

DIP Value Catalyst Equity 2022 Q1

a&g

11 de abril de 2022

Estimados partícipes,

El primer trimestre de 2022 no ha sido un periodo fácil. Realmente casi nunca lo es, pero en este comienzo de año estamos viviendo un periodo inquietante y convulso, que por desgracia tiene pinta de no haber hecho más que comenzar

En nuestra anterior carta enumerábamos algunas fuentes de incertidumbre. Al menos 5 de ellas han incrementado su impacto durante este último trimestre: inflación; comienzo del ajuste en política monetaria; confinamientos por el Covid - sobre todo en China, que es motor de crecimiento global; la continuación de los problemas en las cadenas de suministro; y por supuesto, la escalada del conflicto Rusia/Ucrania-OTAN-USA.

En nuestro trimestral inicial ya dedicamos algo de tiempo a explicar nuestra filosofía y nuestro proceso de inversión. Por lo tanto, en esta ocasión vamos directamente al grano de la rentabilidad del fondo y de algunas de nuestras inversiones más señaladas durante estos tres meses.

Inversiones y rentabilidad

Nuestro fondo ha conseguido capear el temporal bastante bien hasta ahora. Pero no cantamos victoria aún ni mucho menos. El mérito realmente hay que dárselo a los equipos gestores de nuestras participadas, que han mantenido la excelencia en la ejecución de sus negocios y sus proyectos. Es éste un punto importante en nuestra opinión, que hace que ahora, más que nunca, sea crucial la selección activa de compañías y de equipos gestores, más allá de la gestión pasiva, que sí podría ser una herramienta útil en épocas menos comprometidas.

El fondo DIP Value Catalyst Equity ha conseguido una rentabilidad del +6,14% en el trimestre (desde el 01/01/22 hasta el 31/03/22), neta de gastos y comisiones. La mayoría de la rentabilidad se debe a nuestras inversiones en el sector de energía - tanto empresas productoras, de barcos petroleros, así como empresas industriales y de gas natural licuado - con las que hemos conseguido un +56,8%. También hemos logrado buenas rentabilidades en el sector de materiales (fertilizante y cobre), y en una empresa generadora eléctrica renovable. Al mismo tiempo, otras inversiones han tenido un comportamiento negativo. A pesar de la buena ejecución operativa en todos los casos, el mercado a menudo se comporta de manera poco racional en el corto plazo, como así ha sido con algunas inversiones del fondo en tecnología y comunicaciones, y algunas otras de sectores industriales.

La construcción equilibrada de nuestra cartera, que nos ayuda a gestionar el riesgo, ha cumplido bien su misión.

Puede que no siempre sea así en periodos de tiempo cortos, pero a largo plazo la gestión del riesgo ordenada es lo que suele marcar la diferencia entre los mejores y los demás, y por eso es tan algo crítico para nosotros.

A nivel de contribución a la rentabilidad, entre las mejores inversiones este trimestre hay que destacar dos: Kosmos y Golar, que además trabajan juntos en un proyecto común, Tortue. Entre las peores, intentaremos explicar a lo que se enfrentan Gestamp y S.O.I.T.E.C.

Golar y Kosmos son dos compañías que seguimos muy de cerca desde hace unos cuantos años, y donde los catalizadores, que estructuran nuestro proceso de inversión, ayudan a que el mercado reconozca la enorme creación de valor que están llevando a cabo sus equipos gestores.

En el caso de Golar, continúan progresando en la simplificación de su estructura corporativa, vendiendo y separando diversos negocios, lo cual además contribuye a fortalecer enormemente el balance (incluida la refinanciación de su bono convertible del 2022 a finales del año pasado, y más recientemente el spin off de sus barcos metaneros, algo que llevan persiguiendo varios años, pero que, por diversas circunstancias de mercado, se les había resistido). Con esto, lo que va quedando es una estructura más y más sencilla, y con una enorme visibilidad sobre el crecimiento de su ebitda para los próximos años. Adicionalmente, algo que a nosotros siempre nos atrae, es la capacidad de los fundadores y gestores de Golar de crear “convexidad positiva”, o sea, opcionalidad. El ejemplo más reciente, pero que a muchos que no sigan la compañía tan de cerca se les pudo escapar, son los contratos de licuefacción que incluyen pagos extra, indexados al precio del petróleo y del gas en Europa. Algo que pocos tenían en cuenta hace pocos trimestres, de repente es capaz de generar ingentes cantidades de beneficios para la compañía y para nosotros, sus accionistas.

