

Q3 2024 DLTV Europe

21 de octubre, 2024
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

Continuamos enfocados en nuestra visión a largo plazo.

Desde nuestra última carta trimestral, la FED ha iniciado un ciclo de reducción de tipos de interés a medida que la inflación se ha ido moderando. El BCE ha seguido bajando tipos, siguiendo el camino que inició en junio. En Europa, la preocupación principal ha pasado de ser la inflación, a centrarse en un crecimiento económico más lento. Además, la debilidad persistente de la economía china ha llevado al gobierno a implementar medidas más drásticas para impulsar su recuperación.

En DLTV, seguimos enfocados en lo que mejor sabemos hacer: identificar empresas en las que invertir y proporcionar capital con una perspectiva de muy largo plazo. Durante estos meses, nos hemos dedicado precisamente a eso. Estamos firmemente convencidos de que mantenernos al margen del ruido y actuar con una mentalidad a largo plazo es la decisión correcta.

Comportamiento de DLTV Europe

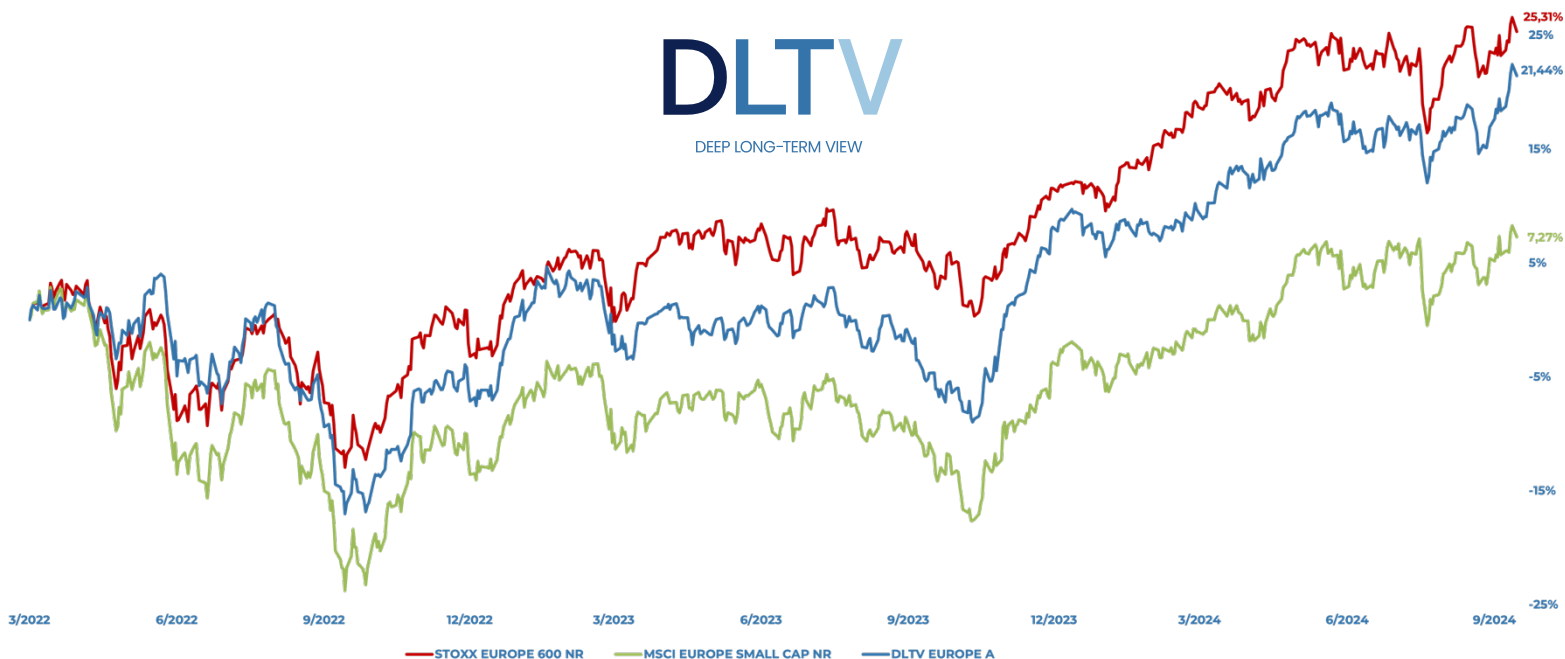
Durante los primeros nueve meses de 2024, DLTV Europe ha obtenido un rendimiento del **+10.91%**, en comparación con el +11.72% del Stoxx 600 (NR) y el +9.62% del MSCI Europe Small Cap (NR).

