

Q2 2022 DLTV Europe

21 de julio, 2022
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Nunca hay que dejarse llevar por las modas, los impulsos ni las emociones

Corría el verano de 2020 y un inversor/amigo me preguntó, qué tipo de empresas le recomendaba para invertir a largo plazo (recordemos que el anuncio de la vacuna contra el COVID no llegará hasta noviembre de 2020).

Le comenté que me preocupaba la situación económica ya que las restricciones del COVID estaban causando mucho daño a la economía y, en especial, a ciertas industrias. También le comenté que no sabía predecir el futuro y que tampoco se me daba bien hacer market timing (eso sólo lo sabe hacer George Soros, ya retirado, y Stanley Druckenmiller que sólo gestiona su family office desde 2010 debido a su incapacidad para obtener retornos como en el pasado, y debido a la tremenda tensión que sufría por gestionar capital externo).

Recordándole que no sabía cuándo llegaría la vacuna contra el COVID y cuando empezaría la economía mundial a recuperarse con fuerza le recomendé comprar Coca-Cola Europacific (por entonces Coca-Cola European Partners). Me parecía un gran negocio, tenía habilidad de crecer sus ingresos orgánicos al 5% a largo plazo, tenía mucha recurrencia y añadía mucho valor a sus partners y a sus clientes de una manera sostenible (ROCE+ 20%). Además, cotizaba a un FCF yield de un año normalizado del 10% cuando un negocio de esta calidad debería cotizar a un FCF yield de entre el 5.5-6%.

Mi amigo me contestó que estaba anticuado y anquilosado. Que “al mercado” ya no le gustaban este tipo de empresas. Que debía de centrarme en empresas innovadoras que iban a dominar el mundo. También me recordó del peligro que corrían mis posiciones en petroleras integradas, ya que habíamos visto el pico de demanda de petróleo y que muy probablemente debido a la acelerada transición energética todas esas posiciones corrían un grave peligro.

Pasó un año, el mundo encontró la vacuna contra el COVID y durante el año 2021 las economías mundiales empezaron un proceso de reapertura con la consecuente reactivación económica fuerte. Coca-Cola European Partners se revalorizó un 80% en 12 meses y mis petroleras integradas se duplicaron para volver a subir un 40-50% a principios de 2022.

Con esto lo único que trato de hacer ver a mis Co-Partícipes es que nunca hay que dejarse llevar por las modas, los impulsos ni las emociones. Las buenas decisiones de inversión se toman con mucho análisis, mucho sentido común, de una manera pausada y siempre con una visión de largo plazo.

Comentar que muchas empresas disruptivas que iban a dominar el mundo han caído un 80% en los últimos 12 meses. Ya no parece tan claro que vayamos a ir en platillo volante a la oficina. El mundo está preocupado con que haya suficiente gas para este invierno.

Situación Actual

Las bolsas mundiales han caído con fuerza desde sus máximos recientes (S&P 500 +20%, Nasdaq +30%, Stoxx 600 cerca de un 20%). Estas caídas están causadas por una inflación descontrolada que ha producido que los bancos centrales estén subiendo tipos de interés con muchísima velocidad y fuerza. La guerra Rusia-Ucrania está creando una gran incertidumbre a la economía mundial y empujando las presiones inflacionistas (sobre todo al gas).

