

## Q4 2025 DLTV Europe

19 de enero, 2026

Madrid, España

Queridos Co-Inversores:

### Disciplina y Proceso de Inversión

El último trimestre del año ha continuado marcado por un mercado excesivamente concentrado en las temáticas ya mencionadas en anteriores cartas trimestrales: inteligencia artificial, semiconductores, defensa y exploración espacial. En este contexto, la realidad es que una parte significativa del crecimiento del PIB estadounidense está siendo impulsada por la construcción de centros de datos y por inversiones vinculadas a la industria de los microchips. Esta dinámica está llevando a que las cotizaciones de determinadas compañías, a nivel global, puedan estar descontando escenarios excesivamente optimistas.

Un ejemplo destacado, extraído de la carta anual de Terry Smith (reputado inversor al que respetamos profundamente), pone de manifiesto el fuerte incremento del Capex asociado a inteligencia artificial y centros de datos en algunas grandes empresas tecnológicas, llegando casi a triplicar sus niveles de inversión desde el año 2020. Es muy probable que la inteligencia artificial transforme de forma sustancial nuestra vida, tanto en el presente como en el futuro; sin embargo, desde DLTV no tenemos la misma convicción respecto a que todas estas inversiones vayan a generar retornos atractivos para el accionista. Estamos convencidos de que surgirán claros ganadores, pero también tenemos la certeza de que una parte relevante de estas inversiones resultará improductiva.

### Capex For Major Tech Companies

\$bn	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (E)	2026 (E)
Alphabet	22.3	24.6	31.5	32.3	52.5	85.3	91.8
Amazon	40.1	61.1	63.6	52.7	83.0	113.8	124.1
Meta	15.2	18.7	31.4	27.3	37.3	68.5	96.3
Microsoft <sub>1</sub>	15.4	20.6	23.9	28.1	44.5	64.6	86.0
<b>Total</b>	<b>93.0</b>	<b>125.0</b>	<b>150.4</b>	<b>140.4</b>	<b>217.3</b>	<b>332.2</b>	<b>398.2</b>

<sub>1</sub> Microsoft year to June

Source: Fundsmith.

En este entorno marcado por la creciente indexación y por episodios de euforia en determinados segmentos del mercado, en DLTV estamos encontrando dificultades para que el mercado reconozca el verdadero valor intrínseco de nuestras participadas. Esta situación no nos preocupa, ya que estamos convencidos de que la inversión a largo plazo, desde un enfoque fundamental, es el único camino para obtener retornos atractivos de forma sostenida sin asumir riesgos excesivos.

Durante el trimestre, Deutsche Börse ha iniciado negociaciones exclusivas para lanzar una OPA sobre una de nuestras participadas, Allfunds. Este movimiento supone la duodécima OPA o evento corporativo desde el lanzamiento del fondo en marzo de 2022. En caso de materializarse, esta operación implicaría una revalorización del +38,8% sobre nuestra inversión.

En última instancia, lo que realmente importa es la dirección que toman los negocios y la evolución de sus beneficios, y no lo que el mercado crea o descuenta en cada día, mes o trimestre. Nos atrevemos a anticipar que seguiremos recibiendo múltiples OPAs y eventos corporativos que permitirán que el fondo se revalorice en una magnitud similar al crecimiento de los flujos de caja de nuestras empresas, más los dividendos percibidos.

Actualmente, nuestra cartera cotiza a 13,7 veces el flujo de caja estimado para 2026, con un ROCE del 21,6% y una rentabilidad sobre recursos propios del 16,2%. Entre dividendos y recompras de acciones, estimamos una remuneración al accionista del 3,3% durante el presente ejercicio. Asimismo, proyectamos que el flujo de caja agregado de nuestras participadas crezca a un ritmo aproximado del 7% anual en los próximos 5 a 10 años.

## Comportamiento de DLTV Europe

Durante el año 2025, DLTV Europe ha obtenido un rendimiento del **+11.39%**, en comparación con el +19.79% del Stoxx 600 (NR) y el +16.35 % 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 el final del 2025, DLTV Europe ha registrado un aumento del **+31.80 %**, frente al +46.17% del Stoxx 600 (NR) y el +20.29 % del MSCI Europe Small Cap (NR).



A pesar de un entorno exigente, hemos logrado un retorno de doble dígito del 11,39% que podría haberse ampliado;

**a.** No contábamos con posiciones en el sector bancario ni con una exposición relevante al sector defensa. El sector bancario europeo ha registrado una revalorización cercana al 70% en 2025, aportando aproximadamente un 6% al índice Stoxx 600. Por su parte, el sector defensa ha contribuido con cerca de un 5% adicional al mismo índice. En DLTV, nuestra exposición a defensa era limitada, con apenas un 0,8% al inicio del año en RENK, posición que fue vendida en los primeros meses del ejercicio con plusvalías cercanas al 70%. Posteriormente, la acción continuó subiendo con notable fuerza.

**b.** Durante el año no hemos cometido errores relevantes de inversión; sin embargo, Azelis, IMCD y Diageo han tenido un impacto negativo conjunto de aproximadamente un 6,3% en la rentabilidad del fondo. Se trata de tres negocios de elevada calidad que atraviesan actualmente una fase de percepción negativa por parte del mercado. Sus valoraciones se encuentran en niveles históricamente deprimidos, cotizando entre 8,4x y 13,3x flujo de caja. Estimamos un potencial de revalorización significativo en estas compañías, sustentado en el crecimiento saludable de sus flujos de caja en los próximos años.

