

Q3 2023 DLTV Europe

18 de Octubre, 2023
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Durante el tercer trimestre del 2023 hemos seguido trabajando y profundizando en el análisis de nuestras empresas y posibles nuevas inversiones.

Situación Actual

A medida que avanza el año 2023, la preocupación de los mercados financieros va aumentando. Las economías de EEUU y, sobre todo, de Europa se siguen desacelerando. Los efectos de las agresivas subidas de los tipos de interés están afectando cada vez más.

A las incertidumbres mencionadas en anteriores cartas, tales como la tensión entre EEUU y China, o la prolongación de la guerra entre Ucrania y Rusia, se suma ahora la complejísima situación en Oriente Medio tras el ataque de Hamás a Israel.

Comportamiento de DLTV Europe

Durante los nueve primeros meses del 2023, DLTV Europe ha subido un +2.52% vs un +8.52% del Stoxx 600 (nr) y un +2.74% 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 tercer trimestre de 2023, DLTV Europe ha caído un -4.67 % frente al +5.10% del Stoxx 600 (nr) y el -10.81% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Actualmente, tenemos el 44.59% de la cartera en valores con menos de 1,500m de capitalización bursátil. Como se puede observar, la dispersión de comportamientos en valores de mediana y baja capitalización es elevado. Conviene reseñar, que la dispersión de comportamiento por sector también es muy elevada. Sin embargo, es importante remarcar que la cartera de DLTV está construida para comportarse bien en el largo plazo, aunque eso signifique que los comportamientos del corto plazo sean ocasionalmente volátiles.



DEEP LONG-TERM VIEW

Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está compuesta por 50 empresas. Las 21 principales posiciones pesan el 71.1% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.5%. La posición total en Renta Variable es del 92.96% y la posición en Bonos Corporativos es del 5.54%.

Durante este tercer trimestre, hemos seguido mejorando la calidad de la cartera además de aumentar el potencial de revalorización. Los movimientos principales han sido la venta de la última parte de nuestra participación en ACS y la compra de dos nuevas empresas: Stef y Catalana Occidente. Hemos aumentado pesos en Azelis, Befesa, Montana Aerospace, Allfunds, Reply y Crayon. Finalmente, hemos reducido el peso en Danieli y Tubacex.

Aunque la incertidumbre económica sea elevada, en DLTV compramos empresas con un horizonte temporal mínimo de 3-5 años. En el momento actual de mercado estamos encontrando oportunidades de inversión magníficas, como por ejemplo, las dos nuevas inversiones efectuadas: Stef y Catalana Occidente (abierto a profundizar en alguna de estas dos empresas si alguno lo considera oportuno).

ACS

Cuando lanzamos DLTV Europe en marzo de 2022, una de las posiciones con más peso era ACS (4.5% de peso). ACS es una constructora, con un excelente historial de generación de valor, además de un magnífico creador de infraestructuras.

Esta posición la compramos alrededor de los 24 euros por acción (6,480 millones euros capitalización bursátil). En aquel momento, tenía alrededor de 1,700m. eur en caja neta, tras la venta de Cobra a Vinci.

Por aquel entonces, el mercado percibía a ACS como una constructora pura. Así mismo, el mercado no era capaz de otorgarle un valor razonable al 30% de Abertis que ostentaba de manera directa, ni al 20% que tenía a través de Hochtief, sumado al elevado riesgo de reinversión de la caja neta. Consecuentemente, tampoco era capaz de valorar las participaciones en ciertos activos de infraestructura que estaban en pleno ramp-up como podían ser la autopista en Texas (SH-288).

En 2021, ACS ganó cerca de 600 millones de euros (45% aprox. provenían del negocio de infraestructura y el 55% restante, del negocio de construcción). Con lo cual, estaríamos comprando ACS a menos de 8x beneficios, de los cuales casi el 50% eran de infraestructura.

Nuestra tesis de inversión era que tanto las infraestructuras maduras (Abertis), como las que estaban en ramp-up, se iban a seguir comportando bien. Respecto al negocio de construcción, nos daba tranquilidad que casi el 50 % es cost plus model (EEUU), donde el riesgo de ejecución es bajísimo. Conviene reseñar también que tener 1.700 millones de caja nos brindaba mucha opcionalidad y robustez a esta inversión.

Han pasado 18 meses y la acción de ACS está en 33 euros, además de pagarnos 4 euros de dividendo en este periodo (54.17% revalorización). Nuestra tesis de inversión se ha cumplido a la perfección y hemos ido desinvirtiendo nuestra participación entre 30-33 euros.

En la actualidad, nos preocupa que Abertis no esté siendo capaz de encontrar oportunidades para alargar la vida media de sus concesiones (10 años aprox.). Sin embargo, la razón principal de la desinversión es que estimamos que el valor de ACS oscila entre 34-38 euros, con lo cual, el potencial de revalorización no es tan significativo como en el pasado. Este ejemplo evidencia que en DLTV somos disciplinados a la hora de comprar y al mismo tiempo, también lo somos a la hora de vender cuando nuestro margen de seguridad no es tan elevado.

Azelis

Azelis es un formulador y distribuidor de químicos especializados e ingredientes para comida a nivel mundial. Azelis se fundó en el año 2001 con la fusión de Novorchem y Arnaud.

Azelis sirve de red de venta exclusiva a empresas como DSM-Firmenich o Croda, ahí donde estas empresas no llegan o cuando se trata de la venta de productos en cantidades pequeñas. La escala en los mercados en los que opera, junto con una plataforma diferencial de IT, hace que las ventajas competitivas de Azelis sean robustas y sostenibles en el tiempo.

