

Q2 2023 DLTV Europe

11 de Julio, 2023
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Seguimos remando

Durante el segundo trimestre del 2023 hemos seguido trabajando duro analizando modelos de negocio, entrevistándonos con múltiples directivos de diferentes sectores, así como visitando empresas que ya componen nuestra cartera o que están siendo analizadas para posiblemente incorporarse a nuestra cartera.

Este trimestre ha sido especialmente intenso en lo que a visitas se refiere. Hemos viajado hasta Estocolmo para conocer los colegios de Academedia, hemos examinado los activos hidráulicos de Ecoener en Galicia, hemos conocido Intercos en Milán, hemos vuelto a visitar y a conocer más activos industriales de Sol Spa, hemos recorrido las plantas de CAF en Beasain, hemos asistido de nuevo a la planta de Vidrala en Llodio, también hemos vuelto a las instalaciones de Tubacex en el País Vasco, además de inspeccionar en la planta de Las Matas los trenes Talgo 230-Intercity, que está empezando a entregar nuestra querida Talgo a su cliente Deutsche Bahn. Podríamos continuar enumerando las múltiples visitas a activos industriales e inmobiliarios efectuadas, pero no nos extenderemos más en esta ocasión.

Otra de las actividades que ha estado ocupando nuestro tiempo este trimestre, son las Juntas Generales de Accionistas. Como os hemos trasladado en diversas ocasiones, nosotros no compramos trozos de papel en DLTV, sino que compramos participaciones de empresas reales. Con lo cual, durante estas Juntas Generales de Accionistas, nosotros representamos la participación de la empresa de la que somos dueños. Además de mandar a nuestro custodio para que vote en diferentes Juntas, hemos acudido presencialmente en representación de DLTV Europe a las Juntas de Alantra, LLYC, Ferrovial, Prosegur Cash, Inmobiliaria Colonial y Talgo, permitiéndonos extraer información muy valiosa.

Situación Actual

Durante este trimestre los mercados financieros han seguido preocupados por los efectos que están produciendo y producirán las fuertes subidas de tipos de interés, la tensión entre EEUU y China, además de la prolongación de la guerra entre Ucrania y Rusia. La conjunción de estos factores, entre otros, están influyendo en la desaceleración de las economías de EEUU y Europa. Sin embargo, esto no parece que afecte a los mercados de momento, y las bolsas mundiales continúan al alza durante este año 2023.

El 95% de nuestro tiempo lo dedicamos a estudiar nuestras empresas y posibles nuevas inversiones. El 5% restante, lo destinamos a conocer lo que está ocurriendo en la economía mundial. No somos expertos macro, ni pretendemos serlo, simplemente apuntamos a que las agresivas subidas de tipos de interés están produciendo efectos no deseados, y desencadenarán otros efectos que a día de hoy no se observan a primera vista. Tengo el presentimiento que los bancos centrales están tomando decisiones demasiado drásticas, al igual que hicieron en el pasado. Como no está en juego su dinero tras sus decisiones, supongo que tampoco les importará en exceso.

Comportamiento de DLTV Europe

Durante el primer semestre de 2023, DLTV Europe ha subido un +8.12% vs un +10.85% del Stoxx 600 (nr) y un +5.69% 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 finales del primer semestre de 2023, DLTV Europe ha subido un +0.53% frente al +7.36% del Stoxx 600 (nr) y el -8.26% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Seguimos viendo una gran dispersión de comportamiento entre valores de gran capitalización y valores de mediana y baja capitalización. Estamos aprovechando este hecho para aumentar el peso en valores de capitalización mediana y pequeña. Sin embargo, también hemos aumentado el peso en otro tipo de valores de mayor capitalización como Azelis (4,900 m. eur), IMCD (7,450 m. eur), Petershill Partners (2,250 m. eur) o Reply (4,050m. eur).



DEEP LONG-TERM VIEW

Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está formada por 50 empresas. Las 22 principales posiciones pesan el 72.1% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.3%. La posición total en Renta Variable es del 92.9% y la posición en Bonos Corporativos es del 5.8%.

