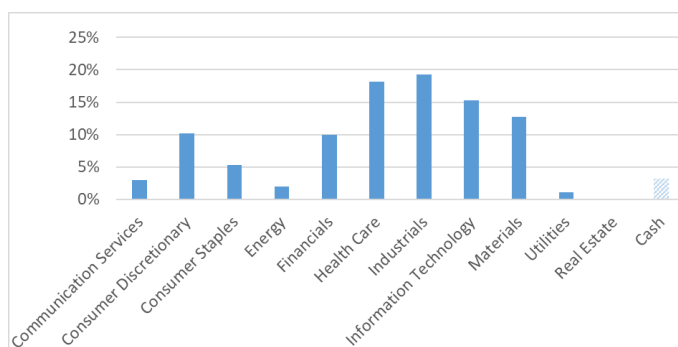
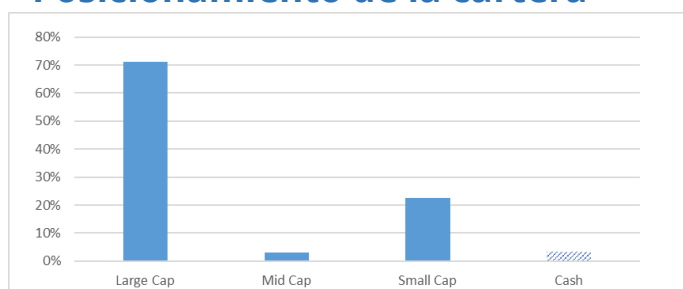


**TREA European Equities<sup>1</sup>**

Octubre 2020

Durante el mes el fondo ha logrado una rentabilidad del **-4,2%** mientras que los índices Euro Stoxx 50 un **-7,4%** y el Stoxx 600 un **-5,2%**.

	TREA European Equity	Eurostoxx 50	Dif.	Stoxx 600	Dif.
Octubre	-4,2%	-7,4%	3,1%	-5,2%	0,9%
Septiembre	-2,0%	-2,4%	0,4%	-1,5%	-0,5%
Agosto	2,4%	3,1%	-0,7%	2,9%	-0,5%
Julio	0,1%	-1,8%	1,9%	-1,1%	1,2%
Junio	6,9%	6,0%	0,9%	2,8%	4,1%
Mayo	4,3%	4,2%	0,1%	3,0%	1,2%
Abril	9,0%	5,1%	4,0%	6,2%	2,8%
Marzo	-18,0%	-16,3%	-1,7%	-14,8%	-3,2%
Febrero	-9,5%	-8,6%	-0,9%	-8,5%	-0,9%
Enero	-5,9%	-2,8%	-3,1%	-1,2%	-4,7%
2020 (YTD)	-18,4%	-21,0%	2,6%	-17,7%	-0,7%
2019	16,5%	24,8%	-8,3%	23,2%	-6,6%

**Posicionamiento de la cartera**


Máx. 10 posiciones	Peso
Flatex AG	5,2%
Grifols A	4,8%
Atalaya Mining PLC	4,5%
Prysmian Spa	3,5%
Laboratorios ROVI	3,4%
Valeo	3,1%
Lundin Mining Corp	3,0%
ASM International NV	3,0%
Philips Electronics	2,9%
DSV	2,8%

<sup>1</sup> Trea European Equities es un fondo de derecho luxemburgués, UCITS, con liquidez diaria y traspasable fiscalmente en España al tener más de 500 inversores. Se puede contratar directamente en la web de Trea o en plataformas como Allfunds, Inversis o Fundsettle.

## Comentario

Se ha terminado el año. Sí, lo que muchos desean en los mercados ya ha ocurrido. El mes de octubre es el último mes del año en el que las empresas rinden cuentas con el mercado, el siguiente ya será enero, con los resultados del último trimestre.

¿Y cómo han ido? **De las 50 empresas que tenemos han presentado resultados 35.** Comparado con el tercer trimestre del año anterior, las ventas en conjunto han bajado un 4% y los beneficios un 12%. Esto indica que la recuperación ha sido casi en su totalidad. Pero si miramos con mayor detalle vemos que 8 empresas han subido ventas en una media de un 12% y los beneficios un 24%. A destacar ASML, Philips o DSV cuyos beneficios han crecido más de un 30%.

A pesar de los buenos resultados, la evolución en bolsa ha sido dispar. Empresas cuyos beneficios han sido superiores al consenso han sufrido bajadas en bolsa. Quizá alentadas por titulares que indican que es momento de cambiar de compañías europeas del grupo *growth* al grupo *value*. Ya que las primeras han bajado en el año un 6,7% mientras que las últimas un 30,3%. O bien, porque las elecciones americanas provocarán estruendos en las empresas tecnológicas, o bien porque la segunda ola de contagios por coronavirus en Europa dará de lleno a empresas de consumo. Sea lo que fuere, la realidad es que la recuperación prevista para finales de 2020 se deberá aplazar. Para evitar una mayor factura y fractura social, los gobiernos deberán realizar políticas fiscales expansivas con ayuda de los bancos centrales como últimos compradores de la deuda. Conclusión, seguimos igual, por un lado, presiones inflacionarias en forma de inyección de dinero y por otro, presiones deflacionarias en forma de desempleo y interrupciones tecnológicas. Quien gane no lo sabremos, aunque vislumbramos que las empresas con ventajas competitivas claras, con crecimiento en beneficios y sin prácticamente deuda serán las que lo harán bien.

