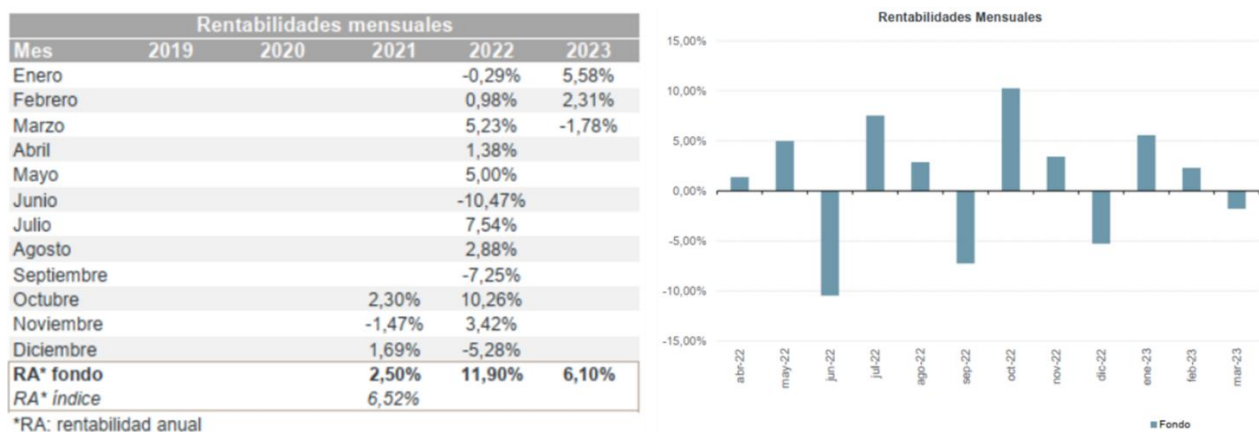


# DIP Value Catalyst Equity 1T 2023

a&g

Estimados,

El primer trimestre de 2023 da entrada a un año complejo. **La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, el DIP Value Catalyst, en este periodo ha sido del +6,1% neto de costes.**



Fuente: Bloomberg

El mercado durante el trimestre ha estado bastante afectado por movimientos técnicos de flujos de inversión. Muchos cerraron el año 2022 con un posicionamiento muy defensivo, y se vieron obligados a correr detrás del mercado a medida que éste subía, lo cual aceleró las subidas aún más. A continuación, llegaron caídas bastante pronunciadas, y una vez más, rebotes técnicos en diversas áreas. En definitiva, y aunque tanto la renta variable como la renta fija han conseguido retornos positivos en lo que va de año, se trata de un mercado convulso, donde algunos operadores aún no tienen las cosas claras. Afortunadamente **nuestra estrategia de inversión nos permite ocuparnos de temas mucho más concretos, como son los asuntos de nuestras participadas**, con la confianza de que quien cumpla sus planes operativos, gane más, quite deuda, invierta bien o pague dividendo, aspira a un gran futuro.

Algunos de los principales acontecimientos de estos tres meses tal vez merecen una mención especial. Varios han sido protagonistas de múltiples titulares, y por ello son bien conocidos por todos: la confirmación de la apertura de China cueste lo que cueste, tras sus cierres por covid; la explosión mediática de la inteligencia artificial y su manifestación en modelos masivos de procesamiento de lenguaje como ChatGPT/LaMDA/Ernie; la feria tecnológica anual Mobile World Congress en Barcelona; la evolución de la inflación y las políticas monetarias y en especial los tipos de interés en EEUU, Europa y algunos otros bancos centrales; y por supuesto, la quiebra de varios bancos en EE.UU. (Silicon Valley Bank, Signature Bank, Silvergate Bank) y Europa (Credit Suisse).

Algunos otros acontecimientos puede que hayan pasado más desapercibidos, por no figurar tan prominentemente – o por no figurar en absoluto – en casi ningún medio tradicional, a pesar de su posible relevancia potencial para los próximos años. Merece la pena señalar el reinicio de las relaciones diplomáticas entre Arabia Saudí e Irán, enemigos acérrimos que vuelven a hablar, con China como

mediador. También es muy relevante la propuesta de paz para Rusia-Ucrania, otra iniciativa de China que parece no haber sido mal recibida por los afectados. Además, varios países han dado pasos para reducir su dependencia del US dólar, de nuevo con China como protagonista. En los próximos años iremos viendo las ramificaciones de todo esto, que pueden ser significativas.

