

Q3 2022 DLTV Europe

20 de octubre, 2022
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Valor de la capitalización compuesta, saber valorar qué significado tiene el tiempo, saber tener paciencia

En una entrevista que le realiza Simon Brewer a Nicolai Tangen en marzo de 2022 (fundador de Ako Capital gestora londinense con 18,000 millones bajo gestión, y actual CEO del fondo soberano de noruega con 1.36 trillion AUM), Brewer pregunta cuál definiría como el mayor defecto que observa en la industria de la gestión de activos hoy en día.

Tangen comenta que los gestores de fondos viven obsesionados con el corto plazo, y que no entienden el valor de la capitalización compuesta. También comenta que la mayoría de los profesionales no tienen paciencia entre una de sus cualidades, y que tampoco saben lo que significa el valor del tiempo.

Nicolai Tangen puntualiza que, si estuviese en su mano, mandaría a todos los jóvenes analistas que se están iniciando en este sector, a una montaña de Bután y que les tendría ahí cinco años tomando té con un monje budista para que comprendiesen el valor del tiempo y la importancia del largo plazo.

Escuchar una reflexión tan profunda y políticamente incorrecta como la que realiza Nicolai Tangen me reafirma en que estamos en el camino correcto, aunque a veces caminemos solos.

Situación Actual

Las bolsas mundiales han seguido cayendo con fuerza durante el tercer trimestre del 2022. Estas caídas desde máximos de los últimos 12 meses son del -36% Stoxx Europe Small 200, -23% Stoxx 600, -26.4% DAX, -25.6% S&P 500 y del -35% en el Nasdaq. Dentro de Europa hay sectores como el industrial que van cayendo un -30% y el sector inmobiliario -50%.

La inflación en Estados Unidos y en Europa todavía no se está moderando con fuerza, con lo cual los bancos centrales siguen subiendo tipos de interés en estado de pánico. Esto está produciendo mucho estrés sobre la economía real y sobre los mercados financieros. Ahora sí podemos afirmar con rotundidad que en ciertos países de Europa la recesión tiene una altísima probabilidad.

La guerra Rusia-Ucrania está teniendo efectos negativos para Europa en general, pero sobre todo para la inflación, cosa que está haciendo que el BCE esté subiendo tipos como si estuviésemos en una situación de sobrecalentamiento económico.

En Estados Unidos observamos una desaceleración fuerte en ciertos sectores de la economía, pero de momento sólo es una desaceleración producida por una subida de tipos de interés brutal en tiempo y forma. Este daño a la economía de Estados Unidos está siendo autoinducido.

Debido a las fuertes subidas de tipos de interés y a la ralentización económica/recesión, la inflación en Europa y Estados Unidos debería bajar con fuerza en los próximos 12 meses. Esto hará que los bancos centrales dejen de asfixiar a la economía. Cuando eso ocurra, quizás las bolsas estén más cerca de tocar suelo.

Montana Aerospace

Montana Aerospace es un fabricante de aeroestructuras de aluminio, titanio, metales fuertes y composites principalmente. Los componentes son de alto valor añadido y el tejido industrial es óptimo debido a la localización geográfica y al grado de integración de multitud de procesos. Esto le otorga una gran ventaja añadida en costes, calidad y complejidad de producto. La capacidad productiva de Montana Aerospace es sólo comparable a Precision Castparts Corp empresa 100% de Berkshire Hathaway (nuestros respetados y queridos Warren Buffett y Charlie Munger); También mencionar que Precision Castparts no tiene tantos procesos dentro de una misma fábrica, con lo cual esto le hace menos eficiente que Montana, al tener una menor integración productiva en las mismas plantas.

Montana, también tiene otras 2 divisiones, una de E-mobility donde fabrica productos como las cajas de las baterías de los coches eléctricos para los OEM's, y otro segmento de Energy donde fabrica cables de cobre para transportar y generar energía para los coches eléctricos.

