

Queridos Co-Inversores:

### **El Peligro de los Inversores con “Etiqueta”**

Si me permitís, quisiera compartir con vosotros una simple reflexión. A finales de 2014, recién aterrizado en Madrid con mi maleta de Boston, pude apreciar que había una verdadera fiebre por los inversores “value” en España. Todo parecía indicar que sino comprabas empresas a 4-5x beneficios, no eras un inversor reputado, a pesar de que esos beneficios no fueran a crecer o que no fueran sostenibles en el tiempo.

Transcurridos un par de años, concretamente a finales del año 2017, la “etiqueta” o la moda cambió. Había que comprar crecimiento y disrupción a cualquier precio. Daba igual si las empresas no ganaban dinero, o si cotizaban a 50x beneficios, había que estar en esas empresas. Esta fiebre se acentuó aún más a partir de febrero del 2020 con la irrupción de la COVID-19, y los posteriores confinamientos. Paulatinamente, esta tendencia empezó a revertir a finales del 2021, hasta finalizar de golpe en 2022 tras las agresivas subidas de tipos de interés.

Finalmente, entre finales de 2022 y principios de 2023, se ha acentuado la “etiqueta” “quality”. Estos inversores se centran sólo en comprar monopolios, oligopolios o empresas con unas ventajas competitivas altísimas. En muchas ocasiones, esta tipología de inversor le da poco valor al precio pagado por este tipo de negocios. Si un negocio tiene una elevadísima calidad y además, unos retornos sobre capital empleados altísimos, y si estos flujos no van a crecer a tasas altas durante muchos años, se puede estar corriendo riesgo pagando 40-50x beneficios.

En DLTV, nos definimos como proveedores de capital a largo plazo a un conjunto de magníficas empresas y/o equipos gestores. El grueso de nuestra cartera tiene que poder crecer orgánicamente al menos un 4-5%, tiene que ser consistentemente rentable, y tener visibilidad en su negocio, también debe tener unos retornos sobre capital empleado altos defendidos por alguna barrera de entrada y/o ventaja competitiva. Como última parte del proceso, tenemos en cuenta qué valoración pagamos para poder alcanzar nuestras rentabilidades objetivo. La valoración que pagamos es la última parte del proceso de inversión y, sin embargo, es importante para determinar que rentabilidad objetiva vas a obtener.

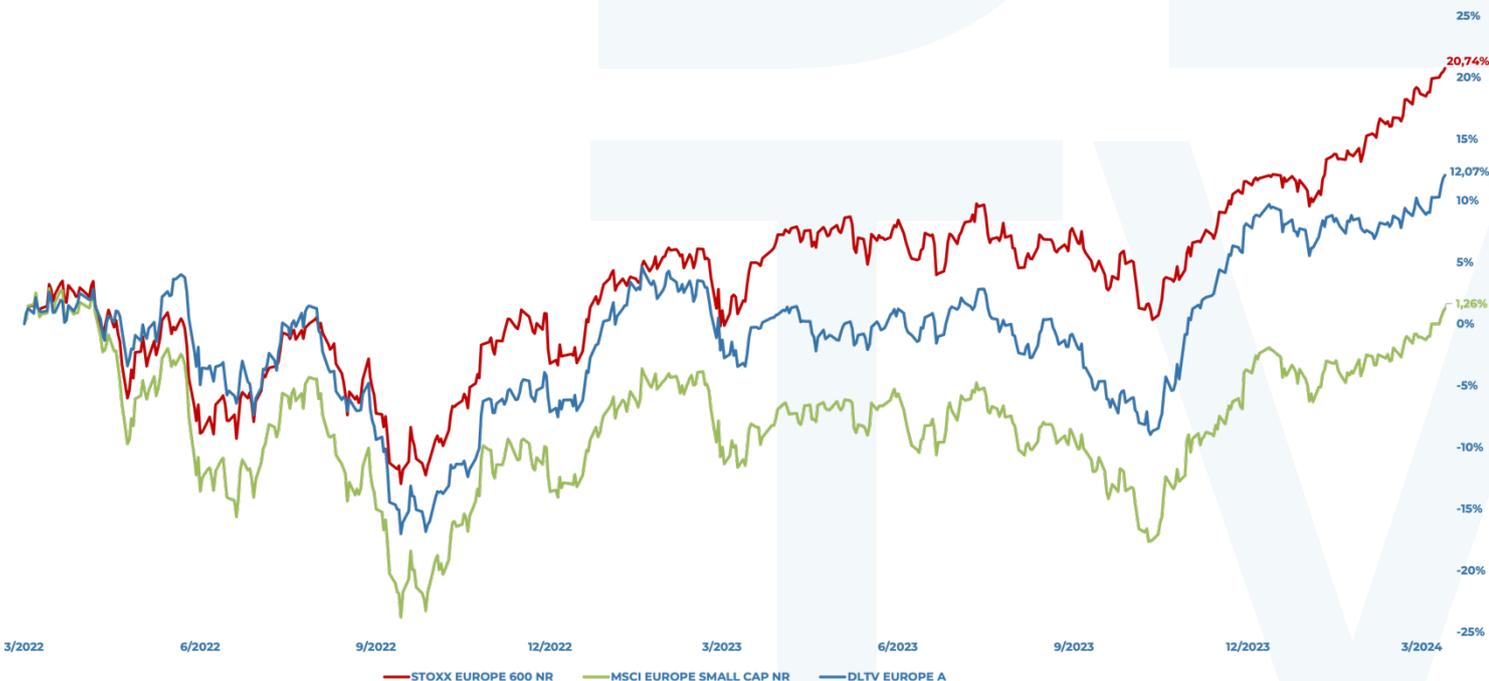
Esta reflexión, la realizamos porque nos da la sensación de que algunos inversores se han olvidado que el precio es un factor determinante más que determina tu rentabilidad a largo plazo.