En el caso de Kosmos, por un lado, se benefician enormemente de los sólidos precios del petróleo en la actualidad. Tras demostrar su enorme flexibilidad operativa durante el Covid, ajustando costes e inversión, la compañía ahora puede cosechar el fruto de su esfuerzo gracias a sus bajos costes de producción (que es además mucho más limpia que la media global, en términos de emisiones de CO2). Por otro lado, Kosmos, junto a su socio BP, sigue avanzando en la construcción de lo que será uno de los mejores y más baratos

yacimientos de gas natural licuado en el mundo, Tortue Fase 1. En 2023 comenzará la producción, y con ello aumentará el ebitda y bajarán las necesidades de inversión.

Éste es otro equipo gestor fuertemente enfocado a crear valor para la compañía y para nosotros, sus propietarios. Y por ello son capaces de reaccionar con creatividad cuando se presentan oportunidades interesantes, como hicieron con su activo de Guinea Ecuatorial (comprado a Hess en 2017, con payback de menos de dos años), o con Deep Gulf Energy (comprado en 2018 a First Reserve en el Golfo de México a c. 3.4x EV/ebitda). En 2020 vendieron sus activos de exploración más especulativos a Shell. Y de nuevo, en 2021, vieron la oportunidad y aumentaron la participación en sus activos actuales de Ghana aprovechando la salida de Occidental, y pagando tal vez 1/3 del valor intrínseco. Para seguir creando valor, en los próximos trimestres es más que probable que Kosmos anuncie una fase adicional para Tortue, así como la posible monetización de alguno de los otros campos de gas de la zona. No en vano, y como consecuencia del conflicto Rusia/Ucrania, el mundo (y los operadores petrolíferos que abandonan Rusia) va a necesitar yacimientos de gas como los de Kosmos, algo nada fácil de replicar.

En ambos casos, tanto Golar como Kosmos, el potencial de rentabilidad sigue siendo muy significativo, por lo que mantenemos nuestras posiciones a pesar de las fuertes rentabilidades acumuladas.

Por otro lado, Gestamp y S.O.I.T.E.C. son las participadas que más rentabilidad han detraído este trimestre.

Gestamp ha ejecutado de manera excepcional durante los últimos dos años, probablemente los más complicados de las últimas décadas. No sólo fue capaz de generar liquidez extraordinaria en 2020, durante el Covid, sino que en 2021 superó sus objetivos de crecimiento, márgenes y generación de caja. En su presentación de resultados anuales los números no dejaban lugar a dudas, y todo ello a pesar de la multitud de contratiempos a nivel global, que obligaron a funcionar con las plantas en on/off durante gran parte del año, con la complejidad que ello

comporta a nivel operativo. Y aún peor, con unos volúmenes de mercado de 77 millones de coches a nivel global comparado con los 84MM que se esperaba para el año o los 89MM del 2019, lo cual dificulta enormemente la eficiencia de costes. Con todo, Gestamp consiguió cumplir con su objetivo de mejora de márgenes, que ya superan los del 2019. La progresión de la compañía continúa cada vez con más fuerza y con menos riesgo, incluyendo su aportación a la fabricación de coches eléctricos, que le beneficiará - no así a muchos otros en su industria. En breve reanudarán el pago de dividendo, y a la vez siguen cosechando beneficios adicionales y reduciendo niveles de deuda gracias a la maduración de las plantas nuevas de los últimos años. Al mercado todo esto parece que no le haya interesado demasiado a corto plazo, y haya preferido especular y vender por motivaciones macroeconómicas, geopolíticas, técnicas, o de alguna otra índole. Sin embargo, el mercado, que acabará siendo eficiente pero que ahora está siendo lento, se pierde que el ebitda de la compañía volverá a crecer en 2022. Y tal vez más importante aún, se pierde que vale mucho la pena continuar el viaje con un equipo gestor como éste, que no sólo ha demostrado su calidad en los últimos años, sino que a lo largo del próximo ciclo fortalecerán aún más la propuesta de valor para sus clientes y para nosotros, sus accionistas, a medida que otros competidores menos resistentes cedan terreno - convexidad, opcionalidad positiva una vez más. La conclusión para nosotros es sencilla - seguimos muy tranquilos con nuestra participación en Gestamp. Y nos parece que a menos de 4x veces EV/ebitda, Gestamp sigue siendo una inversión muy prometedora.