La empresa salió a bolsa en mayo de 2021, mediante una ampliación de casi 500 millones de euros para consolidar la industria aeroespacial. El precio de salida fueron 25 CHF por acción. En noviembre vuelve a levantar 160 millones de euros mediante otra ampliación de capital a 28.20 CHF por acción. Con este dinero Montana Aerospace se financia y compra a contra ciclo ya que toda la industria aeroespacial está pasando un mal momento debido al COVID. Realiza la adquisición de Asco, Sao Marco, Cefival, IH Tech Group, ASTA PPE y el final de la inversión en sus plantas en Rumania y Vietnam, además de las necesidades de capital de trabajo que requiere un ramp-up de las nuevas plantas industriales.



DEEP LONG-TERM VIEW

Para poner las cifras en contexto, el capex y m&a de los últimos 5 años unido al capital de trabajo de Montana suman 1367.8 millones de euros. A cierre del tercer trimestre valía sólo 650 millones de euros (10.34 CHF por acción). Esto es una caída del 74.78% desde agosto de 2021.

Montana ha ejecutado a la perfección su plan de adquisiciones y su ramp-up de las plantas de Vietnam y Rumania. Los únicos inconvenientes que han tenido son la subida del precio de la electricidad en Rumania que le ha costado 20 millones de euros en 2022, y el incremento de precios de los materiales, aunque esto lo traspasa casi totalmente a sus clientes. Otro efecto del tensionamiento de las cadenas de suministro es la inversión desmedida en capital de trabajo, para no depender de la llegada de los materiales. El capital de trabajo de Montana debería ser de 260-300 millones y no los 450 millones actuales. La buena noticia es que de aquí a 2025 no debería drenar más de 20-30 millones en flujo de caja.

La visibilidad comercial de Montana es excelente, y está listo para ayudar a Boeing y Airbus a hacer el ramp-up previsto. A partir del 4q de 2022 Montana será neutral de flujo de caja. En el 2023 generará entre 50-100 millones. En 2024 la generación de caja será entre 120-150 millones y en 2025 debería acercarse mucho a los 200 millones de euros anuales de los cuales el 75% serán muy recurrentes ya que vendrán del segmento aeroespacial (cartera de pedidos plurianuales).

En resumen, creemos firmemente que de aquí a 2025 la acción de Montana debería valer alrededor de 45.49 CHF por acción (339.45%).

Aunque la volatilidad y la incertidumbre mundial nos incomodan y nos preocupan, en DLTV no nos tiemblan las piernas, y aprovecharemos decididamente las oportunidades que el mercado nos brinda.

Comportamiento de DLTV Europe

Desde el 16 de marzo del 2022 a precios de cierre (9.85 valor liquidativo) hasta finales del mes de septiembre de 2022, DLTV Europe ha caído un -16.08% frente al -11.82% del Stoxx 600 (net return). Hemos pasado de sacarle un 2.35% al índice a ir un 4.26% por detrás.

En momentos de tanta volatilidad e incertidumbre económica, en muchas ocasiones el mercado es irracional. El tener el 39.8% de nuestra cartera en empresas que capitalizan menos de 1,000 millones y el 25.6% de nuestra cartera en empresas industriales nos ha perjudicado de momento. Veremos en 5 o 10 años si también nos perjudica.



DEEP LONG-TERM VIEW

Quiero remarcar que esta volatilidad interna de mercado y de nuestra cartera, aunque es muy incómoda de sufrir, nos ha permitido aumentar la calidad y el potencial de revalorización de la cartera.