**El resumen es que, tras el drama del 2022, los acontecimientos siguen su curso. Seguramente 2023 vea el capítulo final del ciclo anterior, y el principio del siguiente. Los signos están ahí, se van “rompiendo cosas” ...**

...los eslabones más débiles, y bastantes de manera inesperada. Otros signos también están ya ahí, y dejan intuir la importancia cada vez mayor de la tecnología en tantos y tantos ámbitos en el próximo ciclo, o el nuevo equilibrio multipolar cada vez más fuerte que China y otros intentan impulsar.

El mercado no se presenta fácil. La inflación permanece tozudamente elevada. Los tipos aún están subiendo, lo cual actuará como freno económico. La incertidumbre aumenta. La recesión y la restricción financiera tendrán su impacto negativo en los beneficios empresariales. Y finalmente, las valoraciones no ofrecen una gran oportunidad, si se considera la perspectiva histórica de los índices en su conjunto, por culpa de unas pocas compañías que concentran un gran peso, y que aún mantienen múltiplos muy elevados. Para invertir a día de hoy, el mercado parece que exija casi un salto de fe. O tal vez no, y lo que hace falta realmente, más que nunca, es una gran cercanía a los proyectos empresariales concretos.

**Curiosamente, la oportunidad para la gestión activa sigue siendo en la actualidad, la mejor de la historia.**

# Inversiones y rentabilidad

En este primer trimestre de 2023 el fondo **DIP Value realizó una rentabilidad de +6,1%**, neta de gastos. Nuestras inversiones en tecnología fueron las principales contribuyentes a nuestro retorno positivo, seguidas de energía, materias primas y servicios de comunicaciones. Durante este trimestre prácticamente todos los sectores sumaron positivamente.

A nivel compañía, ST Microelectronics, Infineon y Maire Tecnimont han tirado con fuerza de nuestra cartera. Por otro lado, New Fortress Energy, Aker BP y EOG son las tres participadas que peor se han comportado.

ST Microelectronics, una de nuestras inversiones en semiconductores, ya tuvo un desempeño muy sólido en 2022 lo que ayuda a entender su buen comportamiento. No olvidemos que el mecanismo más básico en el mercado es que las cotizaciones a medio y largo plazo siguen con fidelidad el camino marcado por los beneficios y la generación de caja. ST Micro logró un aumento de ebitda en el año de +63%, gracias a su crecimiento de ventas del +26% e increíble expansión de márgenes. Además, y a pesar de encontrarse en su pico de inversión, la compañía generó un sólido flujo de caja positivo. Desde aquí las cosas mejoran y aceleran aún más – son beneficiarios directos, y dominan en muchas aplicaciones de semiconductores analógicos, incluidas diversas aplicaciones industriales y del coche eléctrico.

**A una valoración de menos de 7x EV/ebitda para un líder tecnológico global, ST Micro es un buen ejemplo de “Value en Tecnología” (o simplemente “inversión sensata”), en un negocio con sólidas barreras de entrada, que depende mucho más de su propia ejecución y de cambios estructurales a medio plazo que de variables macro representativas del ciclo económico en el corto.**

Infineon es un caso bastante parecido a ST Micro, ligeramente menos barata – aunque siempre ha sido así. De hecho, compiten en diversos productos. Su foco está aún más concentrado en el mercado de automoción e industrial, lo cual les otorga más visibilidad. Infineon también consiguió unos resultados extraordinarios en 2022. A pesar del ruido macro, el conflicto en Ucrania etc., consiguieron que su ebitda creciera un 55% frente al año anterior, con un crecimiento de ventas del 28%. De nuevo, las cotizaciones van en pos de los beneficios. Y una vez más, su futuro parece cada vez más prometedor – Infineon revisó al alza sus objetivos de ventas y de márgenes en mayo del 2022, en noviembre de 2022, en febrero de 2023, y otra vez más en marzo. Nos reunimos con ellos en el MWC de Barcelona en febrero para entender mejor algunos de sus proyectos – ¡tienen tantos y tan buenos! La compañía tiene tanta visibilidad que ha acometido el mayor plan de inversión de su historia, lo cual les ayudará a mantener su posición competitiva y comercial.

