

Estimado accionista,

18/01/2022

La rentabilidad de DRACO GLOBAL durante el segundo semestre de 2021 fue del 2,12% y desde inicio de la nueva gestión del +14,53%.

\*\*Es importante recordar que DRACO GLOBAL se creó en septiembre 2020 y hasta el 11 de mayo de 2021, la exposición a renta variable no llegó al 90% consecuencia del proceso de construcción de la cartera de acciones. Durante el periodo (01/09/20 a 11/05/21) comentado, la exposición media a renta variable fue del 45% consecuencia de que estábamos en proceso de construcción de la cartera de acciones. A efectos comparables a índices de RV y otros fondos de RV, si DRACO GLOBAL hubiera estado invertido al 90% desde el inicio del año, la rentabilidad aproximada de 2021 hubiera sido cercana al +30%, el doble que el índice de pequeñas empresas en USA.

### MACRO.

El año 2021 ha sido muy positivo para la mayoría de las bolsas mundiales, especialmente la americana con subidas del +27% SPX, +23% del Nasdaq 100 o +13,72% Russell 2000. Para el año 2022 esperamos una consolidación del ciclo económico y en ningún caso una desaceleración. Gracias al plan de estímulo de Biden, 42% del PIB americano, su economía seguirá creciendo a tasas elevadas como así lo indica el indicador adelantado de la Conference Board (LEI Index).

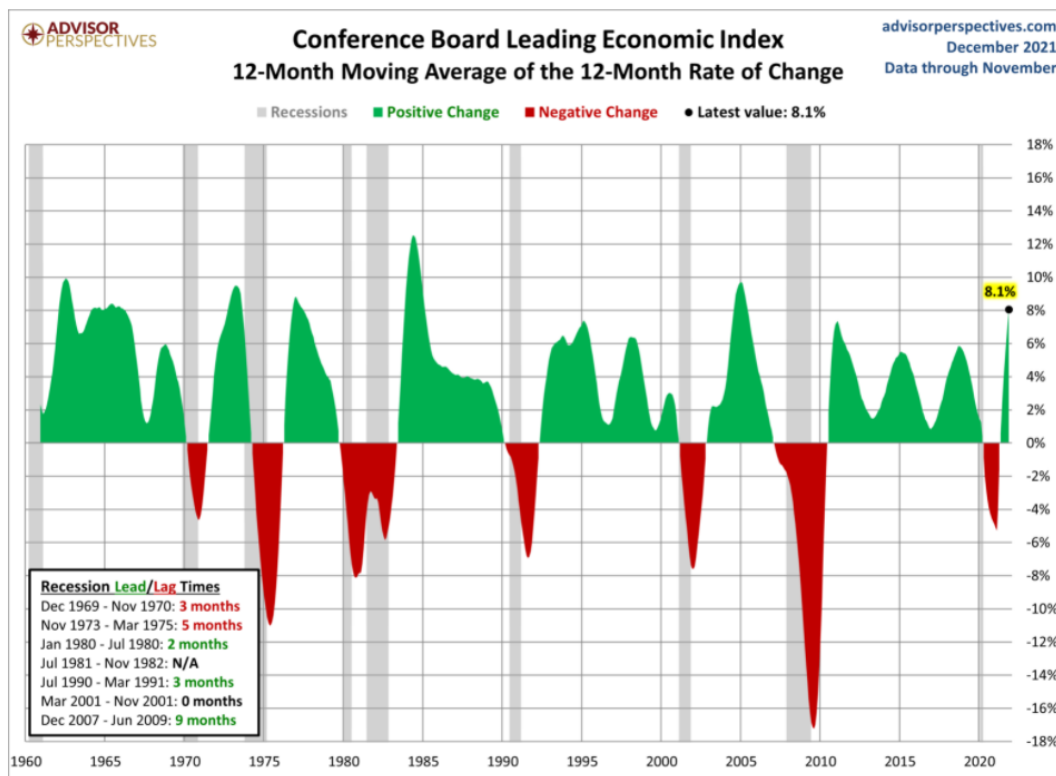
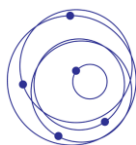