Desde el 16 de marzo de 2022, fecha de lanzamiento del fondo (con un valor liquidativo de 9,85), hasta finales de septiembre de 2024, DLTV Europe ha registrado un aumento del **+21.44%**, frente al +25.30% del Stoxx 600 (NR) y el +7.27% del MSCI Europe Small Cap (NR).

Cabe destacar que no solo consideramos que nuestras empresas están infravaloradas sino que además, el conjunto de estas está generando un flujo de caja libre creciente y creando valor a largo plazo. Seguimos convencidos de que, en el medio y largo plazo, la cartera debería experimentar una revalorización significativa. Desde el lanzamiento, en estos 30 meses, nuestra rentabilidad anualizada ha sido de aproximadamente un **8%**, lo que, de mantenerse, implicaría duplicar el capital cada 9 años.

DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW



Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está compuesta por 46 empresas, las 20 principales posiciones pesan el 64.65% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.17%. La posición total en Renta Variable es del 98.83%.

Intercos

Intercos es uno de los líderes mundiales en la formulación, marketing y producción de productos de maquillaje (60% de las ventas), productos de cuidado de la piel (16%) y productos para el cuidado del cabello y cuerpo (23%). Fundada en 1972 por Darío Ferrari, esta empresa italiana cuenta con su fundador como principal accionista, con un 32.2% de las acciones.

Sus principales competidores son dos empresas coreanas: Cosmax y Kolmar. A pesar de tener un tamaño similar al de Intercos, estas compañías están enfocadas en las marcas chinas y el mercado masivo. Su ventaja competitiva reside en el precio y la rapidez. En contraposición, Intercos se centra en las marcas occidentales y el segmento "Prestige", donde la innovación y la calidad es su ventaja competitiva.

En la industria de la belleza y los cosméticos, todas las marcas dependen de socios como Intercos para innovar, formular, producir y acceder a ingredientes patentados, necesarios para ofrecer el mejor producto. Salvo excepciones como L'Oréal, que busca mantener el control total de sus procesos y limita la externalización, el resto del sector tiende cada vez más a externalizar su producción. Esto ha hecho de Intercos un aliado crucial para empresas como Puig Brands (Charlotte Tilbury) y Estée Lauder. Las marcas emergentes y las "Indie brands" difícilmente podrían lanzar productos innovadores de manera continua sin el apoyo de empresas como Intercos.

La trayectoria de Intercos ha sido un verdadero caso de éxito. Desde 2009 hasta 2024 sus ventas y EBITDA han crecido a una tasa anual cercana al 12%. Este éxito ha sido impulsado por una inversión significativa en I+D (equivalente al 5% de las ventas) y por la cercanía de la empresa a sus clientes, proporcionando soluciones a medida. Actualmente, el ROCE de Intercos se sitúa cerca del 13%, y se espera que, con la mejora en la utilización de algunas de sus plantas, este indicador alcance el 14-15%.

El sector de la belleza y los cosméticos tiene un crecimiento proyectado de alrededor del 6% anual en las próximas décadas. Esto se debe al crecimiento de la población mundial y a la naturaleza recurrente y creciente del gasto en productos de belleza en los países desarrollados. En los países en desarrollo, a medida que la población adquiere mayor poder adquisitivo, el gasto en estos productos crece con fuerza.

