

**CARTA TREA EUROPEAN
EQUITIES**

Junio 2021

Xavier Brun
Head, Equity Europe

TREA European Equities Julio 2021



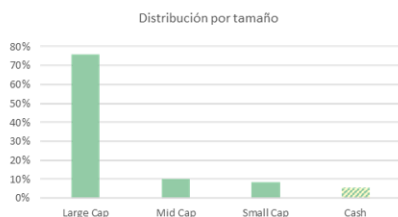
Xavier Brun

Head, Equity Europe

Durante el mes el fondo ha logrado una rentabilidad del **+0,1%** mientras que los índices Euro Stoxx 50 un **+0,6%** y el Stoxx 600 un **+1,4%**, cerrando el semestre con una rentabilidad de **+18,1%**, por encima de ambos índices.

	TREA European Equity	Eurostoxx 50	Dif.	Stoxx 600	Dif.
Junio	0,1%	0,6%	-0,5%	1,4%	-1,2%
Mayo	2,6%	1,6%	0,9%	2,1%	0,4%
Abril	2,3%	1,4%	0,8%	1,8%	0,4%
Marzo	4,0%	7,8%	-3,7%	6,1%	-2,0%
Febrero	5,3%	4,5%	0,8%	2,3%	2,9%
Enero	2,7%	-2,0%	4,7%	-0,8%	3,5%
2021 (YTD)	18,1%	14,4%	3,7%	13,5%	4,6%
2020	0,3%	-5,1%	5,4%	-4,0%	4,3%
2019	16,5%	24,8%	-8,3%	23,2%	-6,6%

Posicionamiento de la cartera



Máx. 10 posiciones	Peso
Atalaya Mining Plc	4,4%
Grifols Sa	4,0%
Flatexdegiro Ag	3,6%
Aak Ab	3,4%
Asm International Nv	3,3%
Inditex	3,2%
Laboratorios ROVI	3,0%
Koninklijke Philips Nv	2,9%
Portobello Spa	2,8%
Danone	2,8%

Comentario

Como de costumbre, el trimestre tiene un mes donde el mercado se focaliza en la presentación de resultados de las empresas y dos en los que se centra en las noticias.

A nosotros nos gusta analizar durante el primer mes los resultados y durante los siguientes tomar conclusiones. Así que éstas, se han traducido en las siguientes operaciones:

Por un lado, hemos llevado a cabo los siguientes cambios:

Vendimos la totalidad de las **IAG** e incrementamos **Airbus** e incorporamos **MTU Aero**. En **IAG** entramos después de la pandemia e incrementamos exposición en la ampliación de capital. Los números eran simples, **IAG** podía volver a postpandemia con un Flujo de Caja Libre de unos 2.000 millones de euros (parecidos o ligeramente superiores a los prepandemia), pero con una situación de endeudamiento peor, con un posible exceso de deuda, para nuestros estándares, de unos 4.000 millones. **IAG** podría cotizar a PER de 8x, con lo que nos daría valoración de 16.000 millones que comparado con la capitalización bursátil de 10.000 no está mal. Pero nosotros ajustamos la caja, con lo que nuestro coste sería la capitalización más la devolución de la deuda hasta niveles atractivos, con lo que el coste sería de 14.000 millones. Por esta razón, cambiamos al fabricante de aviones **Airbus**, cuyo margen es superior al 40% y al fabricante de motores para aviones **MTU Aero**.

Vendimos los bancos **DNB** y **KBC** y los sustituimos por **ING** y **Bankinter**. En el sector financiero nos gustan aquellos bancos cuyos beneficios han logrado crecer en los últimos años sin necesidad de ampliar capital. Característica que cumplen los cuatro mencionados. Cambiamos **DNB** y **KBC** al cotizar a un p-book de 1,3x, que a pesar de tener retornos sobre el capital del 10% y exceso notable de capital veíamos más valor en **Bankinter** e **ING**, ambos cotizando a múltiplos de p-book de 0,7 y retornos del 7-8%.