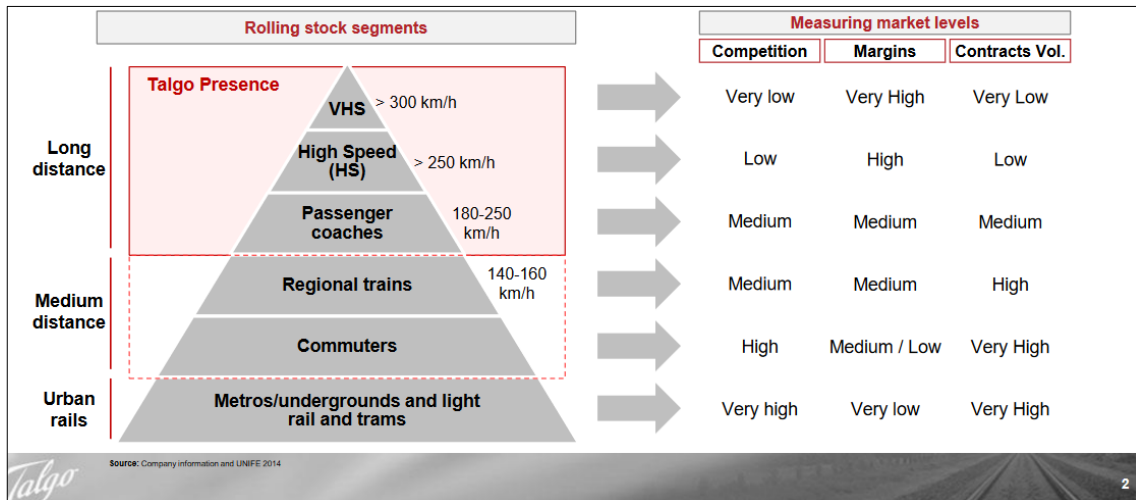
Durante este trimestre hemos seguido aislados del ruido haciendo pequeños movimientos que dan más margen de seguridad a la cartera, a la par que aumentan el potencial de revalorización. En este sentido, hemos incrementado nuestra participación en Academedia, Ecoener, Alantra, Azelis, IMCD, Petershill Partners, Reply, Befesa e Intercos.

Por el contrario, debido a su gran comportamiento o bien para financiar el aumento de peso en otros valores con mayor potencial de revalorización, hemos reducido ligeramente nuestra participación en ACS, Ferrovial, Tikehau, SAP y Tubacex. En el apartado de las ventas, hemos vendido Software AG después de haber recibido una OPA que reflejaba parte de la futura generación de valor, así como la posición residual del equity de Atento.

Talgo

Talgo es un fabricante español de trenes fundada en 1942. Está especializado en trenes de alta y muy alta velocidad, aunque en los últimos años ha tenido mucho éxito con su modelo Talgo 230-Intercity. No sólo fabrica los trenes, sino que en la gran mayoría de las ocasiones es el encargado de efectuar el mantenimiento de los mismos durante toda su vida útil (20-30 años).

Talgo tiene multitud de patentes y de tecnologías propietarias, lo que le otorga una ventaja competitiva considerable. La flexibilidad de fabricación además de su magnífico producto a un precio competitivo, hacen que el producto de Talgo sea magníficamente acogido a nivel mundial.



En el año 2006, 2 fondos de Private Equity (Trilantic y MCH) compran el 75% del capital a la familia fundadora. Parte de la familia fundadora se queda en la empresa, trabajando en posiciones críticas además de con una participación accionarial.

Desde el año 2006 hasta el año 2015, Talgo cosecha grandes éxitos comerciales en España y en Arabia Saudí, en alta y la muy alta velocidad. Estos importantísimos contratos le brindan la experiencia y las certificaciones para poder combatir a Alstom (Bombardier también forma parte), Siemens y Hitachi de tú a tú.

En el año 2015, debido a la buena marcha de la empresa junto con las expectativas de nuevos contratos (Oriente Medio, India, Europa, etc...), los Private Equity deciden sacar a bolsa el 40% de su capital. La valoración se fija en 9.25 euros (1,265 millones de euros). Esta valoración sería alrededor de 5.16x la valoración a la que entraron los Private Equity en 2006, lo que pondría en valor gran parte de los éxitos de la empresa durante estos casi 10 años.

La crisis del petróleo de finales del 2014 propició que el contrato con Arabia Saudí tuviese alguna complejidad más de ejecución, a parte de la dificultad técnica del proyecto en sí, unido a la ausencia de la gran cantidad de contratos nuevos que el mercado estimaba, produjo que la acción de Talgo cayera hasta la zona de 3.5-4 euros por acción en el periodo 2015-2016.

Estos factores desencadenaron que la comunidad inversora que estaba tan contenta pagando 1,265 millones en la salida a bolsa, saliese en tromba de la acción.



