

Q2 2024 DLTV Europe

17 de Julio, 2024

Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

El Peligro del “Market Timing”

Quería agradecer una vez más el apoyo creciente y sin fisuras que estáis brindando a DLTV Europe. A cierre de junio de 2024 llevamos 27 meses de vida y los resultados positivos están empezando a hacer acto de presencia. Esperemos que el futuro traiga más buenas noticias en forma de rentabilidad a largo plazo.

He adjuntado un gráfico del Stoxx 600 Net Return desde principios de 1996 (uno de nuestros benchmarks informativos junto con el MSCI Europe Small Cap). ¿Por qué desde principios de 1996? Porque es el gráfico más antiguo que he encontrado y con 29.5 años de histórico creo que puede ser un buen ejemplo.

¿Qué ha ocurrido en estos 29.5 años? Que el índice ha subido un 645.57% (TIR del 7.05%), o lo que es lo mismo multiplicar tu capital por 7.45x veces en 29.5 años o duplicar tu dinero cada 10.2 años. Durante este periodo ha habido seis episodios principales de tensión extrema-crisis (Crisis puntocom, 11 Septiembre 2001, Crisis Financiera Mundial 2007-2009, Crisis de Deuda en Europa 2010-2013, Crisis COVID 2020, Crisis Guerra Ucrania-Rusia + subidas salvajes de tipos de interés). Durante estos seis episodios, uno cada 4.9 años de media, el Stoxx 600 nr ha caído entre un -20% y un -60%. En los episodios donde el Stoxx 600 nr ha caído un 60%, en 5 o 6 años, hubo recuperado el anterior máximo.

De esto se deduce que el “Market Timing” es imposible para el común de los mortales y que, si se quiere ganar dinero a largo plazo consistentemente, hay que permanecer siempre invertido a largo plazo y preferiblemente como hacemos en DLTV Europe, en lo que nosotros consideramos que es el conjunto de mejores empresas europeas con exposición a mercados globales.

DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW



Comportamiento de DLTV Europe

Durante el primer semestre de 2024, DLTV Europe ha subido un **+4.72 %** vs un +8.85% del Stoxx 600 (nr) y un +4.99% 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 de junio de 2024, DLTV Europe ha subido un **+14.66 %** vs el +22.10% del Stoxx 600 (nr) y el 2.75% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Seguimos convencidos que en el medio-largo plazo, la cartera de DLTV Europe tiene gran potencial de generar rentabilidades atractivas.



Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está compuesta por 48 empresas. Las 21 principales posiciones pesan el 68.94% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.50%. La posición total en Renta Variable es del 98.50%.

Semapa

Semapa es una empresa fundada por Pedro Queiroz Pereira en 1990. La historia de Semapa, principalmente está ligada, a la compra de participaciones mayoritarias de la cementera Secil en el año 1994 y la papelera integrada Navigator (antigua Portucel) en el año 2004.

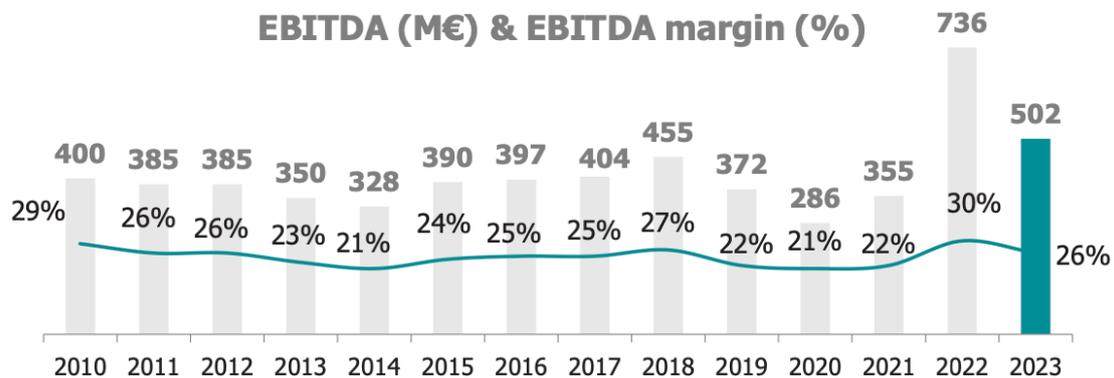
Desde el año 1995 hasta el año 2023 el valor en libras ha pasado de 95 m eur hasta los 1,471 m eur. La rentabilidad media sobre recursos propios (ROE) desde el 1995 ha sido del 29.7% y el ROE medio desde el 2018 ha sido del 21.17%. Además, desde 1995 ha pagado 956.1m eur en dividendos. Con este conjunto de datos podemos afirmar que Semapa ha generado un extraordinario valor en las pasadas décadas. Ahora la pregunta importante es si va a seguir generando valor a tasas atractivas en el futuro.

