

Q1 2023 DLTV Europe

25 de Abril, 2023
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Cumplimos un año

Durante el primer trimestre de 2023 hemos cumplido un año en funcionamiento. Los últimos 12 meses no han sido fáciles para los mercados financieros debido a que ha habido múltiples incertidumbres sobrevolando: guerra, inflación desmedida, subidas agresivas de tipos de interés, posible recesión, etc; pero hemos conseguido abstraernos del ruido y seguir a lo nuestro, que es identificar y apoyar a las mejores empresas y/o equipos gestores para que puedan ejecutar sus planes de negocio a largo plazo, en parte, gracias al apoyo de accionistas con visión de largo plazo como DLTV Europe.

También queríamos agradecer a vosotros, nuestros Co-Inversores, el apoyo que nos habéis brindado y que nos seguís mostrando para que podamos ejecutar nuestra estrategia de inversión a largo plazo. Sin vuestro apoyo, esto no sería posible. Esperamos poder devolveros vuestra confianza en forma de rentabilidad a largo plazo durante las siguientes décadas.

Situación Actual

El año 2023 ha comenzado con subidas generalizadas en las bolsas mundiales debido al descenso en la posibilidad de que las economías europeas y estadounidenses entren en recesión, además de por una esperanza de que hayamos visualizado el pico de inflación (EEUU y Europa) y, que durante algún momento de 2023, se produzca el final de las subidas de tipos en Europa y en Estados Unidos, y posteriormente comenzando una senda de bajadas de tipos.

Quisiéramos reseñar que a mediados de marzo hemos empezado a vislumbrar con claridad, ciertos efectos de las subidas agresivas de tipos en Estados Unidos y Europa, con varios bancos regionales en EEUU quebrando, además de ver como Credit Suisse tenía que ser rescatado. Ese hecho pone de manifiesto que las subidas de tipos tan rápidas y agresivas muchas veces crean efectos no deseados. Los bancos centrales deberán tener cuidado, o de



DEEP LONG-TERM VIEW

lo contrario, se podrían producir más efectos indeseados.

Comportamiento de DLTV Europe

Durante el primer trimestre de 2023, DLTV Europe ha subido un +7.25% vs un +8.39% del Stoxx 600 (nr) y un +5.86% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Desde el 16 de marzo del 2022, a precios de cierre (9,85 valor liquidativo) hasta finales del primer trimestre de 2023, DLTV Europe ha caído un -0.27% frente al +4.98% del Stoxx 600 (net return) y el -8.10% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Como podemos observar nos ha perjudicado tener más del 45% de la cartera en acciones con una capitalización bursátil inferior a 1,500 millones. Esto no es una evasiva, sino todo lo contrario, estamos encontrando magnificas oportunidades de inversión a 3-5 años vista, y en muchas ocasiones las empresas que nos parecen una gran oportunidad son empresas con esa capitalización bursátil. Debido a que son empresas muchas veces menos seguidas, o que tienen algo menos de liquidez diaria, nos están abriendo oportunidades magnificas de inversión para los siguientes años.

Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está formada por 50 empresas. Las 22 principales posiciones pesan el 73.6% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1%. La posición total en Renta Variable es del 92.3% y la posición en Bonos Corporativos es del 6.7% (Yield to maturity +40%).

Durante este trimestre hemos seguido haciendo pequeños movimientos que dan más margen de seguridad a la cartera y que aumentan el potencial de revalorización. En este sentido, hemos aumentado nuestra participación en Petershill Partners, Alantra, Crayon, Azelis y en el bono Atento 2026.

Por el contrario, debido al gran comportamiento y a tener algo menos de potencial, hemos reducido algo el peso en Tubacex, ACS, Befesa y en SAP. Finalmente, y tras un largo proceso de análisis y estudio exhaustivo, hemos iniciado posiciones en Academedia, Semapa y en Intercos.



DEEP LONG-TERM VIEW

Petershill Partners

Petershill Partners es un ejemplo de por qué pensamos que DLTV Europe tiene mucho más potencial de revalorización en estos momentos que en el momento del lanzamiento hace algo más de un año.

Petershill Partners es la plataforma de compra de participaciones minoritarias en gestoras alternativas de GSAM (Goldman Sachs Asset Management). Sale a bolsa en septiembre de 2021 a 3.50 GBP, y tiene una participación media del 13.5% en 25 Gestoras Alternativas de primer nivel como pueden ser Caxton, Clearlake, Francisco Partners, General Catalyst, LittleJohn & CO o Pelham Capital. El AUM del conjunto de gestoras es de 283\$ billones y la duración media de los activos bajo gestión es de 8.9 años. El balance de Petershill es muy robusto teniendo caja neta positiva.

El modelo de negocio de Petershill Partners se basa en comprar participaciones minoritarias de gestoras alternativas que estén buscando un socio estratégico para dar salida a un partner o socio estratégico anterior. Las gestoras en las que invierte Petershill, también buscan dar entrada a un socio estratégico, para que les ayude a dar un salto cualitativo además de buscar capital permanente para crecer alguna estrategia actual o para abrir una estrategia nueva.

Las participaciones están bastante diversificadas entre gestoras de private equity, private credit, private real assets y gestoras de retorno absoluto. Los fondos que forman parte de las gestoras de Petershill han tenido retornos magníficos históricamente. Como norma general son gestoras de primerísimo nivel.