De igual modo, hicimos otros cambios como:

Venta de **Vivendi** por **Bolloré** (esta última tiene el 28% de Vivendi)

Reducción en **Valeo** por **STMicro**. Aquí uno puede pensar que se cambia una empresa proveedora de auto partes (**Valeo**) por una de semiconductores (**STMicro**). Pero en realidad la exposición es la misma: coche eléctrico. **Valeo** nos gusta al cotizar a PER de 9x, pero el no crecimiento de los pedidos en su Joint Venture con **Siemens** para motores eléctricos hizo que redujésemos parte e incrementásemos en **STMicro**, donde

un tercio de los chips vendidos van hacia el sector automoción, el cual se espera que crezca. Un ejemplo de ello es el reciente acuerdo de **Renault** con **STMicro** para el desarrollo de su estrategia de coche eléctrico.

Por el lado de las ventas, a parte de las mencionadas, vendimos la totalidad de **ASML**. Nosotros esperábamos un incremento notable de sus productos por dos razones, la disminución del tamaño de los chips y el incremento de demanda provocada por la anunciada ampliación de capacidad por parte de los estados muy dependientes ahora mismo del único fabricante capaz de hacer este tipo de chips: TSMC, de Taiwán. Un riesgo político y económico demasiado grande para un producto tan estratégico. Pues bien, justo éste se dio en el último anuncio por parte de la empresa, que fue recibido por el mercado con generosas subidas que llevaron a un PER (precio por kilo de beneficio) de 2024 de más de 35x. Múltiplo que pensamos no deja lugar a error en la valoración y como consecuencia un margen de seguridad casi nulo. El importe lo usamos para comprar **SOITEC**, dentro del mismo sector y que hace las obleas o wafers (los “discos” donde se imprimen los chips) y que cotiza a un PER de 17x para el mismo año, así como incrementar exposición a crudo mediante la compra de la naviera **Euronav** como **Total**.

Por último, acudimos a la ampliación de capital de la empresa **Portobello**, una *small cap* italiana dedicada al consumo.

Rentabilidad

Las empresas con mayor contribución a la rentabilidad del trimestre fueron:

- **FlatexDegiro** (+44% en el trimestre, contribución del 1,4%).
El banco y bróker online, presentó un nuevo plan estratégico que prácticamente dobla la previsión que hicieron a finales del 2020. La previsión para 2025 es de alcanzar los 7 millones de clientes, con una media de 40 transacciones al año (Robinhood, por ejemplo, tiene promedios de 80-120 al año). Con ello debería ser capaz de alcanzar los 350 millones de euros de flujo de caja. La empresa informó que para este quinquenio espera obtener más de 1.000 millones de euros en flujo de caja. Todo ello, en una empresa que capitaliza 3.000 millones y no tiene deuda.
- **Laboratorios ROVI** (+27% en el trimestre, contribución del 0,88%).

La farmacéutica especializada en heparina presentó unos buenos resultados. Con un buen crecimiento de las heparinas y buenas expectativas de su inyectable contra la esquizofrenia llamado Doria, y al anuncio en el que duplica su capacidad productiva en el marco de su acuerdo con moderna. En éste pasará de producir 600 millones de dosis al año a 1.400 millones.

- **ASM International** (+12,5% en el trimestre, contribución del 0,41%).

La tecnológica, fabricante de máquinas de deposición ha padecido los vaivenes del mercado debido a la narrativa actual de inflación y tipos de interés. No obstante, el negocio subyacente confirma la excelente posición que goza la empresa. Tanto los resultados presentados del primer trimestre como el incremento de pedidos que ha obtenido este segundo trimestre.