Dado que Intercos es un líder en la industria y se enfoca en la innovación y la calidad, esperamos que sus ventas aumenten a una tasa de al menos el 8% en las próximas décadas, beneficiándose del crecimiento del mercado, el aumento de la externalización, la mayor presión regulatoria y las oportunidades de adquisiciones complementarias ("bolt-on acquisitions").

En cuanto a los márgenes, algunas regiones como India, presentan márgenes menores (cerca del 0%), lo que nos lleva a concluir que los márgenes estructurales de Intercos deberían situarse en torno al 17-18%, frente al 14% actual. Esto permitiría que el EBITDA de Intercos crezca a más del 8% a largo plazo.

En resumen, en DLTV comenzamos a construir una posición en Intercos hace 24 meses, y hoy representa una participación significativa en nuestro fondo (alrededor del 2.5%). Si Intercos logra ejecutar su plan de negocio y continúa aportando un alto valor a sus clientes desde los niveles actuales, DLTV Europe podría capturar rentabilidades anualizadas cercanas al 10% a largo plazo.

Lab Tour Day de Azelis en Estambul, Turquía

Otro aspecto que nos diferencia de muchos de nuestros competidores es que no vivimos escondidos detrás de nuestras pantallas. En DLTV preferimos subirnos a un avión o un coche y visitar personalmente las empresas de las que somos accionistas. Si regresamos a casa con las suelas gastadas, eso significa que estamos haciendo un buen trabajo.

Recientemente, en septiembre, asistimos al *Lab Tour Day* de Azelis, una empresa especializada en la formulación, innovación y distribución de productos químicos especializados e ingredientes para alimentos. Sobre nuestra tesis de inversión en Azelis hablamos en detalle en la carta del tercer trimestre de 2023 ([enlace a la carta 3Q 23](#)).

Después de este *Lab Tour*, donde pasamos 24 horas junto a varios miembros del equipo directivo de Azelis, incluidos el CEO y el CFO, nuestra confianza en el equipo humano de la empresa se ha fortalecido. Creemos firmemente que el equipo de Azelis es sólido y que probablemente se mantendrá cohesionado y estable durante muchos años.

También reafirmamos nuestra convicción de que la industria de productos químicos especializados e ingredientes para alimentos tiene un crecimiento superior al del PIB mundial, y que la tendencia hacia la externalización en este sector sigue ganando impulso.

Por último, cabe destacar que tanto Azelis como IMCD, su más directo competidor, están posicionadas para ser las ganadoras de esta industria en expansión, capturando una mayor cuota de mercado tanto de forma orgánica como inorgánica. En cuanto al desempeño del negocio, tras 9-12 meses de crecimientos orgánicos negativos se observa un retorno a crecimientos positivos.

Por ende, a largo plazo no vemos ninguna razón por la cual Azelis no pueda aumentar su flujo de caja por acción por encima del 10% anual en los próximos 10 años. Estamos muy ilusionados y confiados en que Azelis será un compañero de viaje para DLTV durante muchos años.

Primeros 30 meses de vida

Han pasado ya los primeros 30 meses de vida de DLTV Europe. Aunque el futuro es incierto y estoy seguro de que en las próximas décadas enfrentaremos recesiones importantes y caídas temporales significativas en los mercados que generarán temor en muchos, en DLTV seguimos mirando hacia adelante con optimismo. Creemos que el mundo seguirá tendiendo al crecimiento y que las bolsas continuarán subiendo a largo plazo, tal como ha sucedido a lo largo de la historia. Habrá momentos de optimismo extremo y épocas de pánico, pero en DLTV mantendremos nuestra hoja de ruta: si identificamos buenos negocios, crecientes, recurrentes, con equipos gestores alineados, y evitamos sobre pagar por ellos, los resultados a largo plazo serán positivos.

Los ejemplos de Intercos y Azelis reflejan que contamos con excelentes compañeros de viaje a largo plazo.

Como siempre, queremos expresar nuestro más sincero agradecimiento por la confianza fuerte y creciente de todos nuestros co-inversores.

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

Un fuerte abrazo, eeee



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com



Lab Tour Day de Azelis en Estambul, Turquía

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 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.