Procederemos a nombrar los activos principales de Semapa: 70% Navigator, Secil, ETSA, Triangle´s Cycling Equipments, además de un conjunto de participaciones en fondos de venture capital. El activo principal de Semapa es el 70% que tiene en Navigator. A precios de mercado (3.86 eur acción), la participación vale 1921m eur (82.6% del GAV de Semapa, si valoramos el resto de los activos con descuentos de entre el -35-50% respecto a valor en libras por un ejercicio de extremo conservadurismo, aunque las otras participadas tengan buenos retornos sobre sus valores en libras). Con estas cifras restándole los 200 m aprox de deuda neta con recurso, el valor de Semapa serían 2098.3 m euros (30.92 euros).

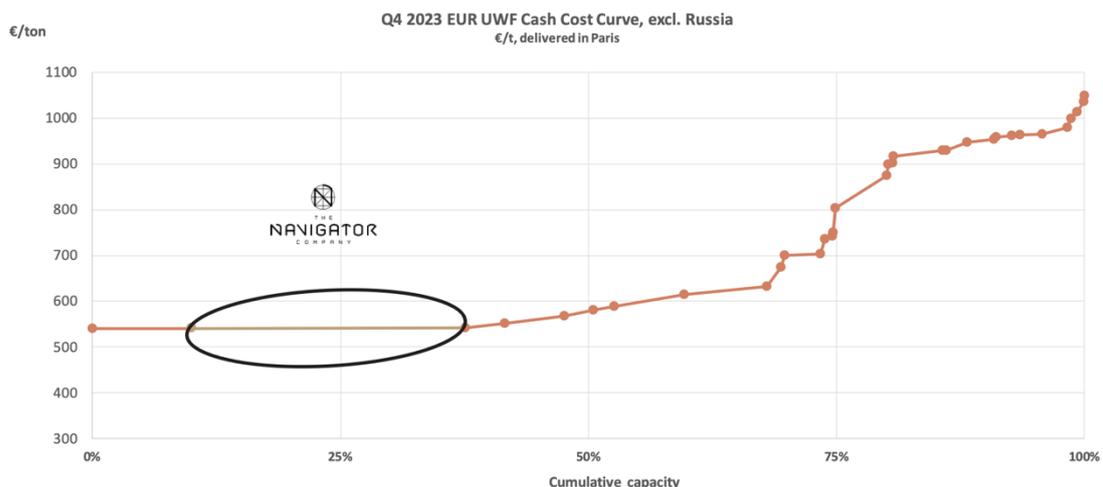
Actualmente, Semapa cotiza a 14.84 eur por acción, teniendo una capitalización bursátil de 1,006m eur. (0.68x Valor en Libras). En 2023 ganó 244 m euros (PER 4.1x) y podemos afirmar con contundencia que en el resto de la década ganará al menos 200 millones anuales.

Con este conjunto de cifras Semapa cotiza con un descuento del -52% respecto a una valoración sumamente conservadora. Además, esta debería aumentar a unos 200 m de euros anualmente.

Navigator, la principal participada de Semapa, es un productor de papel integrado con pulpa, productor de tissue, generador de energía y propietario y gestor de activos forestales, que hacen que su integración sea total. Desde que entra uno de sus activos industriales en producción en el año 2010 (Setúbal) la generación de resultados y dividendos han sido extremadamente estables.



La gran incógnita que tiene los inversores con Navigator es que la demanda de UWF (Uncoated Wood Free) paper, su principal producto, está en declive. Desde el 2013 lleva reduciéndose a una tasa del -2% anual. Sin embargo, debido a la escala de los activos de Navigator, al grado de integración y a que posee marcas premium, le ha permitido sacar mejores márgenes que nadie. Eso se traduce en un mejor precio de venta de sus productos y un menor coste de producción. Pero un factor que no tienen en cuenta los inversores, es que Navigator también está presente en Tissue donde la demanda crece a un 2.1% anual, y además tiene la posibilidad de convertir parte de su capacidad de UWF en ciertos papeles de packaging (ya lo está haciendo).