S.O.I.T.E.C, otra participada que ha sufrido este trimestre, asustó al mercado en enero cuando anunció de manera inesperada el cambio de su director general - la caída en el día llegó a ser del 17%. En ese momento también nosotros cuestionamos qué estaba pasando, y si podría ser éste nuestro primer error de inversión para el fondo. No en vano el CEO saliente, Paul Boudre, ha sido el artífice de la exitosa estrategia que ha transformado S.O.I.T.E.C. durante los últimos 7 años. Sin embargo, la compañía reaccionó con celeridad, explicando mejor su decisión al mercado y reafirmando su estrategia. Nosotros mismos participamos en alguna de las llamadas de la

compañía, y las conclusiones fueron muy tranquilizadoras. Primero, el presidente Eric Maurice pidió perdón en nombre de la empresa y en el suyo propio por los errores en la comunicación del cambio – un signo de humildad que no hay que infravalorar. Además, se preocupó de recordar que Paul ya había señalado su intención de retirarse – era un secreto a voces; y explicó cómo fue el proceso de selección del sustituto. Tal vez la mayor preocupación del mercado, y la nuestra, era el perfil inesperado del nuevo CEO, que no viene directamente de la industria de semiconductores, pero sobre eso también dieron explicaciones. Finalmente, tanto Eric como Paul confirmaron que la estrategia de la compañía se mantiene en marcha y enfocada a terminar de ejecutar lo que llevan tantos años preparando. Desde entonces la compañía anunció sus resultados trimestrales que fueron sólidos, confirmó sus planes e incluso dio más visibilidad para sus proyectos de SiC (Silicon Carbide). Si ejecutan como nos tienen acostumbrados, podrían añadir gran valor adicional a la compañía. Desde entonces, y tras dejar asentar un poco el polvo, y sobre todo por el anuncio de sus progresos en SiC, recientemente decidimos invertir algo más en S.O.I.T.E.C., que ofrece un punto de entrada más favorable frente a unas perspectivas mejoradas.

De cara a los próximos trimestres, pensamos que el fondo DIP Value Catalyst Equity sigue ofreciendo grandes oportunidades de inversión a través de sus participadas.

El potencial de beneficios para nuestra cartera agregada sigue siendo realmente interesante, con un crecimiento de ebitda y de beneficios esperado de más del 50% y del 80% respectivamente respecto al año pasado, según el consenso del mercado. Nosotros aspiramos a esto sin sacrificar el control del riesgo, con una cartera diversificada de compañías con niveles de deuda muy contenidos, de 1,2x deuda neta/ebitda y valoraciones muy atractivas de 5,5x EV/ebitda o PER 12x en términos agregados. Aunque la cartera no ha cambiado casi desde el lanzamiento del fondo, sí que hemos podido aprovechar algunas de las recientes caídas para ajustar los pesos de manera favorable. Para nosotros no es suficiente que una compañía caiga y sea más barata para invertir – pero cuando seguimos algo que nos gusta y el mercado nos da

una oportunidad, no dudamos en aprovecharla. Y justo eso hemos hecho por ejemplo con algunas tecnológicas y recientemente también un poco en China.

Entrada de inversiones

Durante este trimestre hemos hecho dos inversiones adicionales, ASML y Odfjell Drilling, por motivos que combinan aspectos técnicos de mercado y fundamentales.