Maire Tecnimont, en un negocio totalmente distinto, también logró resultados sensacionales. Su ebitda en el 2022 aumentó un 21%, de nuevo a pesar del ruido macro, o el conflicto de Ucrania (que les afectó ligeramente y cancelaron su libro de órdenes en Rusia). Maire es una empresa de tecnología química, así como de ingeniería, y que podemos definir como experta desde hace décadas en las moléculas de carbono, oxígeno, nitrógeno e

hidrógeno. Son líderes globales en amoníaco (NH<sub>3</sub>), petroquímica y refinería (C+H..), reciclado de plásticos (C+H..), hidrógeno (H)... Ya se está beneficiando enormemente de la transición energética, mientras ayuda a nivel global a reciclar y a reducir el impacto en emisiones de industrias tradicionales pero necesarias y difíciles de sustituir. Su libro de órdenes de tecnologías “verdes” se multiplicó por 5 en 2022 – y con ellas ya consiguen un margen superior a su negocio tradicional. Su libro de órdenes total cubre sus ventas durante 2,5 años. El futuro parece sonreírles y por fin premia su dedicación y su I+D. Su reciente “*capital markets day*” da una idea de su visibilidad, su posicionamiento y sus ambiciosos planes. Como ellos mismos dicen – “se puede comprar Maire Tecnimont hoy, como crecimiento a precios de *value*”.

Entre nuestras compañías rezagadas – New Fortress Energy, Aker BP y EOG, todas ellas integrantes del complejo energético – se aprecia que el mercado castigó cualquier exposición al precio del petróleo o del gas.

**Parece que muchos apliquen una relación lineal entre el riesgo de recesión – que nosotros suscribimos – y el riesgo a que el precio del petróleo y el gas sufran caídas muy pronunciadas y sostenidas en el tiempo. Aquí es donde nosotros discrepamos...**

...en base a consideraciones históricas y a la situación actual de las respectivas ofertas y demandas. Adicionalmente, nuestra inversión en las tres no se debe únicamente a premisas binarias sobre el precio de sus productos – por supuesto que importan, pero no nos atrevemos a adivinar más que algunos niveles extremos de improbable ocurrencia. Nuestra confianza en sus casos de inversión se basa en planes operativos y de asignación de capital concretos para cada una. A falta de cambios materiales en estos últimos, nuestra convicción y nuestra inversión en las tres permanece inalterada.

De cara a los próximos trimestres (y años...), repetimos algo que ya hemos comentado en ocasiones anteriores. **Nuestro foco continúa en el día a día de cada participada.** Siempre son posibles ciertos vaivenes, por motivos cíclicos de negocio, o técnicos de flujos de inversión, que nosotros no somos capaces de esquivar. Pero cada vez que el mercado reacciona con violencia ante acontecimientos no específicos de nuestras compañías, si éstos no perjudican sus planes, nuestra visibilidad y nuestra confianza pueden incluso aumentar. Esta confianza proviene de haber comprobado a lo largo de tantos años que **el mercado realmente es un mecanismo bastante sencillo**, que refleja el desempeño operativo, los beneficios y la generación de caja, con gran fidelidad – aunque en ocasiones con retraso. **Siendo muy activa en la selección de proyectos, sin embargo, la rotación en el DIP Value Catalyst seguramente seguirá siendo baja, como lo ha sido hasta ahora.** Los proyectos de inversión que seleccionamos suelen tener un ciclo de vida operativo plurianual, y es la realización de dichos proyectos la que con más frecuencia nos lleva rotar el portfolio.

Según los números del consenso, **la valoración media del fondo a cierre del trimestre es de 5,2x EV/ebitda, 10x PER y 11,7x P/FCF**, esta vez en base al nuevo año 2023. El ligero cambio en los múltiplos de valoración respecto al cierre del trimestre anterior se debe principalmente al cambio de año en las estimaciones y la elevada base de comparación por resultados extraordinarios de algunas compañías en 2022, y al posible impacto del ciclo adverso o incluso la recesión a corto plazo en algunos negocios. Es importante señalar que nosotros sí que valoramos si una reducción anual se debe a algo típico y natural de un ciclo de negocio, pero dentro de una sólida hoja de ruta de progreso – más aún cuando nuestras participadas continúan generando beneficios y caja, quitando deuda y pagando dividendo. Casos así no nos preocupan.