El potencial de revalorización de la cartera es mucho mayor que el del 16 de marzo de 2022. En primer lugar, porque el fondo ha bajado un 16.08% y el valor intrínseco de la mayoría de nuestras empresas no ha caído sino todo lo contrario. En segundo lugar, porque hemos vendido una serie de empresas que teníamos en cartera (Coca Cola Europacific, Atlantia, Loomis, Ibersol, Shell y Galp) porque han llegado a su precio objetivo o porque tenían menos potencial de revalorización que otras empresas. Hemos usado el dinero de estas ventas (+10 % del fondo), para reforzar posiciones actuales o iniciar posiciones en nuevas empresas que teníamos bajo estudio o que se han puesto a una valoración, en la cual su potencial era mayor que las empresas que he mencionado antes. Estas nuevas incorporaciones son Adobe, Crayon, Nagarro, Carlyle, Brookfield y Befesa. Tenemos mucha confianza en la calidad de estos modelos de negocio, además de en el robusto potencial de revalorización.

Comentar que en Atlantia teníamos el 4.2% del fondo y la familia Benetton con la ayuda de Blackstone, decidieron lanzar una opa. El precio de la opa era muy cercano a nuestro precio objetivo (aunque no reflejaba la generación de flujos de los años futuros). +36 % en 60 días con el 4.2% del fondo. Esto es un ejemplo de que el valor intrínseco de nuestras empresas es mucho mayor al valor de cotización.

Aunque no estamos contentos con las caídas de DLTV Europe, sí que estamos muy confiados e ilusionados con el potencial de nuestras empresas a largo plazo. Nuestro objetivo de largo plazo es tener rentabilidades absolutas y relativas muy atractivas. Estamos totalmente dedicados y centrados en conseguir el fin último.

Potencial de revalorización a 3-5 años de las principales empresas de DLTV Europe.

Las 19 empresas que voy a enumerar pesan el 68.7% de DLTV Europe. Creo que los potenciales de revalorización reflejan la gran oportunidad que tenemos de conseguir rentabilidades atractivas en los siguientes 3-5 años.

Bono Atento 2026: Precio Objetivo 128 (190.1% Potencial desde precios de finales del tercer trimestre 2022), Tullow Oil 2025: 117.5 (77.5%), ACS 41 eur (77.26%), Azelis 29.59 eur (29.7%), Elecnor 22.90 eur (126.73%), Elis 25.89 eur (149.18%), Montana Aerospace 45.49 CHF (339.95%), Prosegur Cash 1.43 eur (125.2%), Talgo 6.90 eur (177.1%), Verallia 48.13 eur (108.1%), Vidrala, 123.59 eur (106.67%), Spotify 235\$ (172.3%), Sol Spa 24.03 eur (53.09%), Tubacex 4.47 eur (128.1%), Essilor Luxotica 213.7 eur (52.2%), Alantra 28.24 eur (149.9%), Allfunds 11.88 eur (56.9%), Tikehau 33.66 eur (35.45%) y SAP 126.6 eur (50.5%).

Seguir focalizado en lo importante

Como comentábamos en la carta anterior, para aspirar a rentabilidades del 8-12% a largo plazo, habrá episodios de volatilidad e incertidumbre. Aunque DLTV Europe caiga un 16.08% desde lanzamiento, el potencial de revalorización del fondo a 3-5 años vista es muy importante. Aunque nosotros también leemos el Financial Times y Barrons, y también somos conscientes de las incertidumbres macroeconómicas y políticas, nosotros seguimos focalizados en lo verdaderamente importante, que es identificar y acompañar a las mejores empresas y/o equipos gestores en sus planes de negocio a largo plazo.

Un ejemplo son los 2 últimos viajes realizados para conocer mejor nuestras empresas y sus activos industriales. El viaje realizado en septiembre a Italia nos permitió conocer la planta de IBF (Tubacex) en Rottofreno. Tuvimos la suerte de conocer de primera mano cómo han mejorado los procesos productivos desde 2014 y como han avanzado en sus productos de alto valor añadido para centrales nucleares. También estuvimos en Monza (SOL Spa), visitando la sede y charlando con el nieto del fundador, actual presidente, y con el CFO. Nos ayudó mucho a comprender la calidad del modelo de negocio de SOL Spa unido a las grandes oportunidades de crecimiento.