## Operaciones

Durante el mes hicimos, principalmente:

- Compras: **AAK, Evonik Industries, Lancashire, SAF- Holland.**
- Incrementos: **Laboratorios ROVI**
- Reducciones: **Prysmian, Grieg Seafood.**
- Ventas: **Elis, Temenos, Umicore.**

## En Profundidad: Danone

Precio actual = 47,4 EUR

Peso en cartera = 1,3%



Aunque **Danone** sea una orgullosa empresa francesa, lo cierto es que el origen es español. El primer yogurt de la marca fue elaborado por Isaac Carasso en el barrio barcelonés del Raval, para combatir los problemas intestinales que muchos niños padecían a principios del siglo XX. El producto cuyo nombre proviene de la abreviatura de su hijo Daniel (Dan) pronto se convertiría en un producto de éxito gracias, en parte, a ser proveedor oficial de la casa real y ser considerado por Ilya Metchnikoff, premio Nobel de Medicina, un producto que alargaba la vida. Posteriormente, empezó su singladura internacional, Estados Unidos y Francia principalmente. En 1953 se fusionó con el fabricante de quesos Gervais y en 1973 con el grupo de envases de vidrio francés BSN, quien en 1994 cambiara el nombre a Groupe Danone y desde 2009 ya solo Danone.

Entendiendo la historia, entendemos que las fusiones, adquisiciones y desinversiones sean parte del ADN de la empresa<sup>2</sup>. De aquí las continuas partidas de ajustes que vemos en las cuentas de resultados.

Hoy día la empresa cuenta con tres segmentos, donde es líder en todos y cada uno de ellos:

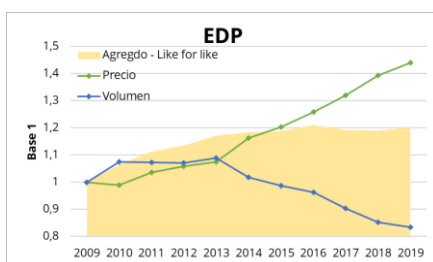
- EDP (*Essential Dairy & Plant-Based*) (52% de las ventas): Aquí encontramos principalmente los productos frescos diarios (yogures, la leche y los lácticos de origen vegetal (leche de soja, avena...)). En este segmento la empresa tiene más de 100 productos y vende en más de 120 países.
- Specialized Nutrition (30% de las ventas): se engloban los productos que van desde nutrición Recién Nacidos (leche y complementos) hasta nutrición médica.
- Water (18% de las ventas): aquí engloba desde agua embotellada hasta *aquadrinks*, que son bebidas en base a agua para competir con las bebidas gaseosas.

	Ranking	Principales países	Principales Marcas
<b>EDP</b>	#1 mundial en yogures y en lácteos de origen vegetal.	1. EEUU 2. Rusia 3. Francia	Activia Actimel Silk International Delighth
<b>Specialized Nutrition</b>	#2 mundial en nutrición infantil #1 en Europa en alimentación médica	1. China 2. Reino Unido 3. Francia	Aptamil Neocare Frotimel
<b>Water</b>	#2 mundial	1. Indonesia 2. China 3. Francia	AQUA Mizone Evian

<sup>2</sup> Las dos últimas más notables fueron en 2007 Numico (alimentación infantil) y en 2016 Whitewave (productos de origen vegetal).

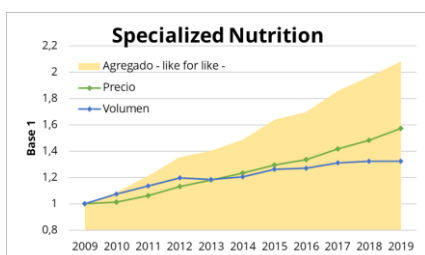
Con este abanico de productos y con esta cuota de mercado sería de esperar que el kilo de beneficio cotizase entre 17 y 22x como sus competidores **General Mills**, **Unilever** o **Nestlé**. Pues no, cotiza a 12x. Será entonces que está muy endeudada. Pues tampoco, con 2,5 veces el EBITDA paga la deuda neta, mientras que sus competidores están entre 1.7x y 3x. Lo que ocurre es que en estos últimos años no han ido alcanzando los objetivos que se han ido proponiendo y el mercado parece haber perdido la confianza. Eso, junto con el hecho de que parte de su negocio se vea perjudicado por las restricciones impuestas por el coronavirus, la cotización se ha resentido.