En términos de deuda, seguimos teniendo una colección de compañías poco endeudadas a 0,8x ND/Ebitda, o incluso 0,5x ND/ebitda si tenemos

en cuenta el valor de diversos activos ocultos, a precios de mercado. Con todo ello **aspiramos a catalizadores concretos** que harán crecer nuestros resultados y esperamos que ayuden a cristalizar el valor y cerrar la distancia respecto al mercado, (MSCI World a 11,2x EV/ebitda y 16,7x PER, con deuda neta 1,6x ebitda; SP500 a 12,6x EV/ebitda y 18,8x PER con deuda neta 1,3x ebitda).

Para finalizar con una frase repetida del pasado también: **el potencial de cada inversión (fuerza bruta) no lo es todo en nuestra estrategia – la gestión ordenada del riesgo (maña) es algo clave también.**

## Entrada y salida de inversiones

No hay entradas ni salidas de inversiones que comentar durante este trimestre – la rotación de nuestra cartera sigue siendo muy baja, a la espera de que el progreso operativo de nuestras participadas marque el punto de salida. Como cambio más destacable cabe señalar la reducción de nuestra posición en DHT – compañía pura de petroleros VLCC – por su gran comportamiento (operativo y en rentabilidad a nuestra inversión). Esto supuso tan sólo un ligero cambio para la estructura de nuestra cartera, ya que destinamos los fondos de dicha salida a incrementar nuestra exposición a Hafnia e International Seaways – compañías de petroleros también, pero más enfocadas al transporte de producto refinado. Las dos últimas, además de ofrecer más descuento en sus valoraciones, permiten una inversión más pura en la disrupción estructural al comercio energético causado por el conflicto de Ucrania, que se suma al proceso de deslocalización de la industria de las refinerías en marcha, al menos, desde la última década.

## Liquidez

En el último cuarto **la liquidez se mantuvo a niveles del 9%**, sin apenas cambios respecto al anterior periodo. Seguimos trabajando para incorporar alguna oportunidad más a nuestro fondo, sin pausa, pero sin prisa – el tiempo juega a nuestro favor en los tiempos revueltos que corren. Además, y como siempre explicamos, este exceso de liquidez, producto sobrante del resto de inversiones individuales, nos ofrece gran opcionalidad para aprovechar oportunidades y cierta protección frente a posibles sorpresas negativas.

## Errores

En este primer trimestre de 2023 no hemos detectado ningún error en la cartera. El seguimiento trimestral y el contacto directo con nuestras participadas precisamente tiene como objetivo comprobar el progreso en los aciertos, y detectar los errores cuanto antes, para poder corregir y limitar su impacto al mínimo posible.

**No en vano ésta es una de nuestras grandes ventajas respecto a inversores de otras tipologías – la liquidez, que nos permite deshacer la inversión en cuanto sea conveniente.**

## Macro

Poco a poco los acontecimientos se van sucediendo, y progresamos hacia la resolución de los desafíos acumulados. Durante más de una década hemos ido “dejando para mañana” lo que se debía hacer en cada momento. Había que

normalizar las políticas monetarias, era conveniente reducir los déficits fiscales y la deuda cuando los buenos tiempos acompañaban, hacía falta invertir más en diversas industrias tradicionales, era necesario no distorsionar el mecanismo de destrucción creativa perpetuando empresas zombis o auspiciando excesos de valoración y “mal-inversión” en modas y modelos de negocio poco realistas, etc.

Si todos los excesos se corrigieran de verdad y a la vez, probablemente sería a costa de un shock económico y social comparable con los más dramáticos vividos en la Historia. Una alternativa menos amenazante y seguramente más realista – nuestro escenario central - es un ajuste parcial de algunos de los excesos, uno tras otro, y no todos a la vez. Ya hemos visto parte de este proceso – la corrección de gran parte de la burbuja, que se creó en ámbitos tecnológicos y de capital riesgo, o en los mercados de renta fija. Quedan unas cuantas más (*Private Equity* e inversiones ilíquidas, *real estate* comercial...). Y es posible que algunos aún logren pegar alguna patada más hacia adelante a sus problemas. Para otros, sin embargo, parece imposible prolongar el espejismo: **recesión e impacto sobre el consumo discrecional; inversión activa en vez de pasiva; precios de la energía e inversión necesaria**. Adicionalmente, ya hay casos en que justos están pagando por pecadores: **tecnología más allá de algunas burbujas**.

