UU, es muy propicio para incentivar el cambio de alquiler a propiedad. También la pandemia de la COVID-19 ha modificado los hábitos de trabajo y ahora el ciudadano permanece más tiempo en su domicilio o trabaja desde casa. Aunque cuando la vacunación avance más rápido se volverá un poco a la situación pre-pandemia, pensamos que los cambios han venido para quedarse. Según Global Workplace Analytics, un 70% de los trabajadores del sector servicios lo harán en remoto desde su casa hasta 2025.

El pasado 6 de abril, LGIH anunciaba que había cerrado 2.561 operaciones de venta vs. 1.835 el pasado año, lo que representa un incremento del +40%. En cuanto a nuevas comunidades, LGIH está presente hoy en 110. Para 2021, LGIH nos da la siguientes guías: 1) Cerrar operaciones de venta entre 9.200 y 9.800, 2) 112 a 120 comunidades, 3) precio unitario medio de venta entre \$260k y \$270k y un 4) un margen bruto entre el 24% y 25%.

Nuestra valoración implica un precio objetivo a 2023e de \$185 por acción, con “home closings” de 9.526 en 2021, crecimiento del +2% futuro y precio unitario medio de venta en 269k creciendo a dígito simple bajo. Nuestro precio medio de compra es \$110 por acción, por tanto, potencial alcista a medio plazo superior al 68%.

Kitron ASA (KIT).

KIT es la empresa líder (399M EUR) en soluciones para la fabricación de productos electrónicos (EMS) en los países nórdicos. KIT se centra en productos de nicho sin la competencia del mass market, los productos son de complejidad elevada y el alcance geográfico es regional. Los clientes de KIT son empresas reconocidas como Thales, ABB, Elekta, Atlas Copco, Tomra, SAAB, etc.



El mercado potencial (TAM) actual en Europa es de 32bn EUR y se espera que crezca a los 37bn EUR en 2025, con una fuerte demanda en verticales como ciberseguridad, sostenibilidad, electrificación, dispositivos médicos, defensa y aeroespacial. Todos estos verticales son mercados en crecimiento, con tasas CAGR medias del +12% y alto potencial de ganancia vía incremento de la cuota de mercado.

El año pasado fue muy bueno, con crecimiento de ventas superior al +20%, margen operativo cercano al 8% y una cartera de pedidos creciendo un +6,5%. El pasado 17 de marzo, KIT realizaba su presentación a inversores comunicando que espera alcanzar los 6.000 NOK, un margen operativo del 8% en 2025 (vs. un margen operativo pre-pandemia de 7%) y mantener un payout (% de beneficios que se pagan como dividendos) del 50%. El crecimiento de ventas esperado se conseguirá según la dirección como un +10% orgánico más operaciones de M&A oportunistas.

En definitiva, pensamos que KIT está presente en mercados de alto crecimiento (electrificación y conectividad, por ejemplo), con una alta tasa de retención de clientes y que puede generar economías de escala.

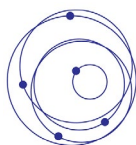
Calculamos un precio objetivo a 2023e de 25NOK por acción, que respecto a nuestro precio medio de compra de 17NOK, representa un potencial alcista a medio plazo cercano al +50%.

G5 Entertainment AB (publ) (G5EN).

G5EN (460m EUR) desarrolla y vende juegos para móviles y tabletas y en el entorno de IOS. G5EN ha desarrollado un modelo de negocio exitoso y escalable, que se beneficia de la actual tendencia en la industria de los videojuegos para móviles. G5EN cuenta con más de 30 videojuegos y lo más importante, 13 videojuegos son nuevos y se han desarrollado internamente por el equipo de I+D. Estos nuevos videojuegos generaban 1m SEK en el 2Q19 y a cierre del año 2020 contribuyen en 133m SEK. Este crecimiento es íntegramente orgánico y se ha generado desde cero.