El último viaje realizado fue a Austria donde se encuentra la sede operacional de Montana Aerospace (empresa explicada con anterioridad en la carta). Tuvimos la oportunidad de reunirnos con el fundador y mayor accionista Michael Tojner, y con todo el equipo directivo de Montana Aerospace. Al día siguiente volamos al norte de Rumania y visitamos las plantas de Dumbravita y Baia Mare. Esta última planta, es una de las que ayudará a Montana Aerospace a generar 200 millones de euros anualmente.

Tal y como hemos trasladado en anteriores ocasiones, vamos a dejarnos la piel trabajando día y noche para conseguir rentabilidades atractivas. Le dedicaremos todo el tiempo que haga falta en estudiar, conocer y visitar aquello de lo que somos accionistas y dueños.

Son tiempos inciertos, pero el sol volverá a salir, y cuando salga DLTV Europe emergerá con más fuerza que nunca.

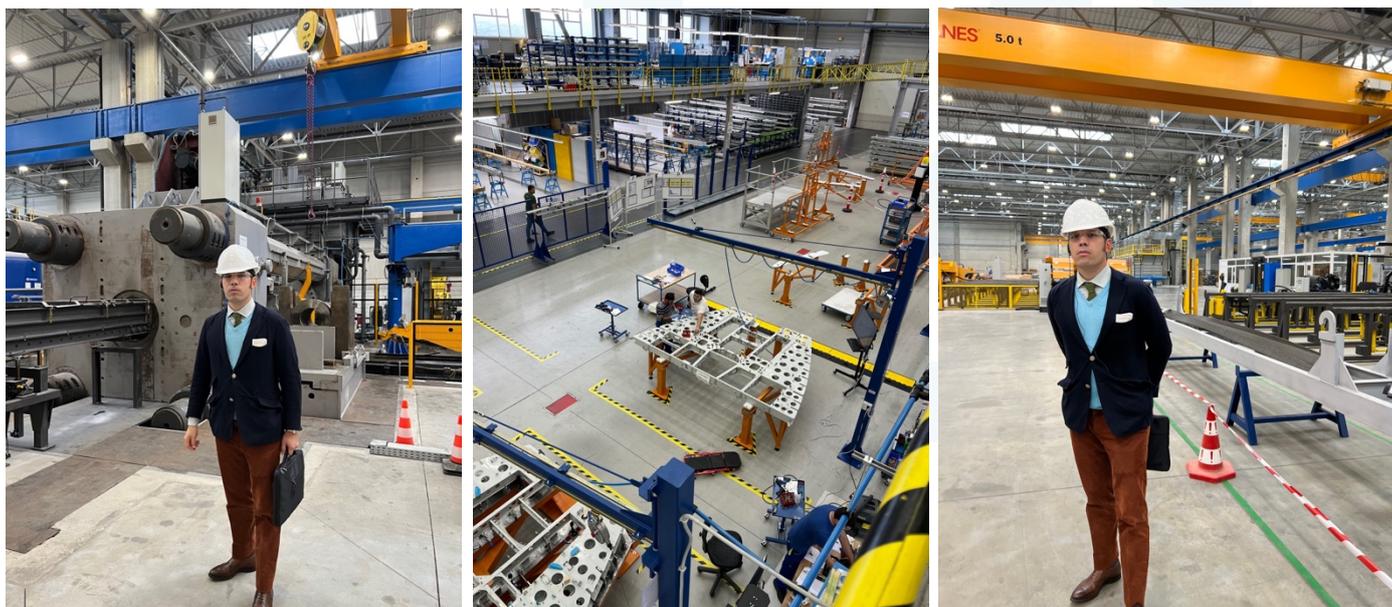
Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com



Visita a las plantas de Montana Aerospace en Rumania

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 (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.