Gráfico 1: Indicador adelantado Conference board (LEI index) YoY



Las variables clave a controlar durante 2022 serán la **inflación** y los **tipos de interés**. Todo apunta a que la inflación se irá reduciendo a lo largo de 2022, una vez desaparezcan las tensiones en la cadena de suministro y las inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales. Aunque la FED ha anticipado la subida de hasta 3 veces los tipos de interés a lo largo de 2022, probablemente si la inflación se desacelera y sus expectativas a futuro no repuntan, la FED será claramente más suave en sus subidas. Queda patente que las principales economías mundiales no están preparadas para un ciclo de subidas de interés, es más, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Central Japonés (BOJ) ya han anunciado de que no van a subir los tipos de interés durante 2022.

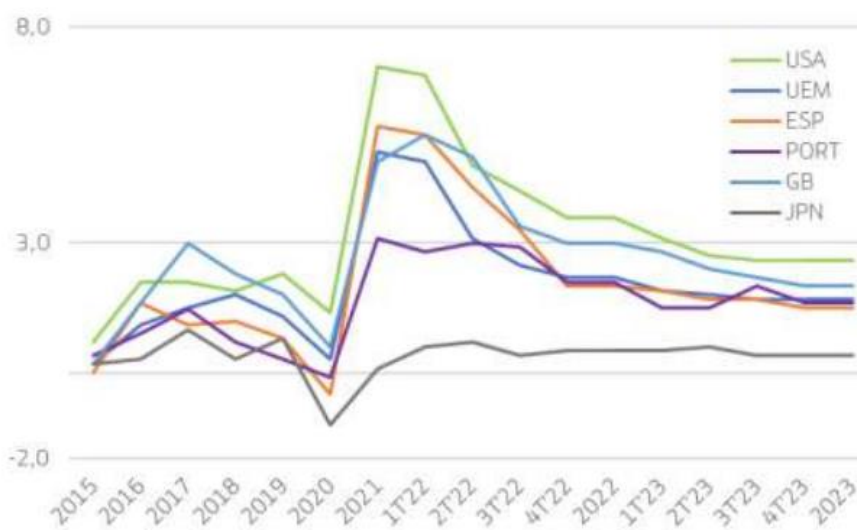


Gráfico 2: Inflación y estimaciones por países – JP Morgan.

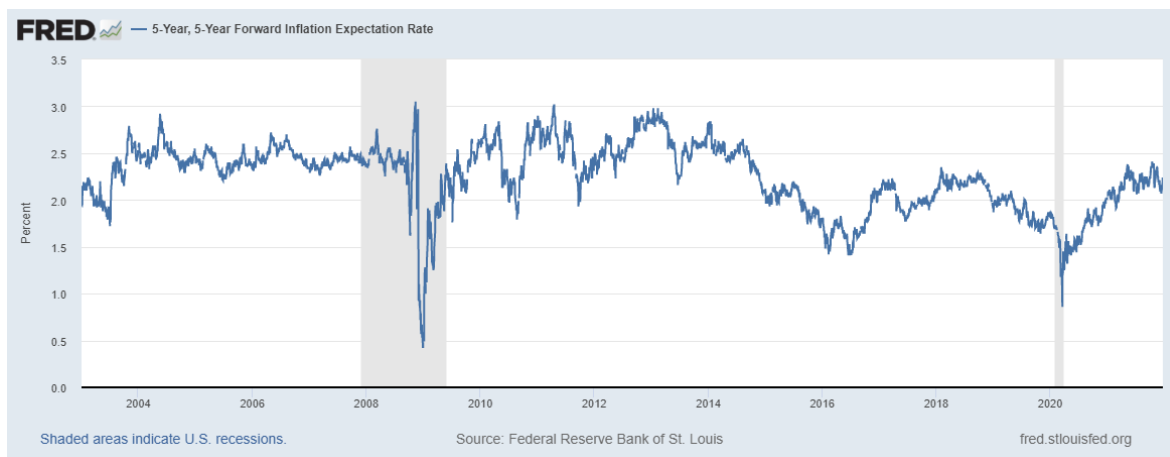
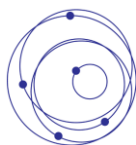


Gráfico 3: Expectativas de inflación en US- FRED economic data.