Nuestra aspiración es generar rentabilidades atractivas a largo plazo, siendo el ciclo económico completo la unidad mínima de medición relevante. Hasta la fecha, estamos obteniendo rentabilidades anualizadas cercanas al 8% y consideramos que la cartera está sólidamente construida para seguir generando valor en los próximos años.

## **Cartera de DLTV Europe**

La cartera de DLTV Europe está compuesta actualmente por 44 empresas. Las 24 principales posiciones representan el 76.1% del fondo, mientras que la liquidez se mantiene en torno al 1,1%. La exposición total a renta variable es del 98,9%.

Más del 64% de la cartera tiene una capitalización bursátil por debajo de 5,000m eur. Más del 29 % de la cartera tiene una capitalización bursátil por debajo de 1,500m eur.

## Ferrari Group

Ferrari Group es el líder mundial en logística y envíos de joyería y bienes de lujo. La compañía ostenta una cuota de mercado global cercana al 10%, más del doble que la de su competidor más inmediato, Malca-Amit, y más del triple que la de otros actores relevantes como Temis o Loomis. Esta posición de liderazgo le confiere importantes ventajas competitivas, tanto en términos de calidad de servicio como de eficiencia en precios.

Otro factor especialmente atractivo es su carácter familiar. Ferrari Group fue fundada en 1959 y actualmente está gestionada por la segunda generación de la familia fundadora, que mantiene una participación mayoritaria del 71,1% del capital. Esta estructura de propiedad favorece una toma de decisiones alineada con una visión empresarial de muy largo plazo y con los intereses de los accionistas.

Estimamos que el mercado de la logística de lujo continuará creciendo a tasas sólidas y sostenidas durante las próximas décadas, impulsado principalmente por la expansión del consumo en los mercados emergentes. En este contexto, consideramos que, como mayor operador a nivel mundial, se encuentra en una posición privilegiada para ofrecer un servicio verdaderamente global tanto a las grandes casas de lujo consolidadas como a las nuevas marcas emergentes del sector.

Cabe añadir que Ferrari Group presenta una tasa de retención de clientes del 100%, explicada en gran medida porque el coste del transporte de bienes de lujo y relojes representa aproximadamente el 1% del precio final de venta. En este segmento, el factor determinante para el cliente no es el precio, sino la calidad y fiabilidad del servicio. Consideramos que sus clientes seguirán priorizando la capacidad del grupo para ofrecer un servicio global de máxima calidad, más que presionar por reducciones de precio, dado el peso marginal de este coste en el valor final del producto.

Ferrari Group exhibe métricas operativas excepcionalmente sólidas, con un retorno sobre el capital empleado del 40% y una rentabilidad sobre recursos propios del 25%. A ello se suma un balance muy robusto, con una posición de caja neta positiva de 125 millones, que le proporciona una elevada flexibilidad financiera para sostener un crecimiento orgánico a tasas atractivas y, al mismo tiempo, aprovechar oportunidades de crecimiento inorgánico que pudieran surgir.

Dado que Ferrari Group lleva apenas nueve meses cotizando en bolsa y cuenta con una capitalización bursátil de aproximadamente 844 millones, actualmente se encuentra fuera del radar de muchos inversores institucionales. En nuestra opinión, esta circunstancia ofrece una oportunidad atractiva. Estimamos que la TIR anual objetivo de nuestra inversión en la compañía se sitúe por encima del 12%, sustentada en un modelo de negocio de alta calidad que cotiza a 12,5 veces flujo de caja, con perspectivas de crecimiento de estos del 6% al 8% anual durante las próximas décadas y una política de dividendo que aumentará de forma creciente en torno al 3,5% anual.

## Año 2026

A lo largo de nuestra trayectoria como inversores, que ya suma 12 años, el 95% de nuestros errores ha tenido su origen en tres factores principales: invertir en empresas con niveles de endeudamiento excesivos, hacerlo en compañías con equipos directivos deshonestos o vernos afectados por procesos de disrupción estructural del modelo de negocio.

Durante 2025 hemos dedicado una parte significativa de nuestro tiempo a revisar en profundidad que nuestra cartera no esté expuesta a modelos de negocio que puedan enfrentarse en el futuro a este tipo de riesgos.

Por último, queremos transmitir un mensaje de optimismo. Consideramos que nuestra cartera se encuentra claramente infravalorada y confiamos en que el mercado acabará reconociendo su valor. Desde el lanzamiento del fondo, acumulamos una TIR anualizada del 8,7%, y nuestro objetivo es mantenerla e incluso mejorarla en los próximos años, siempre desde una gestión prudente y sin asumir riesgos innecesarios.

Estamos a vuestra disposición si queréis profundizar sobre algún aspecto en concreto.

Un fuerte abrazo,



**Beltrán Palazuelo Barroso**

Fund Manager

[beltranpb@dltveurope.com](mailto:beltranpb@dltveurope.com)

# DLTV

DEEP LONG-TERM VIEW



Visita a la Planta de Ebro Franca EV Zona Barcelona, noviembre 2025.

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 SGIIC, S.A.U, DLTV Europe FI – Clase A – DUX ([dixinversores.com](http://dixinversores.com))/ DLTV Europe FI – Clase B – DUX ([dixinversores.com](http://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.