Las mayores detractoras a la rentabilidad del trimestre fueron:

- **Philips** (-12,5% en el trimestre, contribución del - 0,43%)

La empresa líder en maquinaria para hospitales tuvo que retirar del mercado un lote de productos para la apnea del sueño después de existir una posibilidad que una espuma que recubre el aparato pueda ser inhalada por el paciente. Aunque la probabilidad es muy pequeña (0,03%) Philips ha querido asumir el coste de la reparación. Esto ha castigado a la empresa. Pensamos que será un único coste y que no repercutirá demasiado en cambios a la competencia.

- **Valeo** (-11,5% en el trimestre, contribución del -0,23%).

La empresa proveedora de componentes de automoción presentó unos buenos resultados, pero enfatizó que la provisión de chips puede ser un inconveniente. Tres cuartas partes de sus ventas provienen de sistemas térmicos, asistencia a la conducción y sistemas de visibilidad, cuyos crecimientos serán positivos ya que sus productos están cada vez más presentes en los coches. La única incógnita reside en la evolución de la Joint Venture que mantiene con Siemens. Pero con un PER de 9x, opinamos que todo lo malo ya está recogido.

- **Trelleborg** (-7,4% en el trimestre, contribución del -0,15%).

La empresa industrial centrada en aplicaciones de polímeros para sellar, amortiguar y proteger no tiene noticias significativas en el mes.

En Profundidad: Portobello SpA

Precio actual = 42,5€

Peso en cartera = 2,80%

PORTOBELLO

Desde el trueque, hasta la división y especialización del trabajo, presentada por el economista del siglo XVII David Ricardo, han pasado muchos años. Esto ha permitido que hoy día podamos ser más ricos que el hombre más rico de toda la historia: Mansa Musa, el rey Tombuctú. Él no podía hablar a tiempo real con la otra punta del planeta, ni tampoco gozar de los últimos aparatos eléctricos ni tampoco comer el mejor pescado o jamón del mundo. Todo ello gracias a la especialización.

Pero hay empresas que parecen volver a los orígenes del comercio como base de su negocio. Este es el caso de **Portobello**.

Portobello es una empresa italiana dedicada al consumo minorista. Tiene unas 15 tiendas repartidas entre Roma (12) y Milán (3). Los productos ofrecidos van desde ropa, accesorios, menajes del hogar, pequeños electrodomésticos pasando por productos de cuidado de la piel, cuidado dental o limpieza. Dos tipos de productos, unos que requieran de una compra repetitiva, como jabones, pastas de dientes o cuchillas de afeitar, y otros cuya durabilidad es mayor, como televisiones, microondas, paellas o vajilla. Pero todos ellos con un mínimo común denominador: productos del hogar.

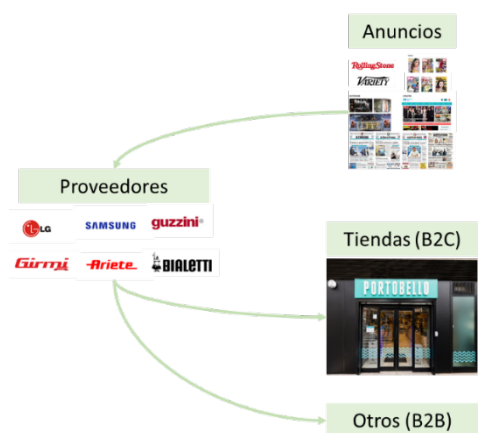
PORTOBELLO		amazon
Prezzo Portobello	Prezzo d'acquisto Portobello	I migliori prezzi di Amazon
 SUPER OFFERTA 4,49 ZUKI PUMINO CON CAPPUCCIO	0,61€ + IVA Listino 39,90€	 PREZZO AMAZON 25,90 € ZUKI PUMINO CON CAPPUCCIO
 SUPER OFFERTA 9,90 POLAROID OCCHIALI POLAROID	1,00€ + IVA Listino 59,90€	 PREZZO AMAZON 29,90 € POLAROID OCCHIALI POLAROID
 SUPER OFFERTA 12,90 FANTINI CAFFE FANTINI 100 CAPSULE	1,45€ + IVA Listino 29,00€	 PREZZO AMAZON 19,90 € FANTINI CAFFE FANTINI 100 CAPSULE

Hasta aquí no habría ninguna diferencia con otras empresas de consumo minorista, con lo que variables de crecimiento año contra año (*like for like*) y el margen serían las dos variables clave. No obstante, Portobello goza de otra: poder ofrecer precios realmente competitivos. Algunos de ellos, incluso un 80% más baratos que **Amazon**.