ASML es una compañía que conocemos muy bien – tiene el monopolio de equipos litográficos para la industria de semiconductores - Samsung Electronics, Taiwan Semiconductors, Intel, Hynix, Micron, etc, son sus clientes. La seguimos desde hace muchos años, hablamos con ellos de vez en cuando, e incluso visitamos su planta en Veldhoven en 2015 cuando lograron que sus herramientas litográficas de EUV (extreme ultra violet) por fin alcanzaran sus objetivos de productividad. ASML es a las inversiones lo que un Bentley sería a un coche. Su valoración nunca será una ganga...y si algún día lo fuera es que algo dejó de funcionar. Precisamente en 2014/15 se enfrentaron al gran desafío de crear EUV por primera vez para que la industria de semiconductores pudiera seguir avanzando. Cuando lo lograron pudimos invertir a EUR80/acción...pero claramente eran otros tiempos. Este último trimestre, por movimientos de mercado que vendió todo tipo de compañías mezclando el miedo a las subidas de tipos, con la rotación de estilos value/growth y la toma de beneficios en los ganadores, el mercado nos dio la oportunidad de volver a invertir en ASML. El riesgo al que se enfrentan hoy es tal vez cortoplacista y tiene que ver con el crecimiento global. A nivel tecnológico, sin embargo, tienen un futuro muy prometedor con niveles de demanda más sólidos y visibles que nunca. Si pueden construir sus equipos, los venderán, y ya trabajan en la siguiente generación que extenderá su visibilidad más allá del 2025. ASML no contribuye tanto potencial a nuestra cartera como otras participadas, pero aporta otros atributos que ayudan a equilibrarla.

Es un compounder. El largo plazo también tiene que ver con entender la dirección del viaje de algunos negocios y las barreras competitivas que hacen que podamos ir de su mano.

Odfjell Drilling es un gran operador de perforadores petrolíferos flotantes, con cualificación para operar en el más exigente de los entornos – el Mar del Norte de Noruega. Este no es un negocio fácil, y los últimos años finalmente llevaron a la quiebra de muchos operadores. Durante los buenos tiempos se encargaron muchos perforadores, con mucha deuda, y cuando los malos tiempos se alargaron más y más, desde 2015, la situación se tornó crítica. Finalmente, el 2020 con el Covid fue la gota que colmó el vaso, y primero Diamond Offshore, seguido de Valaris, Seadrill, Pacific Drilling... fueron cayendo. Nosotros nos “quemamos los dedos” con Valaris, donde el binomio rentabilidad riesgo era especialmente atractivo, y que se antojaba suficientemente sólido, por su capacidad de hipotecar activos como para sobrevivir casi todo. Conseguimos limitar las pérdidas, pero en cualquier caso lo estudiado sobre el sector, así como el error de cálculo ante el Covid y la lección aprendida no cayeron en saco roto. La recuperación del sector que se truncó en 2020 vuelve a reiniciarse con fuerza, impulsado por lo ajustado de la oferta/demanda de petróleo, y como ya se ve en las tasas de alquiler diario para aquellos operadores y activos de alta calidad, entre ellos Odfjell. Sólo hace falta que se reactive parcialmente la inversión global para la producción de petróleo y gas, para que, con unas tasas razonables, Odfjell, que nunca ha dejado de ganar dinero gracias a su posición de mercado en el nicho de Noruega, llame mucho la atención de todo tipo de inversores, incluidos otros competidores en el mercado. Hemos empezado con una posición de inicial, e iremos ajustando el peso en relación con el resto de la cartera según evolucionen las variables fundamentales y el precio.

Salida de Inversiones

Este trimestre finalmente desinvertimos completamente de una de nuestras participadas, Israel Chemicals - ICL. Aun así, mantendremos nuestro seguimiento ya que reúne bajo un mismo techo algunos buenos negocios y un gran equipo directivo. La decisión de desinversión tuvo que ver sobre todo con su valoración, aunque también con el riesgo. En términos de valoración, tras una subida de casi un 50% desde nuestra inversión inicial, en este caso el potencial quedaba bastante mermado, y en gran medida dependiente de escenarios binarios respecto al precio del fertilizante de potasio, que aporta una gran parte del ebitda de la compañía. El potasio es un fertilizante crítico para la mejora de los rendimientos agrícolas, y no tenemos dudas sobre la demanda estructural. Por otro lado, el conflicto de Rusia/Ucrania ha puesto en peligro entorno al 20% del volumen global, con su consecuente impacto al alza en el precio. El problema que encontramos es que, a diferencia de otros fertilizantes, la aplicación de potasio se puede suspender durante un par de años. Esto facilita que se produzca destrucción de demanda a corto, un riesgo real en más de un ámbito estos días, y que sería un riesgo relativo para ICL. Y es relativo a nuestro entender, pues tenemos en cartera otras compañías mejor protegidas, que ofrecen dinámicas estructurales igualmente sólidas, así como más margen de seguridad en sus valoraciones.

