

Q4 2023 DLTV Europe

23 de Enero, 2024
Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

La Paciencia es una Virtud

En la era de la información instantánea, cada vez más actores en el mercado financiero carecen de visión de largo plazo y paciencia. Estas carencias del mercado en general, las estamos intentando aprovechar a nuestro favor en DLTV.

El trabajo de invertir a largo plazo es muy complejo y requiere mucha perseverancia.

Situación Actual

Desde finales de octubre del 2023, la situación de los mercados mundiales ha pasado del negativismo al optimismo. La principal razón es que las inflaciones en Europa y Estados Unidos se siguen relajando y los inversores empiezan a descontar fuertes bajadas de tipos de interés durante el año 2024. Sin embargo, no hay que dejarse llevar ni por la euforia ni por el pesimismo. En Europa el crecimiento económico es débil y en Estados Unidos, aunque el crecimiento ha resistido mejor de lo esperado, habrá que ver como transcurre el 2024.

En DLTV no dedicamos demasiado tiempo a la macro, ya que lo realmente importante para nosotros es dedicar tiempo y esfuerzo a nuestras empresas.

Comportamiento de DLTV Europe

Durante este 2023, DLTV Europe ha subido un +17.75 % vs un +15.80% del Stoxx 600 (nr) y un +12.73% 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 2023, DLTV Europe ha subido un +9.49 % vs el +12.16% del Stoxx 600 (nr) y el -2.14% del MSCI Europe Small Cap (nr).

Simplemente reseñar que nos alegra que el mercado haya empezado a reflejar la valoración intrínseca y la creación de valor de nuestras empresas.



DEEP LONG-TERM VIEW

Cartera de DLTV Europe

La cartera de DLTV Europe actualmente está compuesta por 48 empresas. Las 17 principales posiciones pesan el 60.3% del fondo. La liquidez actual del fondo está cerca del 1.3%. La posición total en Renta Variable es del 98.70%.

Durante este cuarto trimestre, hemos seguido implementado pequeños cambios que en nuestra opinión mejoran la calidad de la cartera, además de aumentar el potencial de revalorización. Los movimientos principales han sido la venta del total de nuestras posiciones en Tullow 2025, Danieli y Adobe. Hemos abierto dos nuevas posiciones en Diageo y en Redox, y aumentado peso en Ecoener, Befesa, Azelis y Arima. Finalmente, hemos reducido nuestra posición en SAP, Tubacex y Spotify.

Aunque los mercados en general, y DLTV Europe en especial, hayan tenido un buen final de año 2023, estamos encontrando multitud de buenas oportunidades de inversión, donde el mercado en la mayor parte de las veces es miope, nervioso y cortoplacista.

Arima Real Estate

Arima es una inmobiliaria española especializada en la creación y transformación de edificios de oficinas y naves logísticas, en activos generadores de rentas estables y crecientes. Esta Socimi está centrada en Madrid, aunque no descarta comprar algún activo en Barcelona.

El equipo gestor liderado por Luis López de Herrera-Oria, goza de todo nuestro respeto y confianza. Su último proyecto empresarial, fue Axiare Real Estate, por el que Inmobiliaria Colonial acabó lanzando una OPA, produciendo magníficas rentabilidades para los inversores que le apoyaron a él y a su equipo. Desde mediados del 2014 (IPO) hasta finales del 2017 (OPA), los inversores que acompañaron a Luis y a su equipo ganaron un 87% (TIR 19.6%). Esta rentabilidad vino creada por 3 factores: un mercado inmobiliario que acompañaba con tipos de interés a la baja, un magnífico trabajo del equipo de Axiare en la compra y transformación de los activos inmobiliarios y, por último, una defensa a ultranza de la OPA de Colonial por parte del equipo directivo que acabó forzando a Colonial pagar el 20.8% de prima sobre el último NAV. Este último punto refuerza la honradez y la alineación de intereses del equipo. Este último punto parece lo normal, pero por desgracia en el mundo empresarial y en el sector inmobiliario cotizado no siempre es la norma general.

Arima sale a bolsa a finales del año 2018 a 10 euros por acción levantando 100m eur. Dos sucesivas ampliaciones de capital en 2019: una a 10 euros por acción que suponen 40 millones, y otra a 10.40 euros por acción que equivalen a 150 millones más. En total 290 millones que le da una potencia de inversión de entre 550-600 millones aproximadamente.