Con precios tan baratos uno podría pensar que sus tiendas se pueden asimilar más a empresas tipo “todo a 100”, pero no es así. El equipo gestor quiere situarse en el cuadrante de precios baratos y buena experiencia en el momento de la compra. Ya que cree así que se fomenta la compra cruzada.

Entonces la pregunta es, ¿cómo logran estos precios? Pues con el trueque. Portobello, a parte de su negocio principal, que son las tiendas, es dueño de varias revistas y periódicos regionales y nacionales, como Rolling Stones, Variety, Ora, il Tirreno o la Gazzetta di Modena. Con ellas intenta obtener punto muerto con la compra de espacio publicitario a empresas y lo que sobra se lo vende a sus proveedores que le pagan con el exceso de stocks que lo venden en las tiendas Portobello.



Y aquí se cierra el círculo. Sus proveedores son, en su gran mayoría, pequeñas y medianas empresas que les han quedado un inventario en su empresa. Para darle salida pueden elegir dos caminos. Uno, venderlo a una empresa *outlet* donde deben venderlo con rebaja y tener unas pérdidas contables no deducibles fiscalmente. O dos, venderlo a Portobello al precio contable cuyo pago se hace a través de publicidad. Con esta última opción la empresa no tiene pérdida contable y a cambio recibe publicidad "gratuita", es lo que se llama como win-win, gana el proveedor y gana el cliente.

De todos los productos que vende, casi el 50% proviene del trueque, el resto lo compra directamente. Con esta mezcla permite atraer a un público que busca las mejores ofertas, que acude con mayor frecuencia porque sabe que las ofertas desaparecen y que, a su vez, aprovecha para comprar productos cotidianos como pasta de dientes.

Este modelo de negocio le permite alcanzar márgenes operativos (ebit) del 14%. Superiores a sus competidores como **Ceconomy** (3%), **Unieuro** (2%), **Dollar tree** (5%) o **Maisons du monde** (10%).

Valoración

Las ventas ascienden a unos 4,5 millones de euros al año y un margen operativo (EBIT) que puede oscilar entre unos 0,6 - 0,7 millones. Portobello cuenta hoy día con 15 tiendas y prevé duplicar el número en los próximos años. Con las 15 tiendas que tiene abiertas hasta la fecha nos da un beneficio operativo (ebit) de unos 9-10 millones de euros, que se traduce en un beneficio neto de unos 7/8 millones de euros. Si lo multiplicamos por un PER de 14x entonces nos da un valor de unos 105 millones, que comparado con una capitalización de 115 millones no arroja margen de seguridad. Pero, si tenemos en cuenta que duplicará número de tiendas y, con ellas, el beneficio, podemos decir que el valor de la empresa asciende a 210 millones de euros menos la inversión necesaria para lograrlo (26 millones).

Resultado, una empresa que debería valer unos 184 millones y pagamos por ella 115 (60% de margen). Y lo mejor de todo, invertimos 26 millones para lograr un beneficio de 7/8 millones lo que da como resultado un retorno sobre la inversión del 28%. Si la

empresa es capaz de mantener este ritmo de crecimiento, será una de las que tendremos en cartera durante tiempo.

Al final, en tiempos de pandemia y sin liquidez en las empresas, el trueque parece ser rentable.

“En igualdad de condiciones, la teoría más sencilla suele ser la más probable.” Guillermo de Ockham.

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

3A

La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.