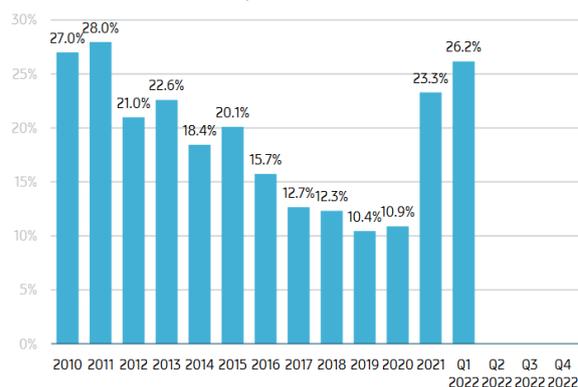
En mi humilde opinión (sin tratar de ser un macroeconomista) la inflación extremadamente alta se debe principalmente a los efectos de apagar el tejido industrial mundial durante el año 2020, las pésimas políticas de los gobiernos en aspectos como la transición energética, últimos coletazos del COVID en las cadenas de suministros y a una recuperación económica muy fuerte en el año 2021 (fuertemente ayudada por estímulos fiscales y monetarios). Todo esto se ha visto acentuado por la guerra Rusia-Ucrania que empezó en febrero de 2022. Lo que ha acentuado las presiones inflacionistas fuertemente y es entonces, cuando los bancos centrales han empezado a subir tipos agresivamente; los inversores a nivel mundial están en estado de pánico con que las economías de ciertos países entren en recesión, la inflación siga descontrolada y con que los tipos de interés vayan a subir mucho además de mantenerse altos durante mucho tiempo.

Lo que nosotros estamos viendo en DLTV Europe son cosas que muchos inversores no están viendo. El orderbook de barcos de transporte está disparado, ya que, con el precio actual de los fletes, Maersk obtiene un 50% al año al encargar barcos nuevos. Estos retornos no son normales y tenderán a caer cuando vaya entrando la nueva capacidad. Cuando caiga el precio de los fletes, esto ayudará a las tensiones inflacionistas.

The industry orderbook has grown sharply since late 2020, and has continued to do so in Q1 2022

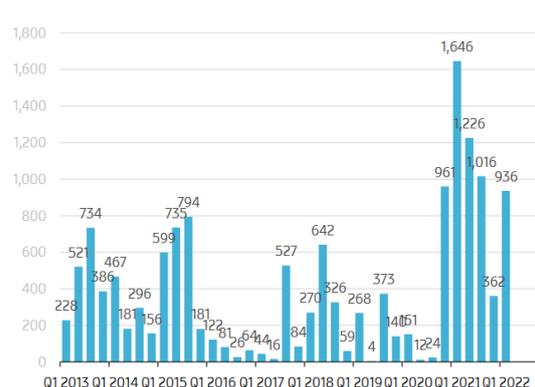
Industry orderbook

Orderbook as % of current fleet (end of period)



New orders

TEU '000



Note: As at end-March 2022.
Source: Alphaliner.

38

Fuente: <https://www.maersk.com/>



En DLTV también observamos caídas muy importantes en algunos casos del 30-40% en el cobre, acero, mineral de hierro, zinc, aluminio etc. Esto nos indica una desaceleración de la economía mundial y una cercanía al pico de la inflación. Si esto es así, es posible, que los bancos centrales no sean tan agresivos subiendo tipos como muchos inversores esperan.

No sabemos si nos adentramos en una desaceleración económica o en una recesión. Lo que sí sabemos es que las empresas que forman parte de DLTV Europe aguantarán cualquier cosa, y saldrán reforzadas de cualquier escenario. También creemos, firmemente, que las valoraciones a las que cotizan este conjunto de empresas son sumamente atractivas y estimamos revalorizaciones muy importantes en los próximos años.

La Cartera

La cartera de DLTV Europe la forman 46 empresas. Las 17 mayores posiciones pesan el 64.8% y las 29 restantes un 34.2%. El 89% del fondo está invertido en renta variable y un 10% está invertido en bonos. La rentabilidad media de nuestra cartera de bonos es del 18% anual. Quiero incidir en los colaterales extremadamente robustos que tienen las empresas que hemos comprado sus bonos. Quiero recordar a nuestros Co-Inversores que compramos bonos para alcanzar nuestras rentabilidades objetivo (8-12%) asumiendo el menor riesgo posible.