El segmento de videojuegos para móviles presenta una estructura de mercado altamente competitiva y existen jugadores muy fuertes, aunque G5EN, opera en un nicho de mercado. El público objetivo de ese nicho son mujeres de más de 35 años, en EEUU y con sistema operativo IOS. G5EN dispone de diferentes formatos de videojuegos: búsqueda de objetos y puzzles (segmento principal).

G5EN sigue en un buen momento de resultados gracias a la contribución de los videojuegos propios que hoy alcanzan el 60% de las ventas. En moneda USD, las ventas crecieron un +16% en 2020 y la



Dirección anticipó durante la publicación de resultados del 4Q20, un crecimiento superior al +25% durante enero, así como un margen operativo del 20%.

Calculamos un precio objetivo de 800SEK a 2023, el cual ofrece un potencial alcista del +52% y una TIR del 15%. Nuestro precio medio de compra es de 450 SEK por acción.

Hanza Holding AB (HANZA).

HANZA (59m EUR) se especializa en la fabricación de todo tipo de productos electrónicos y mecánicos para clientes que quieran externalizar su proces de fabricación. Dispone de 16 plantas de fabricación divididas en cinco clústers con proximidad local al cliente. En general, una empresa tipo mantiene varios proveedores repartidos a nivel global, pero soporta elevados costes logísticos y de transporte. HANZA ofrece proximidad, eficiencia, rapidez de entrega y reducción de costes al trabajar con un solo proveedor y bajo el format “all you need is one”.

Según E2open, los fabricantes ven muchos beneficios a la subcontratación del proceso de fabricación principalmente por mejores logísticas, de confianza, seguridad, reducción de costes e inversiones, acceso a mano de obra cualificada, experiencia de terceros en diseño y fabricación, junto con la capacidad de poder escalar rápidamente la producción. Parece claro que existe una tendencia secular hacia la externalización de productos y servicios y HANZA es y será una empresa beneficiada.

Aunque no es sencillo estimar el mercado potencial total (TAM) de HANZA, la propia compañía indica que el mercado global de externalización de fabricación de componentes electrónicos es de 395m EUR, representando Europa el 8% y se espera que crezca a dígito simple en los próximos cinco años. En cuanto a su base de clientes, aún siendo una empresa pequeña la concentración por cliente nos parece razonable y aceptable.

Calculamos un valor objetivo a 2023e de 27,6SEK por acción, potencial alcista al precio actual del +53% y una TIR del 15,4%. Nuestro precio medio de compra es de 14,6 SEK por acción.

Mastech Digital Inc. (MHH)

Sabéis que en DRACO GLOBAL tenemos preferencia por empresas con alto porcentaje de ingresos recurrentes pero gracias a la crisis de La Covid-19 y la fuerte recuperación que se espera para EE.UU; pensamos que MHH es una gran oportunidad de inversión.

MHH (169m EUR) es un proveedor de servicios de empleo en IT y servicios analíticos en el sector financiero, gubernamental, farmacia y retail. Sus fundadores Sunil Wadhvani y Ashok Trivedi aún controlan el 60% de la propiedad de la empresa y sus clientes están principalmente en EE.UU.

El segmento de IT representa el 86% de las ventas y aunque se trata de un negocio altamente competitivo, la esperada recuperación económica debería de ser un viento de cola para todo el sector. El segmento de datos y análisis presenta mayor crecimiento y margen que IT y representa el restante 14% de las ventas. El margen bruto en este segmento es del 50%, muy por encima del 21% en IT. La dirección espera que este segmento crezca muy fuerte a futuro y su proporción sobre las ventas crezca hasta el 40%.

La clave en este negocio es disponer de un retention rate elevado, estructura de costes ligera, experiencia y liderazgo tecnológico. En los últimos 10 años, MHH ha crecido a una CAGR del +10%, +21% y +24% en ventas, Ebit y beneficio neto. Este crecimiento es orgánico, pero también inorgánico con compras selectivas siempre que se presenten oportunidades interesantes.