La industria de químicos especializados e ingredientes de comida crece anualmente alrededor del 5-6% (últimas décadas). Los distribuidores como Azelis crecen, al menos, 6-7% orgánicamente, ya que las empresas como DSM-Firmenich, cada vez externalizan más la formulación y la venta a empresas como Azelis, ya que carecen de la capilaridad de los laboratorios y las redes de venta. El porcentaje de externalización en la industria de químicos especializados está en torno al 15-20%. En las próximas décadas es probable que la externalización aumente hasta el 30-40% de la industria.

Otro vector de crecimiento que tendrá Azelis debido a su escala, es que ganará cuota de mercado a jugadores más pequeños. A fecha de la presente carta, Azelis tiene alrededor del 3.5%-4% de cuota de mercado a nivel global de los distribuidores especializados. Es probable que en el futuro esta cuota de mercado siga aumentando. Otro factor de crecimiento son las adquisiciones bolt-on. Azelis compra pequeños distribuidores a un múltiplo de valoración atractiva, además de proporcionarle mayor capilaridad y densidad.

Desde el 2017 hasta finales de 2022, Azelis ha aumentado ingresos orgánicamente a una media del 10.1% anual. También ha adquirido pequeñas empresas que le han incrementado anualmente, un 8.7% sus ingresos, además de haber mejorado el margen EBITDA alrededor de 40-50 PB anualmente. Así mismo, durante el año 2020 los ingresos le aumentaron un 3% orgánicamente. Por ende, el crecimiento de ingresos medio en este periodo es del 18.8%.

En el 2023, tras los crecimientos extraordinarios de los últimos 6 años (Azelis no debería de crecer más del 6-7% orgánicamente a largo plazo), el crecimiento orgánico está empezando a ser negativo por un conjunto de factores como la reducción de inventarios en ciertos sectores, a los que han de sumarse una desaceleración económica mundial considerable. A pesar de ello, se prevén unos decrecimientos orgánicos durante el año 2023 alrededor del -4 al -5%. Sin embargo, debido a la calidad del modelo de negocio, los márgenes se quedarán cercanos a estables. Este periodo de incertidumbre, Azelis lo está aprovechando para seguir con su programa de bolt-on acquisitions.

No creemos que los crecimientos orgánicos sean negativos durante más de tres o cuatro trimestres (ya llevamos dos y probablemente el tercer trimestre 2023 también sea negativo). Finalmente, durante el 2024 estimamos que Azelis volverá a crecer orgánicamente.



DEEP LONG-TERM VIEW

Creemos firmemente que el mercado no discierne entre los distribuidores químicos especializados y los distribuidores de químicos (negocio cíclico y totalmente diferente).

Por nuestra experiencia con IMCD (empresa que también tenemos en DLTV, y que compramos en mi anterior casa en el año 2016), sabemos que el segmento donde opera Azelis e IMCD, es una industria muy atractiva, creciente y recurrente, donde los distribuidores y formuladores (como IMCD y Azelis) aportan mucho valor añadido a toda la cadena de valor. Esto se ve reflejado en el ROCE del 13.5% teniendo en cuenta las adquisiciones, y el ROCE orgánico ex adquisiciones del 30-35%.

Debido a que el mercado está paranoico actualmente, además de que Azelis es una IPO huérfana ya que EQT, mayor accionista con el 48%, ha mostrado su intención de vender su participación en los siguientes 3-4 años, unido a que ha perdido el precio de salida a bolsa (27 euros salida a bolsa, precio actual 16.5 euros), la valoración de Azelis es extremadamente atractiva. Cuenta con una valoración que ronda los 4,022 millones de euros, cuando este año va a generar alrededor de 320m de flujo de caja (12.5x). Históricamente, las empresas en este sector han cotizado a entre 15-25x Flujo de caja al equity.

Estimamos crecimientos del flujo de caja de alrededor del 10% en la siguiente década. Esto nos da un precio objetivo a 2030 de alrededor de 49 euros (+196.9%).

Cuando lanzamos el fondo en marzo de 2022, empezamos a comprar Azelis a alrededor de 20-21 euros. Hoy en día Azelis es mejor empresa y genera más flujo que entonces, sin embargo, desde enero de 2023 la empresa ha caído un -40%. Creemos que el mercado no está siendo racional y si está siendo extremadamente cortoplacista, con lo cual en DLTV Europe no nos tiemblan las piernas y seguimos aumentando nuestra posición en esta magnífica empresa global (44% EMEA, 34 % Américas, 22% Asia Pacifico). El peso actual en el fondo es del 3.5%. Si Azelis siguiese cayendo, aumentaríamos nuestro peso hasta llegar un 5% del fondo.



DEEP LONG-TERM VIEW

Resto del 2023, y 2024

Seguro que habréis observado que el mercado está muy preocupado con la posible crisis económica y las fuertes subidas de tipos de interés. Sin embargo, en DLTV estamos haciendo un esfuerzo gracias a vuestro firme y contundente apoyo, en aislarnos al máximo del ruido, para aprovechar las ineficiencias cortoplacistas del mercado, y así poder tener una cartera con la mayor calidad posible, además de con un potencial de revalorización elevado.

Como decía Calouste Gulbenkian: “The Dogs Bark, but the Caravan goes on”. Nosotros tenemos que focalizarnos en lo importante, que es generar rentabilidades atractivas en el largo plazo, y el resto es ruido, o al menos secundario.

Estoy a vuestra disposición si queréis profundizar sobre algo en concreto.

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 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.