En adelante deberemos estar atentos a dos indicadores clave, el ciclo económico a través del LEI Index (Conference Board US) y el diferencial de tipos de interés en EEUU ( 10 años menos 2 años). La



Inversión del diferencial de la curva de tipos de interés ha anticipado con gran acierto una recesión, siempre entre 9 y 18 meses después de la inversión de la curva. Esta inversión de la curva se produce cuando la FED incrementa los tipos a corto plazo (¿momento actual) y los inversores a su vez descuentan una futura desaceleración económica a través de la caída de la rentabilidad del bono a 10 años.

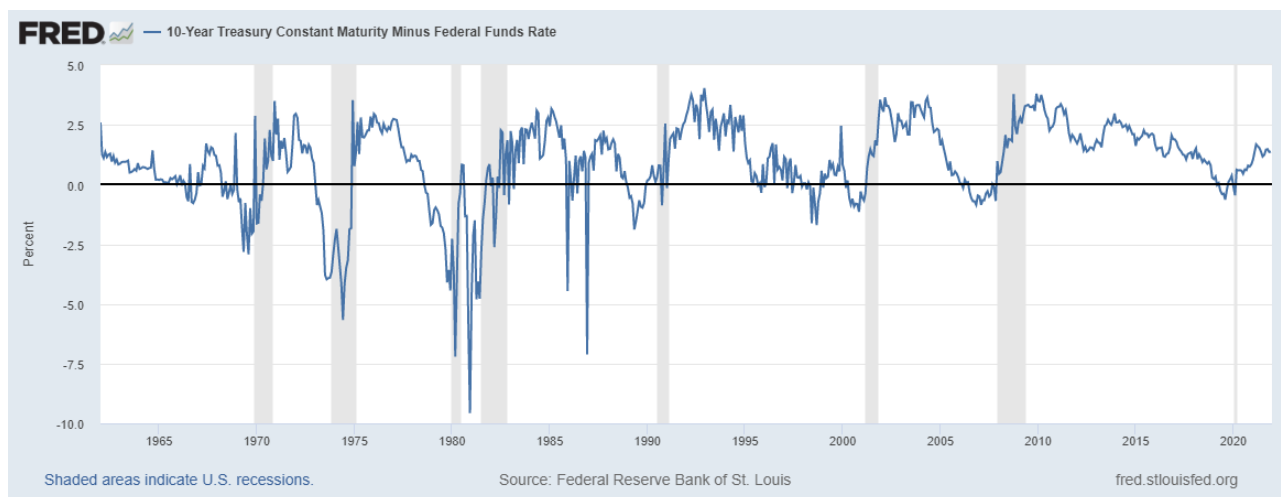


Gráfico 4: Diferencial de tipos de interés entre el 10 años y 2 años.

La macro es de difícil predicción, pero en DRACO GLOBAL pensamos que tiene sentido cubrir la cartera de acciones a través de la compra de opciones PUT si existe el riesgo de que la economía entre en recesión. **Pensamos que no estamos en este entorno y que el año 2022 y quizá también el 2023, serán buenos años para invertir en acciones, aunque estaremos atentos por si el escenario macroeconómico cambia.**

### SITUACIÓN DE LA CARTERA.

Las primeras diez posiciones representan el 45,5% del patrimonio en renta variable y las primeras veinte más del 75,5%. La distribución geográfica por cifra de ventas se compone de un 70% USA& Australia, 23% Europa, 6% China y el resto Global. Por tamaño, el 75% son pequeñas empresas y el 25% grandes empresas. En promedio existen 5 analistas que siguen nuestras compañías. El fondo presenta un potencial alcista a tres años superior al 60% o una TIR al mismo plazo superior al 16%.

Los movimientos en cotización más relevantes del segundo semestre han sido:

- ✓ Hexatronic (HTRO) +293%, Hanza Holdings (HANZA) +186%, Palo Alto Networks +50%, Water Intelligence +29% y Mastech Digital +14%.

✗ Altigen communications -44%, Grifols -32%, FlatexdeGiro -29%, G5 Entertainment -25% y Mamma Mancini's -21%.

En la próxima carta trimestral (1Q22) haremos un repaso de toda la cartera de acciones en detalle.

### FILOSOFÍA DE INVERSIÓN DRACO GLOBAL – UNIT ECONOMICS.

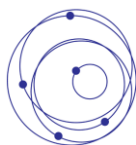
Muchas veces me preguntan en que se diferencia la gestión y el análisis fundamental de DRACO GLOBAL versus otros vehículos de inversión disponibles en el mercado. Podría enumerar una larga lista de razones como por ejemplo la inversión en empresas con nula o baja cobertura de analista, las reuniones con los equipos directivos de las empresas o como contrastamos la información obtenida en esas reuniones con sus clientes, proveedores, competidores o canales de distribución.

Hoy te quiero hablar de otro aspecto fundamental del análisis de DRACO GLOBAL, lo que nosotros llamamos **UNIT ECONOMICS**.

#### ¿Qué es Unit economics (UC)?

El análisis de UC se basa principalmente en el análisis unitario. Analizar una empresa y su modelo de negocio es una tarea complicada, por tanto, analizarla mediante UC nos permite simplificar la tarea a la hora de medir los ingresos, los costes y la rentabilidad por unidad de producto o servicio vendido. Este análisis permite realizar mejores estimaciones a futuro, tanto en la parte de las ventas como en el OPEX con gastos como investigación y desarrollo (R+D), gastos de publicidad y marketing (A&M) o gastos generales (SG&A).

Para poder calcular UC debemos identificar los key performing indicators (KPIs) más relevantes para cada empresa y su industria. Estos KPIs nos ayudarán a entender mucho mejor el modelo de negocio de una empresa y son diferentes para cada industria. Antes de pasar a ver algunos ejemplos, dejarme decir que en DRACO GLOBAL invertimos principalmente en empresas que proporcionan KPIs por industria o negocio en sus comunicados a accionistas o bien podemos acceder a ellos en nuestras conversaciones telefónicas con la dirección de la empresa. En algunas ocasiones no es posible obtener estos KPIs directamente de las empresas, pero se pueden obtener a través de sus competidores o de una investigación a través de diferentes fuentes por internet.



**Ejemplo 1: Consultoras de IT francesas.**

Uno de los ejemplos más claros son las small caps francesas consultoras de IT, empresas como Infotel, Neuronas, Devoteam, Wavestone, etc. Sin entrar en debatir si se trata de buenas o malas inversiones, mi reflexión va en relación con la información que podemos obtener de la dirección de la empresa. La mayoría de ellas nos ofrecen una guía anual de ventas y una orientación de margen operativo para el año en curso, información totalmente insuficiente para DRACO GLOBAL.

**Outlook**

Given the continued growth in Digital and Cloud services, the forecast for the full year 2021 has been revised upwards once again:

- **revenues in excess of €575m** (an increase of more than 9.5% compared to 2020),
- **operating profit of around 10.5%** (compared with the previous estimate of around 10%).

Tabla 1: Guidance de Neuronas (NRO).

Como observamos en la tabla 1, el “guidance” de NRO no nos ayuda a entender por qué las ventas van a crecer un +9,5% respecto el año anterior y porqué el margen operativo estará 50 puntos básicos por debajo del año pasado. Durante años he sido accionista de NRO y he hablado muchas veces con Luc de Chamard (presidente de Neuronas), pero en todas estas conversaciones he sido incapaz de obtener información relativa a KPIs de la empresa o del sector. El no poder acceder a esta información para modelizar con mayor acierto mis estimaciones de ventas y costes a futuro, me llevaron a abandonar estas empresas y centrarme en aquellas que si proporcionan esta información.

Un ejemplo es **Mastech Digital (MHH)**, small cap americana de IT, que proporciona información relativa a como crece su base de consultores (COBs) y cuál es su billable rate per hour (ingreso por consultor) todo con frecuencia trimestral. La evolución trimestral de estos dos KPIs nos ofrecen más información que simplemente proyectar un crecimiento de ventas a futuro.

<b>NYSEAM:MHH</b>										
Segment data	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E	Dec-25 2025E
<b>Revenue by geography</b>										
<b>Headcount data</b>										
W-2 Hourly	351	421	446	430	373					
Salaried	388	452	498	579	554					
Subcontractors	142	110	156	155	136					
<b>Billable IT HC</b>	<b>881</b>	<b>983</b>	<b>1.100</b>	<b>1.164</b>	<b>1.063</b>	<b>1.084</b>	<b>1.106</b>	<b>1.128</b>	<b>1.151</b>	<b>1.174</b>
YoY Growth		11,58%	11,90%	5,82%	-8,68%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Avg. COB's</b>		932	1042	1132	1114	<b>1.203</b>	<b>1.263</b>	<b>1.326</b>	<b>1.392</b>	<b>1.462</b>
			11,75%	8,69%	-1,63%	8,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Avg. Bill Rate per hour</b>	<b>\$75,35</b>	<b>\$73,55</b>	<b>\$73,01</b>	<b>\$74,97</b>	<b>\$76,60</b>	<b>\$77,37</b>	<b>\$78,14</b>	<b>\$78,92</b>	<b>\$79,71</b>	<b>\$80,51</b>
		-2,39%	-0,73%	2,68%	2,17%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Total Revenue IT - 2nd method</b>		<b>134</b>	<b>148</b>	<b>165</b>	<b>166</b>	<b>181</b>	<b>192</b>	<b>204</b>	<b>216</b>	<b>229</b>
						9,08%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%

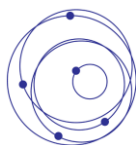


Tabla 2: Valoración de las ventas del segmento de IT de MHH – Modelo propio de DRACO GLOBAL

Como hemos comentado anteriormente, la modelización de los dos KPIs (COBs y avg. Bill rate per hour) nos permiten entender cuáles son los drivers de la cifra de facturación y sobre todo, ser más preciso con nuestra estimación a futuro. Por el lado de los costes, MHH también proporciona segmentación de margen bruto y costes generales (SG&A) por división o segmento.

**👉 Ejemplo 2: Publicidad digital.**

Otro buen ejemplo es la publicidad digital a través de las dos empresas más importantes del sector, Facebook y Google. En ambas situaciones, se trata de empresas de extrema calidad que dominan su sector y que se benefician de una tendencia secular de crecimiento a largo plazo, el incremento de la penetración de la publicidad digital vs. la publicidad total. Dicho esto, la información que nos proporcionan estas dos empresas es totalmente diferente y en nuestra opinión clave. En el caso de Google (GOOGL), únicamente obtenemos una segmentación de las ventas por áreas de negocio, pero en ningún caso GOOGL nos proporciona KPIs para analizar mejor su cifra de ventas.

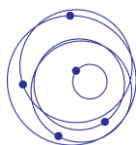
**Q3 2021 supplemental information** (in millions, except for number of employees; unaudited)

**Revenues, Traffic Acquisition Costs (TAC) and number of employees**

	Quarter Ended September 30,	
	2020	2021
Google Search & other	\$ 26,338	\$ 37,926
YouTube ads	5,037	7,205
Google Network	5,720	7,999
<b>Google advertising</b>	<b>37,095</b>	<b>53,130</b>
Google other	5,478	6,754
Google Services total	42,573	59,884
Google Cloud	3,444	4,990
Other Bets	178	182
Hedging gains (losses)	(22)	62
<b>Total revenues</b>	<b>\$ 46,173</b>	<b>\$ 65,118</b>

Tabla 3: Segmentación de ventas proporcionada por Alphabet (10-Q).

En el caso de Facebook (FB), la empresa trimestralmente nos proporciona información relativa a usuarios (diarios y mensuales) e ingresos por usuario (ARPU) en todas sus zonas geográficas donde opera (5 áreas). Esta información nos permite posteriormente modelizar la cifra de ventas con mayor seguridad y exactitud.



### Third Quarter 2021 Operational and Other Financial Highlights

- **Facebook daily active users (DAUs)** – DAUs were 1.93 billion on average for September 2021, an increase of 6% year-over-year.
- **Facebook monthly active users (MAUs)** – MAUs were 2.91 billion as of September 30, 2021, an increase of 6% year-over-year.
- **Family daily active people (DAP)** – DAP was 2.81 billion on average for September 2021, an increase of 11% year-over-year.
- **Family monthly active people (MAP)** – MAP was 3.58 billion as of September 30, 2021, an increase of 12% year-over-year.

Tabla 4: KPIs de usuarios que nos proporciona Facebook trimestralmente (10-Q).

Facebook Income Statement (\$ millions, except per share data)	Dec-20 4Q20	Dec-20 2020E	March-21 1Q21	June-21 2Q21E	Sept-21 3Q21E	Dec-21 4Q21E	Dec-21 2021E	March-22 1Q22	June-22 2Q22E	Sept-22 3Q22E	Dec-22 4Q22E	Dec-22 2022E	March-23 1Q23	June-23 2Q23E	Sept-23 3Q23E	Dec-23 4Q23E	Dec-23 2023E
<b>Segment Data</b>	Dec-20 4Q20	Dec-20 2020	March-21 1Q21	June-21 2Q21E	Sept-21 3Q21E	Dec-21 4Q21E	Dec-21 2021E	March-22 1Q22	June-22 2Q22E	Sept-22 3Q22E	Dec-22 4Q22E	Dec-22 2022E	March-23 1Q23	June-23 2Q23E	Sept-23 3Q23E	Dec-23 4Q23E	Dec-23 2023E
<b>Revenue by Geography</b>																	
U.S. and Canada (\$M)	13.738		12.416	13.730	12.654	18.498		16.496	17.786	16.433	24.502		21.650	23.259	21.537	32.241	
Europe (\$M)	7.018		6.521	7.262	6.486	9.737		8.930	9.619	8.621	13.260		12.029	12.895	11.588	17.915	
Asia Pacific (\$M)	4.627		4.628	5.190	5.330	6.080		6.083	6.686	6.856	7.934		7.898	8.655	8.879	10.310	
Rest of World (\$M)	2.530		2.457	2.884	2.296	3.280		3.136	3.518	2.813	4.151		3.914	4.361	3.500	5.200	
<b>Total Revenue</b>	<b>27.914</b>		<b>26.021</b>	<b>29.065</b>	<b>26.767</b>	<b>37.595</b>		<b>34.645</b>	<b>37.609</b>	<b>34.723</b>	<b>49.848</b>		<b>45.491</b>	<b>49.171</b>	<b>45.504</b>	<b>65.666</b>	
<b>Monthly Active Users (MAUs)</b>	<b>4Q20</b>	<b>2020</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21E</b>	<b>3Q21E</b>	<b>4Q21E</b>	<b>2021E</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22E</b>	<b>3Q22E</b>	<b>4Q22E</b>	<b>2022E</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23E</b>	<b>3Q23E</b>	<b>4Q23E</b>	<b>2023E</b>
MAU - U.S. and Canada (M, left side of chart)	258		259	259	262	266		265	265	269	273		272	272	277	280	
YoY Growth in MAU - U.S. and Canada	4%		2%	1%	3%	3%		2%	2%	3%	3%		3%	3%	3%	3%	
MAU - Europe (M, left side of chart)	419		423	420	434	441		441	438	456	462		461	458	477	484	
YoY Growth in MAU - Europe	6%		4%	2%	5%	5%		4%	4%	5%	5%		5%	5%	5%	5%	
MAU - Asia Pacific (M)	1.119		1.230	1.265	1.297	1.237		1.368	1.403	1.438	1.371		1.519	1.557	1.595	1.521	
YoY Growth in MAU - Asia Pacific	8%		13%	11%	11%	11%		11%	11%	11%	11%		11%	11%	11%	11%	
MAU - Rest of World (M)	921		940	951	1.003	1.025		1.032	1.042	1.109	1.133		1.136	1.149	1.225	1.251	
YoY Growth in MAU - Rest of World	13%		10%	7%	11%	11%		10%	10%	11%	11%		10%	10%	10%	10%	
<b>Total Monthly Active Users (MAU)</b>	<b>2.717</b>		<b>2.852</b>	<b>2.895</b>	<b>2.997</b>	<b>2.968</b>		<b>3.106</b>	<b>3.149</b>	<b>3.272</b>	<b>3.239</b>		<b>3.388</b>	<b>3.436</b>	<b>3.574</b>	<b>3.536</b>	
<b>Average Revenue Per User (ARPU)</b>	<b>4Q20</b>	<b>2020</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21E</b>	<b>3Q21E</b>	<b>4Q21E</b>	<b>2021E</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22E</b>	<b>3Q22E</b>	<b>4Q22E</b>	<b>2022E</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23E</b>	<b>3Q23E</b>	<b>4Q23E</b>	<b>2023E</b>
ARPU - U.S. and Canada (\$, right side of chart)	53,56		48,03	53,01	48,56	70,06		62,13	67,09	61,49	90,32		79,44	85,54	78,52	115,76	
YoY Growth in ARPU - U.S. and Canada (%)	29%		41%	24%	23%	31%		29%	27%	27%	29%		28%	27%	28%	28%	
ARPU - Europe (\$, right side of chart)	16,87		15,49	17,23	15,18	22,25		20,25	21,89	19,30	28,90		26,06	28,05	24,77	37,28	
YoY Growth in ARPU - Europe (%)	28%		46%	25%	22%	32%		31%	27%	27%	30%		29%	28%	28%	29%	
ARPU - Asia Pacific (\$)	4,05		3,94	4,16	4,16	4,80		4,67	4,82	4,83	5,65		5,47	5,63	5,64	6,62	
YoY Growth in ARPU - Asia Pacific (%)	13%		29%	13%	13%	19%		19%	16%	16%	18%		17%	17%	17%	17%	
ARPU - Rest of World (\$)	2,77		2,64	3,05	2,35	3,23		3,05	3,39	2,61	3,70		3,45	3,82	2,95	4,20	
YoY Growth in ARPU - Rest of World (%)	12%		33%	7%	6%	17%		16%	11%	11%	15%		13%	13%	13%	13%	
<b>Total Average Revenue Per User (ARPU)</b>	<b>10,23</b>		<b>9,34</b>	<b>10,11</b>	<b>9,09</b>	<b>12,61</b>		<b>11,41</b>	<b>12,02</b>	<b>10,82</b>	<b>15,31</b>		<b>13,73</b>	<b>14,41</b>	<b>12,98</b>	<b>18,47</b>	