Debido a la incertidumbre económica, al miedo a la sobrevaloración de ciertas empresas que han comprado fondos de private equity, y a la exposición de ciertas gestoras de Petershill al “growth” y al “tech”, la acción ha caído con muchísima fuerza.

En marzo de 2022, en DLTV Europe abrimos una posición del 1% de nuestro fondo a 2.3 GBP (3,132\$m. market Cap). A medida que la acción ha ido cayendo durante 2022 y durante el principio del 2023, y a medida que nuestra convicción sobre los activos de Petershill Partners y sobre la calidad de su modelo de negocio han aumentado, hemos ido aumentando consecuentemente nuestra posición. Nuestra última compra se produjo durante la turbulencia producida por el rescate de Credit Suisse, a 1.52 GBP por acción (-56.57% respecto al precio de salida a bolsa). A finales del último trimestre, Petershill pesaba el 2.7% de DLTV Europe.



DEEP LONG-TERM VIEW

Creemos firmemente que el mercado no se da cuenta de la longevidad del capital comprometido en las gestoras de Petershill (8.9 años). Tampoco es consciente de la recurrencia del modelo de negocio (en 2022 ganó 273\$ millones, y el 60% vienen de fees recurrentes que no van a desaparecer como mínimo en 8.9 años). Por último, consideramos que el mercado no está calibrando que la valoración empieza a ser sumamente atractiva (8.7x beneficios con caja neta positiva). En 2022 entre recompras y dividendos devolvió un 8.96% de la capitalización bursátil a los accionistas.

El equipo gestor de Petershill (gestionada por GSAM) sigue disciplinado analizando oportunidades para crecer, orgánica e inorgánicamente debido a la ventaja que tiene producir muchísima caja recurrente, además de tener caja neta positiva. También cabe mencionar que tiene 611\$ millones de accrued carried interest, con lo cual tenemos visibilidad casi total para el 90% de los ingresos durante los siguientes 6-7 años.

En resumen, consideramos que hay que hacer un trabajo detallado en analizar gestora a gestora y fondo a fondo, antes de proclamar con fuerza, como hacen ciertos actores del mercado, que todo el private equity va a saltar por los aires porque está apalancado y sobrevalorado. En DLTV Europe creemos que a medio-largo plazo los activos alternativos como conjunto van a seguir ganando peso en las carteras, sobre todo en geografías fuera de Estados Unidos, donde todavía tiene un peso relativamente pequeño.

Nuestra visión conservadora es que Petershill Partners seguirá creciendo orgánica e inorgánicamente, y que para 2030 puede estar ganado un mínimo de 340\$ millones (sólo es un +23.6% de aumento vs a 2022). Confiamos que ganará mucho más en 2030, pero asumiendo estos números conservadores metiéndole 15x fee recurrente y 10x performance fee, nos da que valdrá 3.40 GBP (+97.6% potencial). En estos próximos años, entre dividendos y recompras, repartirá un mínimo en torno a los 1,800\$ millones (1.32 GBP, que es un 76.7% de la capitalización actual). Con lo cual, nuestra TIR a 8 años vista es del 16.35% anual o visto de otra manera, nuestra rentabilidad total será del 225.8%.

2023

Durante este comienzo de año hemos seguido con una intensa actividad analizando empresas y modelos de negocio nuevos. También hemos continuado visitando plantas industriales y activos de empresas que forman parte de DLTV Europe o que están en proceso de análisis para posiblemente entrar en un futuro a formar parte de nuestra cartera.

En este sentido, resaltar la visita hace unas semanas a Marinha Grande (Portugal), localidad vidriera por excelencia donde tiene dos plantas Vidrala, una de nuestras participadas en DLTV. En esta visita, tuvimos la oportunidad de conocer las mejoras en los activos logísticos en la planta de Santos Barosa (Marinha Grande) además de supervisar, el ramp up de la inversión de 100 millones eur. aumentando la capacidad en la planta de Gallo Vidrio (Marinha Grande).

Así mismo, también quisiéramos resaltar la visita a la planta de Celbi de Altri en Leirosa (Portugal) para tomar el pulso al mercado de la pulpa; seguido de la visita a la planta estrella de Navigator en Setubal, cerca de Lisboa, para tantear el mercado del papel y del tissue. Importante tener en cuenta esta visita tras nuestra inversión en Semapa (empresa que ostenta una participación del 70% en Navigator).

Por último, cabe mencionar que acudimos físicamente a la Junta de Accionistas de Ferrovial, para apoyar a la empresa votando, a favor, en todos los puntos de la orden del día, a fin de que puedan desarrollar sus planes de negocio a largo plazo en libertad.

Muchas gracias por vuestro apoyo.

Estoy a vuestra disposición.

Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com

DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW



Visita a las plantas de Vidrala (Marinha Grande) y Altri (Leirosa)

DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW



Visita a la planta de Navigator (Setubal) y asistencia a la Junta de Accionistas de Ferrovial

DISCLAIMER

El contenido de este documento es meramente informativo, y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de DLTV Europe, FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con la información actualizada para cada una de sus Clases, a través de su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral, reglamento de gestión y CCAA), la cual puede obtenerse gratuitamente en la página web de Dux Inversores SGIIC, S.A.U., DLTV Europe FI – Clase A – DUX (dixinversores.com/) / DLTV Europe FI – Clase B – DUX (dixinversores.com), y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es>

La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del mismo, encontrándose calculado conforme a datos históricos, lo que puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. Asimismo, la vocación del fondo puede variar a lo largo del tiempo. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.