### **Recesión e impacto sobre el consumo discrecional**

Desde que el mundo emergió del covid, una doble amenaza se cernía sobre todos: la retirada de los estímulos fiscales y la de los monetarios. No en vano, si la razón de ser de ambos era superada, no habría motivo para mantener lo que podía tener consecuencias negativas inesperadas.

La consecuencia primera y más evidente fue la aceleración de la inflación – la demanda se mantuvo muy fuerte gracias a los estímulos, pero la oferta tuvo graves problemas para mantener las cadenas de aprovisionamiento en funcionamiento: Las redes logísticas quedaron congeladas por los confinamientos, y la falta de partes hasta de valor

muy reducido llegó a impactar la fabricación de todo tipo de productos. En esta situación, el equilibrio entre oferta y demanda se logró vía precios.

A su vez, los salarios se aceleraron por otra consecuencia secundaria inesperada – el estímulo fiscal de los cheques y subsidios por covid era más lucrativo que buscar trabajo para muchos (especialmente en EE.UU.). Así pues, la ocupación laboral bajó, a pesar de que la oferta de empleo no paraba de crecer. Para encontrar el equilibrio hizo falta más inflación, esta vez de salarios.

La inflación resultó no ser transitoria, y como ya sabemos, **la credibilidad de los bancos centrales quedó en entredicho**. Su siguiente paso era lógico y esperable – luchar por recuperar su credibilidad, subiendo tipos y activando el ajuste cuantitativo (*quantitative tightening*, o QT, opuesto al anterior QE o *quantitative easing*). Dicha subida de tipos en EE.UU., que es quien marca el paso a nivel global, comenzó en marzo de 2022. Y a día de hoy es la subida más rápida e intensa de las últimas décadas. Tal subida debe ser un freno a la actividad económica, que han replicado casi todos los países (no así China). Su freno llegará con retraso – lo que tardan en actualizarse los precios de las hipotecas, en renovarse los préstamos a PYMEs, etc. El mercado va por delante, y la renta fija lo reflejó más rápido – de ahí las pérdidas históricas de 2022. La Bolsa también intentó descontar ese futuro, y el año pasado fue muy complicado.

Cuando el freno a la economía va llegando, más impactos inesperados comienzan a aflorar – se van rompiendo cosas, que proliferaron porque el dinero era casi gratis. Ya comentamos algunas en nuestra anterior carta. La última sorpresa ha sido Silicon Valley Bank, que cae por las pérdidas que provocan las subidas de tipos en sus inversiones “en el activo más seguro”, los bonos del tesoro americano – ¡quién lo hubiera dicho! Con SVB se puso en marcha la bola de nieve que arrolló a varios bancos, incluido Credit Suisse.

La recesión no para de sumar papeletas: gasto extra tal vez de EUR5.000 al año por familia en gas

+ electricidad + gasolina + hipoteca, que se detraerá de otros gastos discrecionales, ralentización de la inversión empresarial, mercado inmobiliario congelado, despidos y aumento del desempleo que acabará impactando... A todo esto, hay que sumarle ahora el ajuste aún más intenso de los préstamos por los bancos, que intentan proteger su posición de liquidez y evitar un final como el de Credit Suisse y ciertos bancos regionales americanos. Y así se intensificará aún más la reducción de la inversión, el desempleo, etc.

**Para muestra un botón – los bancos de tamaño mediano/pequeño en EE.UU. concentran el 45% del préstamo al consumo, el 50% del préstamo comercial e industrial, el 60% del préstamo hipotecario residencial y el 80% del préstamo hipotecario comercial – tal vez la próxima pieza en caer.**

En definitiva, estos bancos son muy relevantes para el tejido industrial del país. La **recesión parece casi asegurada...** lo dice el sentido común y los indicadores que han funcionado históricamente.

**Sin embargo, esto no tiene por qué ser una tragedia para el inversor. Es parte del ciclo económico normal – lo anormal era su falta por la interferencia política.**

De ahora en adelante el mercado exigirá retornos más jugosos para cualquier proyecto, lo cual beneficia a los ahorradores. Muchas compañías saldrán reforzadas mientras algunas otras pagarán caros sus excesos. Será importante acertar y evitar vulnerabilidades de balance (exceso de deuda), de negocio (demanda elástica, competencia desordenada...) y por supuesto, de gestión. Además, con todo lo que se va rompiendo – por

sorpesa y esperado – el final de las subidas de tipos y puede que algunas bajadas (credibilidad una vez más) estén a la vuelta de la esquina. El mercado tiende a reflejar lo que viene a continuación. Y **si la recesión y el miedo en el mercado ya son el consenso, entonces la apuesta acertada será lo contrario.**

#### **Inversión activa en vez de pasiva. Y bancos.**

Relacionado con el punto anterior, es imperativo detenerse en la oportunidad que se presenta para la inversión activa – seguramente la mejor en toda su historia.

