



**CARTA TREA EUROPEAN
EQUITIES**

Octubre 2021

Xavier Brun
Head, Equity Europe



El presente documento es una descripción de los principales hitos del fondo Trea European Equities durante el tercer trimestre 2021/mes de septiembre 2021 así como nuestra opinión sobre algunos de las empresas invertidas por el fondo.

Trea European Equities (LU1028505649) es un fondo de derecho luxemburgués, UCITS, que tiene la inversión delegada en Trea Asset Management SGIC.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC: <https://treaam.com/renta-variable-europa/>.

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

TREA European Equities ¹

Octubre 2021



Xavier Brun

Head, Equity Europe

Durante el mes el fondo ha logrado una rentabilidad del **-1,7%** mientras que los índices EuroStoxx 50 un **-3,5%** y el Stoxx 600 un **-3,4%**. La rentabilidad desde inicio de año se sitúa en un **+18,9%**, un **5%** por encima de sus índices de referencia.

	TREA European Equity	Eurostoxx 50	Dif.	Stoxx 600	Dif.
Septiembre	-1,7%	-3,5%	1,9%	-3,4%	1,7%
Agosto	1,9%	2,6%	-0,8%	2,0%	-0,1%
Julio	0,6%	0,6%	0,0%	2,0%	-1,4%
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)	18,9%	13,9%	5,0%	14,0%	5,0%
2020	0,3%	-5,1%	5,4%	-4,0%	4,3%
2019	16,5%	24,8%	-8,3%	23,2%	-6,6%
2018 (*)	-18,6%	-12,0%	-6,6%	-10,8%	-7,8%
2017 (*)	11,4%	9,2%	2,3%	10,6%	0,9%
2016 (*)	-0,6%	3,7%	-4,3%	1,7%	-2,4%

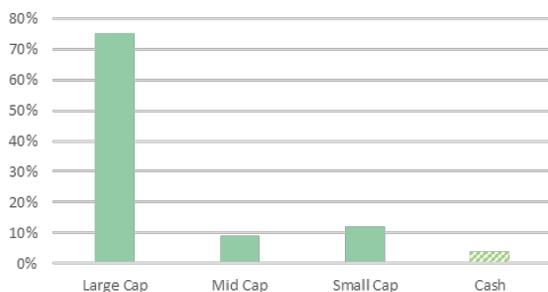
(*) rentabilidades correspondientes al anterior equipo gestor

1. Trea European Equities (LU1028505649) es un fondo de derecho luxemburgués, UCITS, con liquidez diaria. Se puede contratar directamente en la web de Trea o en plataformas como Allfunds, Inversis, Renta 4 o Fundsettle.

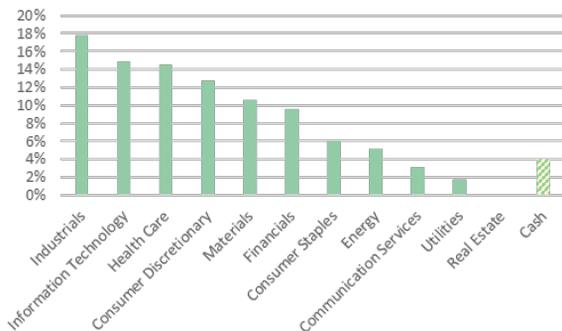
Posicionamiento de la cartera

Datos a 30 septiembre 2021

Distribución por tamaño



Distribución por sectores



Máx. 10 posiciones	Peso
Atalaya Mining	4,1%
ASM International	4,0%
Laboratorios ROVI	3,5%
AAK	3,3%
Airbus	2,9%
S.O.I.T.E.C.	2,9%
Grifols	2,9%
Danone	2,8%
Inditex	2,7%
Aker BP	2,6%

Comentario

Tetris fue un juego creado por el ruso Alekséi Pázhitnov en 1986 y sembró grandes éxitos las dos décadas siguientes hasta llegar a ser considerado el mejor videojuego de todos los tiempos. Es un juego simple, consta de tan solo 7 piezas formadas todas ellas por 4 cuadrados que salen de forma aleatoria para depositarse en la parte inferior de la pantalla. No obstante, la combinación de secuencias es prácticamente infinita.

Pues justo esto es lo que está ocurriendo hoy día en la cadena de suministros. Ha habido piezas que no han logrado encajar y ha fastidiado al resto. Estas piezas reciben el nombre de restocking, Ever Given, látigo y Ningbo-Zhousan que han provocado que los fletes pasaran de 1.400\$ el contenedor a 14.000\$. Ningbo-Zhousan es el segundo mayor puerto de China que tuvo que parar durante una semana por haber dado positivo de Covid un trabajador. Restocking es esa demanda extraordinaria necesaria para rellenar las estanterías de la economía que habían

quedado vacías en el 2020. Ever Given es el barco propiedad de **Evergreen** que embarrancó durante una semana en el canal de Suez haciéndolo impracticable. Y látigo, es el efecto que tiene en toda la cadena de producción un pequeño incremento de demanda. El resultado, a parte de un incremento notable de coste de transporte, provoca esperas que a veces se cuentan por meses.

Y claro, en un país globalizado, si una pieza no llega a tiempo puede provocar parar la producción (¿les suena el sector automoción?). Con lo que nos encontramos una subida del coste de transporte, y bajada de la oferta, que da como resultado inflación.

La crisis logística impactará más en aquellos sectores como el consumo (ropa, calzado alimentación) o industria (maquinaria) que se sustentan en la globalización. Sectores que venden muchos productos de poco valor añadido y que dependen de muchos países para su producción. En este punto, **Nike**, **H&M** o **Boohoo** ya han anunciado problemas, e incluso avisan que si no vienen los Reyes Magos pronto pueden quedarse sin sus productos. En contraposición, tenemos una mayor demanda de servicios logísticos, dada la complejidad de éstos, con lo que dos empresas que tenemos en cartera, **DSV** y **Clasquin** podrían verse beneficiadas.

¿Y la inflación? Si usamos la parte emocional del cerebro decimos que si hay inflación hay que comprar empresas de materias primas y vender empresas pseudo-bonos. Pues bien, si usamos la parte racional nos damos cuenta que no, *el efecto de la inflación en una empresa no es lineal*, igual que la respuesta.

La inflación puede afectar a las ventas. Con lo que debemos diferenciar entre aquellas empresas que pueden o que no pueden trasladar el coste a sus clientes. En este punto escuchamos ya a empresas de consumo teniendo problemas a la hora de trasladar el sobrecoste. También puede afectar a los costes, con lo que no es lo mismo una empresa con unos márgenes brutos y operativos muy grandes que una empresa con márgenes muy ajustados. El impacto de una subida de costes no es el mismo. Igualmente afecta a la reposición de mis activos. Una empresa muy intensiva en capital puede que su depreciación actual no sea sinónimo de inversión en mantenimiento, ya que cuando deba reponer sus activos lo va a hacer a un coste muy superior por culpa de la inflación.

Estos, son tan solo ejemplos de las derivadas que tiene la inflación, ejemplos que hemos sustraído del análisis de nuestra cartera. Porque, ¿qué impacto va a tener la inflación en **ASM Internacional**, una empresa cuyo gran grueso es I+D, pero cuyos productos son esenciales para hacer un chip y cuyos crecimientos serán superiores al 15% anual en los próximos 5 años? ¿O en **DSV**? Una empresa de servicios

transitarios (*freight forward*)?. Ejemplos, donde la emocionalidad del mercado se antepone a la racionalidad.

Durante este mes, no hemos realizado grandes cambios a pesar de los vaivenes del mercado. