

Queridos Co-Inversores:

Crisis-Peligro-Oportunidad

En los mercados financieros siempre existe algún motivo de preocupación. Estas inquietudes e incertidumbres, en ocasiones, llegan a materializarse y generan problemas; otras veces, simplemente se disipan sin consecuencias relevantes.

Desde finales del primer trimestre de este año, ha ido creciendo la preocupación por una posible guerra comercial prolongada entre Estados Unidos, China, Europa y otros países. En estos momentos, este tema se ha convertido en la principal fuente de inquietud para la comunidad internacional. Como resultado, los mercados en Estados Unidos y Europa han registrado caídas cercanas al 20% desde sus máximos.

Ya hemos señalado en numerosas ocasiones, cada cierto tiempo entre 18 meses y 12 años, las bolsas experimentan retrocesos que oscilan entre el -20% y el -60%. Hemos atravesado la primera fase, con una caída del -20%. Ahora queda por ver si los indicios de recesión y de una posible crisis grave se consolidan y los mercados continúan cayendo, o si, por el contrario, se trata simplemente de una rectificación más dentro del ciclo bursátil sin impacto económico profundo.

En DLTV no intentamos, ni lo haremos, predecir el rumbo de los mercados a corto o medio plazo. Lo que sí tenemos claro es que, a largo plazo, nuestras excelentes empresas, adquiridas a valoraciones razonables, ofrecerán buenos resultados.

Como siempre recalcamos, la volatilidad es nuestra aliada. La hemos aprovechado para mejorar tanto la calidad como el potencial de nuestra cartera. Además, en lo que va de 2025 hemos recibido dos OPA's sobre compañías que poseemos en cartera (Verallia y Catalana Occidente), lo que nos ha permitido capitalizar el pánico del mercado en las últimas semanas.

También nos gustaría destacar que, gracias a nuestro disciplinado proceso de inversión, estamos soportando las caídas mucho mejor que el mercado en general. Esto ha sido posible porque, en general, nuestras compañías presentan una calidad superior, mayores tasas de crecimiento y, además, han sido adquiridas a valoraciones más atractivas que las del mercado en su conjunto.

Comportamiento de DLTV Europe

Durante el primer trimestre de 2025, DLTV Europe ha obtenido un rendimiento del **+4.80%**, en comparación con el +5.77% del Stoxx 600 (NR) y el +1.26 % del MSCI Europe Small Cap (NR).

Desde el 16 de marzo de 2022, fecha de lanzamiento del fondo (con un valor liquidativo de 9,85), hasta finales del primer trimestre de 2025, DLTV Europe ha registrado un aumento del **+24.00 %**, frente al +29.05% del Stoxx 600 (NR) y el +4.75 % del MSCI Europe Small Cap (NR).



Comportamiento de DLTV Europe posterior al cierre del primer trimestre





DEEP LONG-TERM VIEW

Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe está compuesta actualmente por 44 empresas. Las 21 principales posiciones representan el 74.2% del fondo, mientras que la liquidez se mantiene en torno al 1,2%. La exposición total a renta variable es del 98,8%.

Cerca del 70 % de la cartera tiene una capitalización bursátil por debajo de 5,000m eur.

Restaurant Brands International

Restaurant Brands International (RBI) se formó en 2010 tras la adquisición de Burger King por parte de 3G Capital, que compró la compañía a TPG, Goldman Sachs Capital Partners y Bain Capital. En 2014, con el apoyo de Berkshire Hathaway y Pershing Square, RBI adquirió Tim Hortons y comenzó a cotizar en bolsa. Posteriormente, en 2017, compró Popeyes, y en 2021 incorporó a su portafolio Firehouse Subs.

Actualmente, 3G Capital sigue siendo el principal accionista con una participación del 30%, seguido de Pershing Square, con un 7%. Contar con estos dos accionistas de referencia nos genera una gran confianza.

La tesis de inversión actual es la misma que en 2010, cuando 3G Capital adquirió Burger King: la marca Burger King tiene un reconocimiento y una fortaleza mucho mayores que la dimensión actual de su red de restaurantes. Esta lógica se extiende a las cuatro marcas que componen RBI.

En 2012, RBI generaba 417 millones de dólares de EBIT, cifra que ha crecido hasta los 2.419 millones en 2024, lo que supone un incremento de 5,2 veces en 12 años, con una tasa compuesta anual (CAGR) del 14,56%.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de unidades (unit growth) se sitúe en torno al 5% anual, mientras que las ventas comparables (same-store sales) crezcan alrededor del 3%. Sumando una ligera mejora en márgenes, se proyecta que el EBIT crezca a una tasa mínima del 8% anual en las próximas décadas.

Estamos ante un modelo de negocio que requiere muy poco capital para operar, con un ROCE del 34,6% y un ROE del 30%. Actualmente, la acción cotiza a unas 16 veces beneficios, con una rentabilidad por dividendo del 4%, en crecimiento.

En la imagen inferior se puede observar la comparación entre el número de restaurantes de RBI y los de su principal competidor en distintas geografías. Este análisis, junto con las mejoras operativas en curso, refuerza nuestra convicción de que el EBIT de RBI tiene un potencial de crecimiento muy atractivo a largo plazo.

La TIR objetivo para esta inversión se sitúa entre el 15% y el 16% anual.

También compartimos un podcast muy ilustrativo sobre el análisis que realizó 3G Capital en la adquisición de Burger King en 2010.

[Enlace Podcast Private Equity Deals by 3G Capital](#)

Table 4: Global Runway for Restaurant Expansion

	Burger King	% of RBI Stores	Largest Burger Competitor	Gap
North America	7.1k	23%	14.9k	7.8k
Europe, Middle East & Africa	5.8k	19%	10.3k	4.5k
Asia Pacific	4.2k	14%	12.6k	8.4k
Latin America & Caribbean	2.3k	7%	2.5k	0.2k

	Tim Hortons	% of RBI Stores	Largest Coffee Competitor	Gap
North America	4.5k	14%	17.9k	13.4k
Asia Pacific	0.8k	3%	14.3k	13.5k
Europe, Middle East & Africa	0.4k	1%	4.7k	4.3k
Latin America & Caribbean	90	0%	1.6k	1.5k

	Popeyes	% of RBI Stores	Largest Chicken Competitor	Gap
North America	3.4k	11%	4.4k	1.0k
Europe, Middle East & Africa	0.7k	2%	6.0k	5.3k
Latin America & Caribbean	0.3k	1%	1.8k	1.5k
Asia Pacific	0.2k	1%	17.6k	17.4k

	Firehouse Subs	% of RBI Stores	Largest Sandwich Competitor	Gap
North America	1.3k	4%	23.2k	21.9k
Latin America & Caribbean	16	0%	3.5k	3.5k
Europe, Middle East & Africa	1	0%	5.4k	4.4k
Asia Pacific	0	0%	4.3k	4.3k

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Tranquilidad y largo plazo

En DLTV seguimos ejecutando el plan que establecimos el 16 de marzo de 2022.

Mantenemos intacta nuestra convicción de que la combinación de un capital semipermanente, una visión de largo plazo y un análisis fundamental riguroso de nuestras compañías es la fórmula para alcanzar el éxito.

A pesar de la elevada volatilidad que han mostrado los mercados durante este 2025, el respaldo de nuestros Co-Inversores no ha hecho más que crecer. Estamos profundamente agradecidos por esa confianza, y renovamos nuestro compromiso de seguir trabajando con más dedicación que nunca.

Estamos a vuestra disposición si queréis profundizar sobre algún aspecto en concreto.

Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com



Ponencia en la Conferencia de Value Investing Fm, marzo de 2025.

Fuente: elaboración propia

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 \(duginversores.com\)/DLTV Europe FI – Clase B – DUX \(duginversores.com\)](http://DLTV Europe FI – Clase A – DUX (duginversores.com)/DLTV Europe FI – Clase B – DUX (duginversores.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.