Si se cumplen nuestras estimaciones a 2023, estaríamos pagando 8x beneficios o 6x Ebit, con un potencial alcista al precio actual del +63% y una TIR del 17,5%. Nuestro precio medio de compra es de \$16,68 por acción.

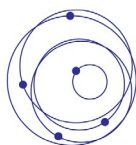
S&T (SANT)

SANT (1.445m EUR) es una empresa de servicios IoT e industria 4.0 así como proveedora de servicios de IT. SANT dispone de software propio, pero también vende hardware y software de terceros como Microsoft, Cisco, SAP o HP. SANT ha crecido a tasas muy elevadas en los últimos diez años, con CAGR del +30%, +34% en Ebit y +37% en beneficio neto. Este crecimiento ha sido posible gracias al esfuerzo en adquisiciones, que pensamos seguirá a futuro.

SANT presenta una fuerte exposición a la economía alemana, con más del 60% de las ventas, aunque también nos ofrece un potencial de crecimiento interesante en Europa del Este, mercado que no podíamos alcanzar antes con nuestras inversiones en small caps de IT francesas.

Su principal accionista es Ennoconn corporation, subsidiaria de Foxconn Technology, la cual controla el 27% de las acciones y refuerza las relaciones estratégicas y de negocio entre SANT y Foxconn.

El sector de IT es un sector muy fragmentado, competitivo y donde los grandes jugadores ejercen un papel preponderante, pero SANT nos ofrece exposición a mercados y sectores de crecimiento,



como Europa del Este y China, así como medicina y transporte. Esperamos que SANT sea capaz de llevar a cabo su plan estratégico e incrementar su margen operativo vía inversión en los segmentos más rentables del IT.

Si se cumplen nuestras estimaciones a 2023, estaríamos pagando 12x beneficios o 11x Ebit, con un potencial alcista al precio actual del +25% y una TIR del 7,6%. Nuestro precio medio de compra es de 20,5 EUR por acción.

SEI Investment company (SEIC)

SEIC (7.573m EUR) es una empresa financiera que ofrece servicios de gestión de activos, back y middle office principalmente a bancos, aseguradoras, gestoras de fondos, asesores de inversión y family offices. Su ventaja competitiva proviene de su software propio, así como de su plataforma a través de un negocio de SaSS vía suscripciones que le proporciona ingresos recurrentes.

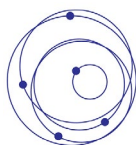
SEIC administraba más de \$786m y gestionaba \$370 a cierre de 2020 (antes LSV). Dado que cobra un fee sobre los activos gestionados y administrados, parte de las ventas presentan un alto componente de ingresos recurrentes.

En esencia, SEIC ayuda a sus clientes en tareas relativas a la contabilidad, reporting, ámbito regulatorio y CRM todo a través de su plataforma propietaria. Una vez el cliente está integrado en la interface de SEIC, existe un alto coste de cambio que proporciona una alta retención de clientes. Pensamos que la externalización de la administración de fondos presenta una buena oportunidad de negocio para SEIC. Un entorno regulatorio más exigente y las necesidades de capex en tecnología y personas, hacen de la externalización una tendencia estructural de crecimiento a largo plazo en el sector. También las políticas expansivas de los bancos centrales benefician la apreciación de los activos financieros atrayendo a su vez mayores activos bajo gestión que incrementan las comisiones a futuro.

Calculamos un valor objetivo a 2023e de \$80 por acción, potencial alcista al precio actual del +25% y una TIR del 7%. Nuestro precio medio de compra es de \$60 por acción.

Medios (ILM1)

ILM1 (565m EUR) es uno de los proveedores líderes en especialidades farmacéuticas centrado en terapias de nicho (40%) y venta de medicamentos OTC (60%). Las principales áreas de indicación



Son oncología, neurología, deficiencia autoinmune, oftalmología, infecciones y hemofilia. ILM1 ha sido capaz de generar una CAGR a 5 años del +45% y +40% para ambos segmentos de negocio.