Durante los últimos años, coincidente con la disponibilidad casi ilimitada y gratuita de liquidez, los vehículos de inversión pasiva (que compran participaciones en todas las empresas cotizadas en proporción a su peso en los índices que replican, de manera pasiva, sin filtrar por calidad, valoración o cualquier otro criterio) proliferaron desde el 15% en el año 2008 hasta alcanzar una importancia del volumen invertido de entorno al 35% en 2022, según estimaciones de MAN Group. La importancia es aún mayor si se ajusta por todos los fondos que apenas se distancian de su *benchmark*.

Lo anterior llevó a que las compañías populares, y que más subían, capturasen cada vez más flujos de entrada y se encarecieran aún más, a costa de otras menos populares que quedaban cada vez más excluidas del radar de dichos inversores pasivos. Esto ha dado lugar a divergencias extremas de valoración para compañías en todo tipo de sectores y negocios, como demuestran Cliff Asness de AQR o Rob Arnott de Research Affiliates. No hace falta invertir sólo en bancos, materias primas o energía para encontrar valor – la divergencia es extrema en prácticamente todos los sectores, y se repite en diversas regiones, por tamaños de compañía, etc.

Por lo tanto, nos encontramos ante el mejor caldo de cultivo para invertir de manera activa de la historia (y el peor para invertir pasivamente). Para nosotros esto es ideal y nos permite construir una



cartera equilibrada, donde sin tener que apostar y acertar a nivel macro, podemos encontrar grandes oportunidades en negocios que se diversifican mutuamente. Si los tipos suben o bajan, o si la inflación se atenúa, o si el dólar se debilita, tendremos una posición más equilibrada y no binaria. Por ejemplo, ante bajadas de tipos, tal vez la tecnología se mueva al revés que la energía como sector. Así, nuestra construcción de cartera nos protege del mercado, mientras esperamos que cada inversión individual cumpla con su parte operativa.

Un caso particular son los bancos, especialmente a tenor de los últimos acontecimientos. Respondiendo a una pregunta frecuente, nosotros no somos para nada contrarios a la inversión en bancos – de hecho, se trata de un negocio que conocemos bien y en el que hemos obtenido muy buenos resultados en el pasado. Sin embargo, y como en otros muchos negocios, solemos involucrarnos en base a variables operativas concretas. Si el único catalizador en un banco es el cambio en los tipos de interés, como ha sido el caso para la mayoría recientemente, nos suele parecer una inversión principalmente macroeconómica, donde la principal variable depende de un jugador externo, y algo político – sin incentivos alineados con nosotros, como es el banco central correspondiente. Si a eso le sumamos el riesgo de ciclo de los créditos impagados que acabará llegando, y las posibles/probables restricciones a los dividendos y recompras de acciones por motivos regulatorios cambiantes...nuestra conclusión es que no es fácil adivinar el retorno que cabe esperar, y su horizonte temporal. Pero si hubiera catalizadores específicos adicionales, la situación puede ser muy propicia. Para nosotros la inversión en uno o varios bancos no será una inversión de sector (pseudo pasiva), sino activa, y compañía a compañía, como en cualquier otro negocio.

### **Precios de la energía, e inversión necesaria.**

Sobre el petróleo y el gas, donde concentramos un peso relevante de nuestra inversión, y que nos ha lastrado este trimestre, **nos seguimos atreviendo a**

**NO predecir una fuerte caída de su demanda** durante los próximos años, y hasta las próximas dos o tres décadas. Repitiendo puntos de cartas anteriores, nuestros comentarios rápidos son dos: 1) En la historia de la humanidad **no se reduce nunca el consumo per cápita de energía en su totalidad**, ya que dicho consumo no es algo discrecional, sino la principal fuente de mejora en la calidad de vida/alimentación/longevidad/tamaño de la población. Respecto al petróleo y el gas en particular, ni siquiera una posible recesión debería impactar demasiado los volúmenes consumidos, como se ha visto históricamente - sólo en los 80s, tras subidas de precio de más del 100% por la crisis del petróleo, y covid, por los confinamientos globales, se vieron caídas relevantes. Incluso durante la crisis financiera de Lehman Brothers los volúmenes sólo se ajustaron entorno a un -3% en total en 2 años. A día de hoy, con un peso de los países no-OCDE cada vez mayor, el crecimiento de la demanda es aún más resiliente, dominado por el desarrollo de sus clases medias.