Pero vayamos por partes.



**EDP** ha sido el talón de Aquiles de Danone. Aunque los precios hayan subido más de un 40% en los últimos diez años, la bajada de volúmenes ha mermado el crecimiento del segmento. Esto se debe a los problemas de crecimiento en el segmento de yogures. Por un lado, Activia que desde 2013 ha tenido

crecimientos negativos hasta estabilizarse en 2018<sup>3</sup>. Y por otro el consumo de yogurts en EEUU que ha disminuido un 4% anual desde 2016<sup>4</sup>. A pesar de todo, la cuota de mercado no ha disminuido, incluso General Mills (Yoplait) ha ido renunciando<sup>5</sup> en arañar cuota a Danone. Además, la parte de derivados de origen vegetal está ganando atracción por el público. Ya no se vende en la sección de comida medicinal del supermercado, sino en la estantería al lado de la leche / yogures. En parte a la nueva tendencia: el flexitarianismo. Una nueva palabra para definir a las personas vegetarianas pero que no tienen problemas o remordimientos cuando, esporádicamente, toman comida de origen animal.



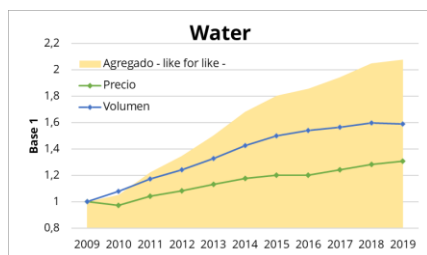
El segmento de **nutrición especializada** ha sido un viento de cola. Con márgenes operativos del 25% y crecimientos tanto en precios como en volúmenes. Cabe remarcar que, aunque en China el número de nacimientos ha pasado de 20 millones al año a 14,5 en estos últimos 20 años, amamantar a niños menores a

6 meses ha pasado del 70% al 20%. Es decir, los niños que toman biberón han pasado de 6 millones a 16 (5% anual).

<sup>3</sup> <https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/en-investor-conferences/2019/cagny/CAGNY%202019.pdf>

<sup>4</sup> <https://www.mekkoanalytics.com/us-yogurt-market-growth/>

<sup>5</sup> <https://fortune.com/2017/05/22/general-mills-yoplait-greek-yogurt/>



Danone siempre ha defendido que **aguas** es un segmento de crecimiento, y se demuestra tanto en la capacidad de subir precios como en la de incrementar volúmenes. Ellos remarcan que más del 50% de la población no bebe suficiente agua y el 46% toma bebidas con demasiados azúcares.

En resumen, Danone es una empresa con buenos negocios, con capacidad de reinversión del 10%, con poca deuda, líder en sus segmentos, sentadas en las tendencias actuales de alimentación saludable y comprometida con el bienestar de sus proveedores (agricultores).

## Valoración

Aquí, igual que en la elaboración de leche de origen vegetal, hemos de separar el grano de la paja. En finanzas siempre hemos subrayado que el grano es el flujo de caja generado. En los últimos 6 años no ha parado de crecer, pasando de 1.200 en 2014 a unos 2.500 el año pasado. Pero ahora ha venido el coronavirus y ha provocado que consumamos menos agua embotellada (menos turismo) y menos comida fuera (menos yogures). Pero de nuevo, esta situación se disipará. Además, la empresa ya ha remarcado que espera multiplicar las ventas de alimentos de origen vegetal por 3 hasta los 5.000 millones de euros. A esto hay que sumar acciones propias por valor de 1.600 millones e inversiones en empresas cotizadas por valor de 2.000 millones más.

	Flujo	Múltiplo	Valor
1) Danone hoy	2.500 mill €	PE 16x	40.000
2) Incremento ventas	3.300 mill € x 10% ebit -30% tax = 231	PE 16x	3.700
3) Acciones propias			1.600
4) Inversiones	6.6% Yakult		470 <sup>6</sup>
	9.9% Mengniu		1.400
	25% Yashili		95
<b>TOTAL</b>			<b>= 47.265</b>

Conclusión, un **margen de seguridad del 54%** si lo comparamos con la cotización de finales de octubre (30.730 millones de euros).

¿Y si el mercado ha separado más granos que paja en su proceso de valoración?

*"No se trata de ser mejor que otra persona, se trata de ser mejor de lo que eras el día anterior". Ferran Adrià.*

<sup>6</sup> Fue colocado en mercado el pasado 6 de octubre por 470 millones €.

Como siempre, cuidaremos de sus inversiones como si fueran nuestras, porque en realidad, nuestros ahorros están con los suyos.

Un cordial saludo por parte de todo el equipo.

Xavier Brun

Head of Equity, Europe

Nota: este documento no es una recomendación de compra o de venta. De forma directa o indirecta mantenemos posición en las compañías aquí expuestas.