DEEP LONG-TERM VIEW

Ejemplo de Empresas en Cartera

Alantra es una boutique financiera con presencia en tres segmentos (Banca de Inversión, Gestión de Activos Alternativos & Credit Portfolio Advisory). Desde que N+1 y Dinamia se fusionarán a finales del 2014, creando Alantra, esta ha sido una verdadera historia de éxito empresarial liderada por Santiago Eguidazu (17.49% participación).

Para poner en perspectiva esta historia de éxito, el negocio de Alantra (Fee Business) ganó 15.3 millones de euros en el año 2015. En el año 2021 después de haber implementado una estrategia muy acertada en sus 3 segmentos de negocio, Alantra gana 53 millones en el año 2021. + 246.41 % en años = CAGR +23%. Además, ha pasado de ser un negocio muy local pesándole España el 74.7% del negocio (ex Gestora de Activos) a pesarle sólo un 15%. A día de hoy Alantra es un negocio plenamente global y sobre todo Europeo (66.8% del peso ex España).

Analizando el plan de negocio de Alantra a largo plazo, podemos observar que en los 3 segmentos donde opera, todavía tiene muchas oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico. Debido a la situación económica actual estimamos que el año 2022 y 2023 serán años más flojos para el Investment Banking. También es de esperar menor performance fee en la Gestora de Activos. Estimamos beneficios netos de entre 35-40 millones para el 2022 y 2023.

Sin embargo, de aquí a 2030 creemos que Alantra podrá alcanzar beneficios netos de 60-70 millones. Debido a que Alantra tiene más de 200 millones en caja + 80 millones invertidos en sus propios fondos, Alantra podrá hacer frente a cualquier escenario. Si la situación económica siguiese débil, estoy convencido que Alantra lo aprovechará para crecer inorgánicamente de una forma acretiva y contra cíclica.

En resumen, actualmente Alantra cotiza a 12.80 euros por acción (491 millones de euros market cap.). La valoración del negocio + la caja neta + las inversiones en sus propios vehículos + los dividendos esperados de aquí a 2025 hacen que Alantra valga 1083 millones de aquí a 2025 (28.24 euros por acción +120.59%).

Actualmente DLTV Europe tiene el 4% de peso en Alantra. Nos sentimos muy cómodos con esta inversión. Si por alguna razón el mercado entrase en pánico y la cotización de Alantra siguiese cayendo con fuerza (ha caído un 23% desde abril del 2022), no nos temblaría el pulso y aumentaríamos nuestra posición con decisión. Todo nuestro apoyo para el equipo gestor y para todos los empleados de Alantra. DLTV Europe os seguirá apoyando vuestro plan de negocio a largo plazo.

Comportamiento de DLTV Europe

Desde el 16 de Marzo del 2022 a precios de cierre (9.85 valor liquidativo) hasta finales del mes de Junio, DLTV Europe ha caído un -5.77% frente al -7.84% del Stoxx 600 (net return).

Como hemos comentado en ocasiones anteriores, hasta que no hayan pasado 48-60 meses no podremos discernir cómo se está comportando la cartera de DLTV Europe.

Comienza el camino

DLTV Europe aspira a tener rentabilidades del 8-12% a largo plazo. También sabemos que para aspirar a esas rentabilidades habrá momentos de volatilidad. A ningún de nuestros Co-Participes le debería sorprender que una vez cada 8-10 años el fondo cayese un -40-50% para recuperar la marca del agua 24-36 meses más tarde y luego seguir componiendo a rentabilidades muy atractivas.

Os pedimos paciencia, para que podamos centrarnos en lo verdaderamente importante que es identificar y apoyar a los mejores negocios y a los mejores equipos gestores durante los siguientes 50 años. Que no os quite el sueño los titulares del Financial Times ni de Barrons. En DLTV Europe estamos pensando en el 2030, 2040 y 2050, no en el siguiente trimestre.

Seguiremos trabajando día y noche por todos vosotros.

Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com

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 su 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 SGIC, 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.