2) Por otro lado, la **inversión energética** a día de hoy sigue muy centrada en energías renovables, que ahora se enfrentan a costes de capital y materias primas más elevados. Mientras, la inversión en petróleo y gas sigue siendo muy impopular, y se encuentra a niveles reducidos desde el 2015. Mientras, el declino geológico, que es inexorable, se hace notar cada vez más intensamente, y ahora incluso EE.UU. se muestra incapaz de apenas añadir producción.

**Si EE.UU., el único productor que ha podido añadir volumen a nivel global desde el 2006 no puede repetir su hazaña (añadió casi tanto como una Rusia, o un Arabia Saudí) ... ¿qué será del precio del petróleo y el gas...**

...si además son inversiones impopulares que compiten con otras fuentes energéticas cada vez más caras? Para nosotros la respuesta sigue siendo la misma - una enorme opcionalidad positiva para algunas compañías.

## Tecnología más allá de algunas burbujas

Cuando se habla de tecnología a menudo se mete en el mismo saco productos y negocios que poco tienen que ver unos con otros. Tecnología puede englobar desde la fabricación de materiales, pasando por ensamblaje de dispositivos, componentes pasivos como cables, chips (de los que a su vez hay una enorme variedad), software... Algunos segmentos son negocios ya muy maduros – otros son meras visiones, con todo su potencial aún en el futuro incierto.

Como ya hemos comentado, los últimos 13 años de financiación tan barata a cuenta de los bancos centrales ayudaron a lanzar proyectos cada vez más visionarios, y menos tangibles. Algunos acabarán sucediendo, tal vez de la mano de emprendedores diferentes de los que se esperaba. Pero muchos no verán la luz. Durante los trimestres de covid, la valoración de muchos de ellos alcanzó niveles realmente exuberantes...y desde entonces muchos han deshecho todo el camino hasta estrellarse. Gran parte de la burbuja ya está purgada – dos ejemplos son el fondo ARK Innovation, y el Golden Dragon Index de China.

Sin embargo, muchas otras compañías tecnológicas se han visto arrastradas por la riada, a pesar de disfrutar de situaciones diametralmente opuestas: sólidos oligopolios gracias a sus ventajas de I+D, caja neta, enorme visibilidad sobre su demanda y sus capacidades operativas...Lo que producen cada vez responde más a demanda estructural, y no discrecional: sensores para coches, memoria para centros de datos, algoritmos para entrenamiento de inteligencia artificial...Es este tipo de compañías, que ningún inversor particular vendería a un *private equity* sin pelear (**una vez más presentamos la dicotomía entre los mercados privados y los públicos por ser tan llamativa**), donde nosotros hemos tomado nuestras posiciones. El Sr. Mercado nos las ofrece hoy a enormes descuentos respecto a su historia y respecto a negocios que aspiren a métricas de expansión y rentabilidad comparables. No hay más que ver nuestras breves notas sobre ST Microelectronics o Infineon unas pocas páginas

atrás. Nuestras reuniones en febrero en el MWC de Barcelona reafirmaron nuestra convicción. Ir a la contra a día de hoy permite invertir muy sensatamente en tecnología. Y la inversión activa ayuda a desenterrar joyas cuyas perspectivas y valoración nada tienen que ver con las apuestas más populares de los últimos años. Cuando el polvo termine de asentarse, el nuevo ciclo debería favorecer aquellos proyectos que parecerán únicos y especiales, por su capacidad para seguir avanzando, a pesar de las subidas de tipos, la situación macro y cualquier otra incertidumbre.

No corren tiempos fáciles. Pero realmente nunca lo son. De hecho, las convulsiones del momento actual nos devuelven algo que ha hecho falta desde hace años – un mercado que responda a los fundamentales de cada compañía. **La inversión activa será crucial en el ciclo que se avecina**, y nosotros esperamos aprovecharlo y alcanzar rentabilidades que cumplan con nuestras expectativas y las de nuestros partícipes.

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 Fund