Liquidez

Continuamos manteniendo algo de exceso de liquidez en el fondo. Esto se debe por un lado a la maduración de algunas de nuestras participadas, para las que esperamos que vayan encajando sus hitos operativos. También se debe a las entradas de dinero en el fondo – aunque aún somos pequeños, intentamos invertir con cuidado. Finalmente, y aunque ya está casi logrado, la apertura de las cuentas directas en algunos mercados asiáticos aún no ha finalizado; esperamos que ya sea cuestión de pocos días/semanas. En cualquier caso, estamos tranquilos ya que el ruidoso escenario de mercado actual puede ofrecernos oportunidades para las que este pequeño exceso de liquidez puede ser de gran utilidad.

Errores

Aunque durante un breve periodo nos asaltó la duda de si S.O.I.T.E.C. había sido nuestro primer error de inversión, finalmente nuestra conclusión es que no. Nuestro proceso de inversión nos protege, ya que habría sido otro tipo de error el salir huyendo sin hacer las preguntas adecuadas.

Por otro lado, nuestras nuevas entradas abren la posibilidad de más errores. En especial Odfjell nos impone respeto, por la experiencia vivida en su sector. Sin embargo, todo indica que vale la pena volver a poner a trabajar todo lo aprendido, en lo que se antoja como un incipiente, aunque disciplinado, ciclo de exploración e inversión petrolífera, de la mano de los que fueron capaces de ejecutar de manera impecable mientras la mayoría del sector no pudo mantenerse a flote. El peso inicial, parte de la gestión del riesgo, irá cambiando conforme evolucione el binomio fundamentales/precio.

La falta de errores por el momento no significa que todo esté perfecto – tal vez bajo la superficie algo se esté estropeando y sólo sea aparente con el paso

de algo más de tiempo. Precisamente por ello no cesamos en el seguimiento de nuestras participadas y sus negocios.

Macro

A nivel macro tal vez sea donde menos valor diferencial podamos aportar, no sólo por la dificultad de predecir tantas y tantas variables interrelacionadas, sino también por la cantidad de expertos, analistas, economistas, gobiernos, etc., dedicados a ello – ¿por qué sabríamos más que todos ellos?

La avalancha de información a veces es tal, que lo que pretendía informar y ayudar puede convertirse en ruido. Pero de alguna manera, tal vez por mera exposición, también nosotros nos formamos una opinión sobre algunos temas. Nuestro proceso mental tal vez sea menos científico, y algo más rudimentario que otros que nos llegan. Nosotros leemos muchos informes que caen en nuestras manos, pero al final siempre intentamos medir cómo puede impactar tal o cual variable macro en los ingresos, los gastos, la financiación, los impuestos, etc., de nuestras participadas. Con eso, a menudo nos asalta la duda de hasta qué punto la teoría tiene mucho/poco/nada que ver con la práctica, y cómo encajan los movimientos del mercado en todo ello.

Dos ejemplos que son noticia constante estos días son por un lado la inflación y por otro lado los tipos de interés.

La inflación se supone que es “siempre un fenómeno monetario” (Milton Friedman). Y desde luego, la expansión monetaria llevada a cabo por los bancos centrales globales desde el 2009 parecía garantizar un accidente en algún momento. Sin embargo, la práctica no terminaba de dar la razón a la teoría. Como tampoco ocurría en Japón, que nos llevaba 20 años de ventaja en lo mismo. Tal vez el fenómeno monetario era combustible, gasolina...y hacía falta una chispa. Y tal vez la chispa llegó con el Covid, no en forma de más estímulo, que también lo hubo, sino en forma del colapso de las cadenas de aprovisionamiento globales. Aún así, durante muchos meses se pudo

defender la transitoriedad de las subidas de precios – se esperaba que en cuanto se normalizaran las cadenas de suministro se volvería al régimen anterior. Sin embargo, poco a poco el problema inflacionario se fue enquistando. El principal problema tal vez sea la escasez energética, ya que TODO se basa en ello, desde los fertilizantes, hasta la fabricación de materiales, de equipos, el transporte de cualquier bien, etc.