Tabla 5: Desglose de ventas en base a KPIs (MAU y ARPU) – Modelo propio de DRACO GLOBAL.

En conclusión, en DRACO GLOBAL no invertimos en cualquier empresa sino en aquellas que nos proporcionan unit economics pero también otros atributos cualitativos como:

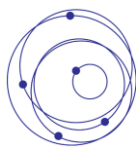
1. Negocio escalable.
2. Crecimiento estructural a largo plazo (no depende del ciclo económico).
3. Atractiva estructura sectorial.
4. Presencia de ingresos recurrentes.
5. Presencia o en creación de una o varias ventajas competitivas.
6. Cultura empresarial.
7. Skin in the game (intereses del management alineados con los accionistas).
8. Contraste de información.

A día 18 de enero de 2022, el potencial de rentabilidad de DRACO GLOBAL SICAV se sitúa en el **+65%**, **que implica una rentabilidad anualizada implícita del +17%**. Esto no significa que la SICAV vaya a conseguir esta rentabilidad en el plazo mencionado, ya que dependerá de la evolución de las empresas en cartera, así como de la economía en general. Por ejemplo, si la economía entrase en un periodo de recesión económica, este potencial de rentabilidad requerirá más tiempo y al revés en un entorno de fuerte recuperación económica. Por tanto, uno puede tomar estos datos como orientativos, pero en ningún caso como una obligación de pago.

Es importante destacar que este potencial de rentabilidad se consigue hoy sin necesidad de invertir en empresas cíclicas tipo aerolíneas, materias primas, restaurantes o industria pesada. La razón principal, es que más allá de la rotación sectorial que estamos viviendo estos días, resulta muy complicado realizar estimaciones futuras de flujo de caja en negocios con poca visibilidad, alta competencia, baja rentabilidad y malos negocios con una visión de largo plazo.

El potencial de rentabilidad no es más que la suma ponderada de todos los precios objetivos de las empresas o acciones que tenemos en cartera, calculado cada uno de forma muy conservadora, en un horizonte temporal a 3 años y después de analizar y hablar en detalle con la dirección de la empresa. La tasa de retorno anual (TIR) representa la rentabilidad anual que podría esperar un inversor tanto en periodos alcistas como bajistas, dicho de otro modo, es el porcentaje de beneficio o pérdida que tendrá una inversión para las cantidades que no se han retirado del proyecto durante un periodo de tiempo concreto.





### **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.*