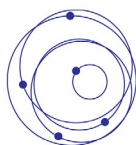
Estimamos que su mercado potencial (TAM) es de más de 17bn EUR. En Alemania existen más de 1,6m de pacientes con algún tipo de cáncer que requieren de infusiones con un coste anual por Paciente de 160k. También solo en Alemania, existen 6.600 residencias de ancianos con necesidad de una medicación individualizada por valor de 900EUR anuales por paciente. El mercado de medicamentos especiales a crecido el doble vs. los medicamentos tradicionales durante los últimos 8 años y esperamos que esta tendencia continúe. Por nuestra experiencia como accionistas de Grifols, PaySign o Repro Med Systems, conocemos que cada vez se descubren más enfermedades extrañas que requieren tratamiento. La demografía ejerce un viento de cola para el sector porque incrementa la demanda de tratamientos médicos personalizados. Se espera una CAGR a 5 años del +11% aunque ILM1 siempre ha sido capaz de crecer a un ritmo muy superior (+40%) combinando crecimiento orgánico e inorgánico.

Con la reciente compra de Cranach Pharma GmbH, su facturación superará este año los 1.000m EUR, aunque la ambición de ILM1 va mucho más allá. Sus objetivos estratégicos son: 1) Cobertura en más de 1.000 farmacias vs. las 500 actuales (con Cranach), 2) cross-selling de productos, 3) venta de más de 1.000 medicamentos, 4) expansión de márgenes aumentando la capacidad utilizada con 10m EUR de Capex adicional, 5) alcanzar las 300k prescripciones para pacientes y 6) seguir con el crecimiento inorgánico gracias a su fuerte balance.

Calculamos un valor objetivo a 2023e de 50 EUR por acción, potencial alcista al precio actual del +35% y una TIR del 10,7%. Nuestro precio medio de compra es de 36,78 EUR por acción.

Jumbo Interactive Limited (JIN)

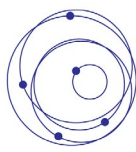
JIN (543m EUR) es el revendedor de lotería online más grande de Australia y que en 2013 empezó su expansión internacional principalmente en EE.UU y Reino Unido. La pandemia de La COVID-19 ha beneficiado claramente el negocio de JIN, incrementado la compra online y el volumen de premios a repartir. También los costes de personal se han reducido drásticamente al trabajar los empleados desde casa. La empresa reorganizó recientemente sus segmentos de negocio, reportando ahora bajo 3 segmentos: 1) Lottery retailing, 2) SaaS business y 3) managed services. La mejor forma de seguir la evolución del negocio es mediante la métrica TTV (company total transactional value).



Durante 1H21, el volumen total transaccionado se incrementó un +26% hasta los 233 AUD, aunque el número de Jackpots (grandes premios) cayó un 35%. Aún así, JIN consiguió un crecimiento de ventas del +9%. Tanto el negocio de SaSS como de gestión de servicios han contribuido muy positivamente al crecimiento de ingresos.

El modelo de negocio de JIN resulta muy atractivo en término de costes de cambio por la presencia de contratos a largo plazo que aseguran la cifra de facturación de la empresa, así como ingresos recurrentes provenientes de su negocio de suscripción y gestión de servicios. Durante junio y agosto, JIN renovó sus grandes contratos que le aseguran crecimiento de ventas durante los próximos 10 años. Existe una tendencia secular de crecimiento estructural vía incremento de la penetración del canal online, el cual debería alcanzar el 40% en 2025 vs. el 28% actual. La oportunidad de negocio a futuro se basa en el crecimiento del negocio de Sass o suscripción, con una TAM estimada de \$25bn y gestión de servicios con una oportunidad superior a los \$40bn. Estados Unidos es otro país donde existe una oportunidad grande, dado que la penetración online aún es muy reducida vs. países como Finlandia o Reino Unido que duplica la ratio de Australia.

Calculamos un valor objetivo a 2023e de 18 AUD por acción, con potencial alcista del 40% al precio actual y un precio medio de compra de 13,25 AUD por acción.



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.