Hasta hoy la mayoría de las compañías han conseguido defenderse. No en vano el trabajo de sus ejecutivos es adaptarse, para no morir. Pero en los próximos trimestres muchos tendrán que elegir entre i) subir sus precios, arriesgándose a destruir parte de la demanda, o ii) absorber las subidas de costes y sufrir caídas en sus márgenes. El riesgo para los beneficios es significativo en ambos casos.

Y la regla más importante en inversión es que las cotizaciones siguen a los beneficios. Sin embargo, en vista de los niveles de algunos índices, nadie diría que exista el más mínimo peligro. Por todo ello, ahora más que nunca, será importante invertir activamente en compañías que puedan adaptarse bien, y no sólo de manera pasiva en índices dominados por las que han ganado el certamen de popularidad de los últimos años.

En segundo lugar, respecto a las subidas de tipos, la narrativa actual es que la lucha contra la inflación, que es un fenómeno monetario, hace imprescindible múltiples subidas de tipos en 2022, 2023, e incluso 2024. Obviando el argumento de que ninguna subida de tipos arreglará las cadenas de suministros, y sin defender para nada que el dinero gratis de los últimos 13 años sea recomendable, a nosotros nos asalta la duda de hasta qué punto tales subidas de tipos son posibles.

Por ponerlo en contexto, para un consumidor que pague 2.000 euros al mes por su hipoteca, equivalente a una propiedad en torno a 700.000 EUR, una subida de 0,5% equivaldría a 142 EUR más de cuota al mes, o 1.700/al año. Tal subida seguramente tenga un impacto en la capacidad de consumo discrecional de muchas familias (ocio, viajes, etc.). Pero el impacto será inasumible para muchos porque esas mismas familias están lidiando desde hace algunos meses con las subidas

del precio de la energía, el gas y la gasolina/diésel. Para ese mismo hogar éstas y otras subidas ya han supuesto, anecdóticamente, incrementos de costes de 100-150EUR/mes en calefacción, 50-100EUR/mes en energía y tal vez 50-100EUR/mes en combustible. Es decir, otros casi 2.400-4.200 EUR al año de impacto al consumo discrecional, que también afectará a los beneficios empresariales.

Una solución parcial sería bajar los impuestos, pero por desgracia los gobiernos dirán que no se lo pueden permitir; han aumentado sus niveles de deuda hasta niveles impensables hace algunos años, y el peso del servicio de su deuda se haría insostenible, limitando su capacidad de maniobra en todo tipo de iniciativas populares y necesarias a nivel electoral.

Perversamente, en el mundo real, la subida de tipos podría aumentar la tensión al alza en los salarios. La presión en los particulares empieza a ser insoportable, y ya se ven disturbios en varios países, lo cual preocupará a los políticos que recordarán cómo la primavera árabe comenzó en parte por las subidas de precios en la alimentación en 2011. La solución no es nada fácil; y nos tememos que, de algún modo, suelen pagar justos por pecadores (como en Ucrania).

Nosotros, mientras observamos con todo nuestro interés cómo se resuelve tanta incertidumbre, seguiremos buscando compañías que nos protejan de la inflación, que siempre será la principal amenaza para los ahorros. Por suerte, con nuestro ámbito de actuación global y un proceso de inversión y de trabajo centrado en compañías individuales, que sepan adaptarse y aprovechar las oportunidades que se presenten, siempre ha habido, y seguirá habiendo buenas opciones.

Con esto nos despedimos hasta la próxima carta trimestral.

Agradeciendo una vez más el apoyo y la confianza,



Andrés Allende Rodríguez- Losada, CFA

Gestor del DIP Value Catalyst Equity