Desde la salida a bolsa hasta la actualidad Arima ha comprado nueve proyectos de oficinas y una nave logística en frío. La tesis de inversión de las adquisiciones es variada. Procederé a dar unos ejemplos sobre las tesis de compra:

- a. Compra de un conjunto de edificios en los cuales se invierte un capex importante y creas un gran producto cambiando el uso,
- b. Compra de un conjunto de plantas de oficinas las cuales requieren inversión. Se compran con la idea de comprar el resto del edificio o vender tus plantas con una buena prima al resto de los propietarios,
- c. Comprar un solar para promover un edificio de oficinas con los mejores estándares,
- d. Comprar un edificio con necesidad de capex, el inquilino cesa, y por lo tanto se compra a mejor precio porque no esté alquilado. Se invierte el capex necesario para atraer inquilinos de primer nivel,
- e. Acudir a una subasta del último activo de un concurso de acreedores que se queda desierta debido a la crisis bancaria en EEUU (Silicon Valley Bank, etc.), sabiendo que el edificio está un -40-50% infra arrendado. El resultado es comprar a un -40-50% de valoración de las transacciones en la misma zona.

En el párrafo anterior damos un conjunto de ejemplos de cómo añade valor Arima. Esta Socimi, no es el típico inversor que sólo busca rentas y está a merced de la dirección del mercado inmobiliario. Son stock-pickers de proyectos inmobiliarios, que con su gran conocimiento crean producto que acaban vendiendo a inversores financieros/family offices que sólo buscan rentas y no tienen ni el conocimiento ni la ambición de tener riesgo de ejecución.

También hay que mencionar que, debido a la actual regulación y a la falta de inversión, la oferta y la demanda de oficinas están balanceadas en Madrid. Además, el teletrabajo no afecta de la misma manera que en ciudades como Londres, Nueva York, Los Ángeles, etc., con lo cual, en DLTV vemos que el mercado de oficinas de Madrid es un buen mercado para crear producto de calidad.



DEEP LONG-TERM VIEW

Desde finales de 2018 hasta la actualidad Arima ha invertido cerca de 400m de euros en ciertos proyectos en los que ha ido creando valor. Recientemente ha vendido uno de sus proyectos donde le ha conseguido alrededor de un 26% en 5 años (rentabilidad sin apalancar). El Net Asset Value por acción ha pasado de los 10 euros de la salida a bolsa a los 11.91 euros actuales. En cambio, el precio por acción en bolsa ha ido cayendo desde el máximo que tocó en febrero del 2020 en 12.20 euros, hasta la cotización actual de 6.50 euros, aproximadamente un -46.7%.

¿Cuáles son las razones que descuenta el mercado para que la acción caiga como una piedra en el estanque? En 2020 fue el covid, luego la disrupción del teletrabajo en las oficinas, la incertidumbre por la invasión rusa a Ucrania, más adelante las subidas de los tipos de interés, y finalmente que si Arima está muy apalancada (el LTV cuando termine el capex pendiente será del 25%).

Sin embargo, la realidad es que Arima ha ido ejecutando poco a poco sus proyectos y ya ha cristalizado la primera desinversión. Actualmente tiene cerca de 100 millones de firepower para seguir comprando proyectos y edificios que tengan sentido.

Una vez todos los proyectos estén finalizados y alquilados, el perímetro actual tendrá alrededor de 22 millones de rentas que se traducirá en un FFO de algo más de 0.40 euros por acción. Si el conjunto de los edificios se tasasen a un cap rate del 4.75% (no nos parece nada descabellado), el NAV de Arima sin contar el FFO que se va a ir generando sería de alrededor de 13.3 euros por acción.

Para finalizar creemos que cómo la capitalización bursátil de Arima son 170 millones de euros, nos da la sensación en DLTV que nadamos solos. Cada vez hay menos inversores que inviertan en empresas de esta capitalización bursátil. En 3-4 años, esperamos que la acción cotice a un mínimo de 10 euros por acción. Creo que somos conservadores ya que eso es un buen descuento respecto al NAV. Desde los niveles actuales nos daría un potencial de un 53%. Si el mercado sigue siendo ineficiente, seguiremos aumentando nuestra posición en esta empresa. Dicho de una manera más sencilla; en 6.5 euros por acción tenemos un 1.2% del fondo, pero si el mercado siguiese siendo ineficiente y Arima bajase un -20-25% adicional, es muy probable que siguiésemos comprando con intensidad, ya que nuestro potencial conservador subiría a más de un 100%. Todo nuestro apoyo y admiración al gran equipo gestor de Arima.

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.

2024

Veintidós meses más tarde del lanzamiento de DLTV Europe, ya tenemos 13.12m eur. de activos bajo gestión (cierre del año 2023). Simplemente queríamos agradecer el apoyo constante y creciente.

Miramos al futuro con optimismo y con decisión, y os prometemos dejarnos el alma trabajando duro, analizando y visitando nuestras empresas allá donde estén.

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

Un fuerte abrazo,



Beltrán Palazuelo Barroso

Fund Manager

beltranpb@dltveurope.com



Visita a la planta de Palfinger en Salzburgo, Austria