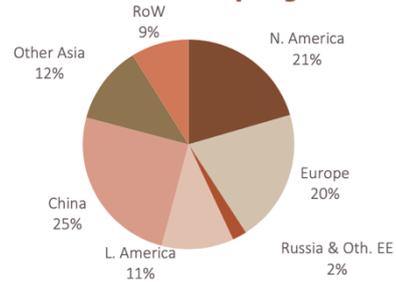


TISSUE WORLD TRENDS Sustainable Market Demand

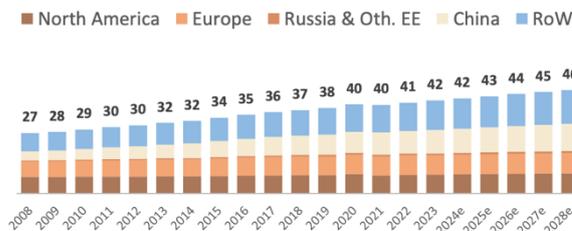
Global Tissue Market Growth

2012-2022 (CAGR)	2.9%
2023 (YoY)	2.0%
2024e (YoY)	2.4%
2025e-2028e (CAGR)	2.1%

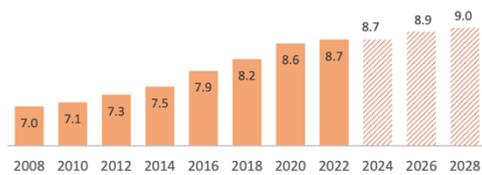
World Tissue Demand by Region - 2023



Market Demand (Mt)



European Market Demand (Mt)



Source: Numera Analytics – Global Outlook for Tissue and Towelling 2024-2028 (Special Research Note)
Note: Europe is defined as EU-27 plus the UK, Norway, Switzerland and Western Balkan countries.

Desde el 2010 (que abrió la planta de Setúbal) hasta 2023, Navigator ha tenido un ROE medio del 17%, y un ROCE medio del 13%. Eso se traduce en unos beneficios netos medios de 210.3 m eur y unos dividendos en este periodo de 200 m eur anuales. En el año 2023 ganó 274m eur (PE 10x) y capitaliza a 2750 m eur., con unos beneficios netos estimados de entre 270-300 millones y dividendos de entre 200-250 millones anuales. En síntesis, Navigator es una empresa que no tiene mucho crecimiento, pero es extremadamente recurrente, además sus retornos sobre capital empleado y sobre recurso propios son muy atractivos. Con estos dos análisis podemos afirmar que Semapa posee negocios magníficos y tiene un robusto balance (200 millones de deuda con recurso contra activos de 2,300 millones). Sin embargo, su infravaloración se deriva de:

a. Sodim (Familia Queiroz Pereira) posee el 82% de Semapa y después de sus 2 OPA's de 2015 y 2021 el mercado cree que harán otra que no recoja todo el valor de Semapa. b. Baja liquidez de Semapa, negocia alrededor de 0.5m eur diariamente. c. No tiene política de dividendos definida (el tamaño del dividendo se decide en base a factores subjetivos). d. Riesgo de mala asignación de capital futura por parte de Semapa. e. Baja transparencia con respecto a las nuevas inversiones que está realizando. f. Un gobierno corporativo mejorable.

Estamos en contacto con Semapa, sugiriendo que cambios tiene que implementar para que el precio al que cotiza se acerque al valor real. También estaremos muy encima empujando que el gobierno corporativo mejore.

Debido a nuestra incertidumbre de si estos cambios se implementarán, somos muy conservadores a la hora de hacer nuestras valoraciones. Asumimos un -50% de descuento sobre el valor estimado lo que se traduciría en un valor objetivo a 2030 de 1,699.1m eur (dividendos incluidos), que es igual a 24.32 euros por acción (potencial del 65.44% en 6.5 años, que equivale a un 10% de TIR). En caso contrario, sino cotizase con descuento su precio objetivo en el año 2030 sería de 48.64 euros (+230.8% de potencial).





DEEP LONG-TERM VIEW

Primera Mitad de 2024

Seguimos analizando y monitorizando nuevas y actuales inversiones; y tratando de determinar, en un mercado lleno de oportunidades, cuáles son las empresas que queremos nos acompañen en DLTV Europe a largo plazo. Con este proceso de inversión disciplinado el futuro para DLTV Europe será muy positivo.

Una vez más, quisiéramos agradecer la confianza robusta y creciente 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



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 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 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.