

Beltrán Palazuelo sobre Petershill Partners

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión es obtenida de una carta trimestral del fondo DLTV Europe.

* * *

Petershill Partners [LON: PHLL] es un ejemplo de por qué pensamos que DLTV Europe tiene mucho más potencial de revalorización en estos momentos que en el momento del lanzamiento hace algo más de un año.

Petershill Partners es la plataforma de compra de participaciones minoritarias en gestoras alternativas de GSAM (Goldman Sachs Asset Management). Sale a bolsa en septiembre de 2021 a 3.50 GBP, y tiene una participación media del 13.5% en 25 Gestoras Alternativas de primer nivel como pueden ser Caxton, Clearlake, Francisco Partners, General Catalyst, LittleJohn & CO o Pelham Capital. El AUM del conjunto de gestoras es de 283\$ billones y la duración media de los activos bajo gestión es de 8.9 años. El balance de Petershill es muy robusto teniendo caja neta positiva.

El modelo de negocio de Petershill Partners se basa en comprar participaciones minoritarias de gestoras alternativas que estén buscando un socio estratégico para dar salida a un partner o socio estratégico anterior. Las gestoras en las que invierte Petershill, también buscan dar entrada a un socio estratégico, para que les ayude a dar un salto cualitativo además de buscar capital permanente para crecer alguna estrategia actual o para abrir una estrategia nueva.

Las participaciones están bastante diversificadas entre gestoras de private equity, private credit, private real assets y gestoras de retorno absoluto. Los fondos que forman parte de las gestoras de Petershill han tenido retornos magníficos históricamente. Como norma general son gestoras de primerísimo nivel.

Debido a la incertidumbre económica, al miedo a la sobrevaloración de ciertas empresas que han comprado fondos de private equity, y a la exposición de ciertas gestoras de Petershill al “growth” y al “tech”, la acción ha caído con muchísima fuerza.

En marzo de 2022, en DLTV Europe abrimos una posición del 1% de nuestro fondo a 2.3 GBP (3,132\$m. market Cap). A medida que la acción ha ido cayendo durante 2022 y durante el principio del 2023, y a medida que nuestra convicción sobre los activos de Petershill Partners y sobre la calidad de su modelo de negocio han aumentado, hemos ido aumentando consecuentemente nuestra posición. Nuestra última compra se produjo durante la turbulencia producida por el rescate de Credit Suisse, a 1.52 GBP por acción (-56.57% respecto al precio de salida a bolsa). A finales del último trimestre, Petershill pesaba el 2.7% de DLTV Europe.

Creemos firmemente que el mercado no se da cuenta de la longevidad del capital comprometido en las gestoras de Petershill (8.9 años). Tampoco es consciente de la recurrencia del modelo de negocio (en 2022 ganó 273\$ millones, y el 60% vienen de fees recurrentes que no van a desaparecer como mínimo en 8.9 años). Por último, consideramos que el mercado no está calibrando que la valoración empieza a ser sumamente atractiva (8.7x beneficios con caja neta positiva). En 2022 entre recompras y dividendos devolvió un

8.96% de la capitalización bursátil a los accionistas.

El equipo gestor de Petershill (gestionada por GSAM) sigue disciplinado analizando oportunidades para crecer, orgánica e inorgánicamente debido a la ventaja que tiene producir muchísima caja recurrente, además de tener caja neta positiva. También cabe mencionar que tiene 611\$ millones de accrued carried interest, con lo cual tenemos visibilidad casi total para el 90% de los ingresos durante los siguientes 6-7 años.

En resumen, consideramos que hay que hacer un trabajo detallado en analizar gestora a gestora y fondo a fondo, antes de proclamar con fuerza, como hacen ciertos actores del mercado, que todo el private equity va a saltar por los aires porque está apalancado y sobrevalorado. En DLTV Europe creemos que a medio-largo plazo los activos alternativos como conjunto van a seguir ganando peso en las carteras, sobre todo en geografías fuera de Estados Unidos, donde todavía tiene un peso relativamente pequeño.

Nuestra visión conservadora es que Petershill Partners seguirá creciendo orgánica e inorgánicamente, y que para 2030 puede estar ganado un mínimo de 340\$ millones (sólo es un +23.6% de aumento vs a 2022). Confiamos que ganará mucho más en 2030, pero asumiendo estos números conservadores metiéndole 15x fee recurrente y 10x performance fee, nos da que valdrá 3.40 GBP (+97.6% potencial). En estos próximos años, entre dividendos y recompras, repartirá un mínimo en torno a los 1,800\$ millones (1.32 GBP, que es un 76.7% de la capitalización actual). Con lo cual, nuestra TIR a 8 años vista es del 16.35% anual o visto de otra manera, nuestra rentabilidad total será del 225.8%.