DEEP LONG-TERM VIEW

A partir de 2017 todo empezó a cambiar a mejor. Talgo finalizó exitosamente el contrato con la entrega de los trenes del proyecto de Arabia Saudí, a la par que conseguía importantes contratos en España. Finalmente, Talgo dio otro empujón comercial entre el año 2019 y principios del 2020, con la obtención de los contratos del modelo Talgo 230- Intercity en Dinamarca y Alemania.

Sin embargo, debido a la crisis Covid desde marzo del año 2020 hasta finales del 2021, Talgo sufrió especialmente debido a que su flota de mantenimiento deja de rodar, unido a las dificultades fabriles como consecuencia del Covid (baja productividad). A mediados del año 2021, adicionalmente a los problemas previamente mencionados, se une la problemática de los costes en los contratos en curso, debido a la gran inflación, la tensión en las cadenas de suministro y a la no posibilidad contractual de traspasarle los incrementos de precio a sus clientes (a partir del 2022, todos los contratos firmados ya incluyen cláusulas de traspaso de inflación). En muchas ocasiones con proveedores medianos y pequeños, aunque el precio ya estaba previamente acordado, Talgo se vio forzado a pagarles más por ciertos productos, ya que sino esos proveedores hubiesen quebrado y Talgo no hubiese recibido el producto o componente requerido.

Consecuentemente, los márgenes de Talgo tocan suelo a mediados de 2022 (llevan ya tres trimestres mejorando ligeramente). Durante el 2023, Deutsche Bahn (Alemania) y DSB (Dinamarca), ejecutan sus opciones para la ampliación de contratos anteriormente firmados (1,584 millones en contratos y la posibilidad de efectuar el mantenimiento en los trenes ya fabricados) con precios que otorgan a Talgo márgenes saludables. En 2023 también llegan buenas noticias desde Egipto y la posibilidad de nuevos contratos en Arabia Saudí. Talgo finalizará el año 2023 con una cartera de pedidos de fabricación de alrededor de 2,000 millones de euros (visibilidad de casi 5 años) y otros casi 2,000 millones de contratos de mantenimiento. La flota instalada de Talgo ha ido creciendo paulatinamente, y el mercado no ha podido observar aún la recurrencia en la generación de caja por múltiples factores; el proyecto de Arabia Saudí hizo ramp-up de forma lenta, el Covid produjo la parada de su flota instalada, y finalmente, la inflación de costes sufrida durante los años 2021 y 2022, con aún repercusión en el 2023 y mitad de 2024, ha producido que el flujo de mantenimiento no sea fácilmente visible en la cuenta de resultados.



DEEP LONG-TERM VIEW

En resumen, el sector ferroviario y sobre todo Talgo se encuentra en el mejor momento de su historia. A partir del 3q del año 2024, los márgenes de Talgo deberían volver a unos niveles normalizados (por lo menos los márgenes que tenía en el año 2019) y Talgo debería ser capaz de ganar entre 50-60 millones de euros anualmente de media a partir del 3q 2024. Sobre esta cuenta de resultados de 50-60 millones tenemos visibilidad casi total hasta el año 2029-2030.

Talgo cerró el 2q de 2023 cotizando a 3.35 euros por acción lo que la de un valor de 414.39m euros. A partir del 3q del año 2024 el ROCE de Talgo se situará entre el 13-15%. La inversión en capital de trabajo ya está hecha para un perímetro facturando 700-800 millones de euros, con lo cual a partir de 2024 los dividendos de Talgo aumentarán sustancialmente, ya que el balance es robusto.

Teniendo en cuenta todos estos factores, nuestra valoración suelo de Talgo está entre 5-5.5 euros por acción, a lo que habría que sumar entre 80-100 millones de dividendos hasta 2026 (0.65-0.80 euros por acción). Con lo cual de aquí a 2026 DLTV Europe capturará un mínimo de 6 euros por acción desde los 3.35 euros de cierre del 2q de 2023 (79.10% de potencial rentabilidad).

Resto del 2023

Continuaremos trabajando a destajo y no nos dejaremos llevar por la euforia ni por el pesimismo. Si seguimos nuestro proceso de inversión de manera disciplinada, estamos seguros de que en el medio-largo plazo el mercado reflejará el valor intrínseco y la generación de valor futura de nuestra cartera.

No quería dejar de agradecer la confianza que nuestros co-inversores están depositando en DLTV Europe. Hemos terminado el segundo trimestre de este año rozando los 12 millones de euros de activos bajo gestión. Esperamos poder devolver esta confianza, en forma de rentabilidad atractiva a largo plazo.

DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW

Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com



Visita a la Air Separation Unit de Sol Spa en Verona, Italia

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.