## Comportamiento de DLTV Europe

Durante el primer trimestre de 2024, DLTV Europe ha subido un **+2.36 %** vs un +7.70% del Stoxx 600 (nr) y un +3.48% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Desde el 16 de marzo del 2022, a precios de cierre (9,85 valor liquidativo-Fecha del Lanzamiento del Fondo) hasta el primer trimestre de 2024, DLTV Europe ha subido un **+12.07 %** vs el +20.74% del Stoxx 600 (nr) y el 1.26% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Resulta sencillo apreciar la gran distorsión de comportamiento en los últimos 24 meses entre los valores de gran capitalización y los de pequeña y mediana capitalización. Si miramos periodos de 10-20 años, uno llega rápidamente a la conclusión que las empresas grandes no siempre se comportan mejor.





DEEP LONG-TERM VIEW

## Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está compuesta por 48 empresas. Las 18 principales posiciones pesan el 60.04% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.06%. La posición total en Renta Variable es del 98.94%.

## Diageo

Diageo es la mayor empresa de bebidas alcohólicas del mundo (4.7% de la cuota de mercado). Es propietaria de marcas tan reputadas como Johnnie Walker, Tanqueray, Baileys, Don Julio, Casamigos o Guinness.

En nuestra opinión tener las mejores marcas, y ser la empresa más grande del mundo de bebidas alcohólicas, te da unas ventajas competitivas muy marcadas en el gasto en marketing (+4,000\$m anualmente) y en la capacidad de distribución. Además, ser el más grande te permite innovar internamente el desarrollo de nuevas marcas/productos y también te da el pulmón financiero para posibles adquisiciones futuras que refuerzan tu gama de productos.

Desde el año 2007 al año 2023, Diageo ha crecido las ventas a una tasa cercana al 6% anual, además de haber crecido el beneficio operativo a una tasa del 7.6% anual. También es importante mencionar que el beneficio por acción ha crecido a más del 9% anual (300% en 16 años). Actualmente, Diageo está recomprando alrededor del 1.5% de sus propias acciones anualmente, además de pagar un dividendo anual del 2.5% a precios actuales.

En el año 2023 el retorno sobre capital empleado fue del 14% (de más del 20% si quitamos el Goodwill e intangible de las adquisiciones). El retorno sobre los recursos propios (Book Value) fue del 48%.

Con este conjunto de datos podemos visualizar que estamos ante un negocio que crece, un negocio recurrente, y un negocio con buenos retornos sobre capital empleado. También podemos afirmar, que Diageo posee ventajas competitivas y barreras de entrada, y que estas son sostenibles en el tiempo. (acaso un consumidor va a dejar de tomar Johnnie Walker o Don Julio, porque le suban el precio de la botella un 2-3%, creo que no).



DEEP LONG-TERM VIEW

¿Qué ha ocurrido para que en DLTV podamos comprar un magnífico negocio a precios atractivos? Durante el 2021, 2022 y parte del 2023, la economía mundial sufrió tensiones en la cadena de suministro y tensiones inflacionistas (a Diageo sobre todo le afectó la subida del vidrio, transporte y otras materias primas). Esto provocó que Diageo tuviese que subir precios de forma contundente para mantener márgenes, lo que provocó que ciertos actores en el mercado comprasen más producto de lo que necesitaban (sobre estocaje), en un intento de mitigar los incrementos de precio.

Este conjunto de hechos; inflación alta y consumidor mundial animado, comenzaron a remitir en el 2023, con la consecuente reacción de los distribuidores a bajar inventario, lo que ha provocado que el volumen de ventas en Diageo decrezca (-4-5% aproximadamente para este FY24. Sin embargo, las ventas se van a quedar planas por el +4-5% de price/mix). Esto ha hecho que el mercado entre en pesimismo y que la acción de Diageo haya caído más de un 30% en los últimos 18 meses, produciendo que el múltiplo de valoración haya caído de casi 30x beneficios a 18-19x beneficios.

Teniendo una visión de largo plazo, creemos que el desestocaje va a ser algo temporal (18 meses máximo) y que en los siguientes años, Diageo será capaz de aumentar el volumen en un 1-2%, subir precios un 1-2% y mejorar el mix un 2-3%. Lo que implicará un incremento de ventas de entre el 5-7% y una ligera expansión de márgenes.

Creemos que en DLTV obtendremos rentabilidades anuales atractivas con nuestra inversión en Diageo en torno al 10-11% anual. También consideramos que Diageo cumple todos los parámetros que le pedimos a una inversión.

Además, remarcamos que, si fuésemos un inversor con etiqueta, ahora mismo Diageo sería una inversión value, quality y growth, es decir, que cumpliría todos los parámetros.

# DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW

## 2024

Durante el primer trimestre de 2024, hemos cumplido 2 años de vida y contamos con 14 millones de activos bajo gestión (AUM).

Seguimos trabajando con más energía e ilusión que nunca.

Estamos convencidos de que si continuamos implementando nuestro proceso de inversión, continuaremos obteniendo resultados satisfactorios.

Una vez más, quisiéramos agradecer la confianza a todos nuestros Co-Inversores.

Estoy a vuestra disposición si queréis profundizar sobre algo en concreto.

Un fuerte abrazo,



**Beltrán Palazuelo Barroso**

Fund Manager

[beltranpb@dltveurope.com](mailto:beltranpb@dltveurope.com)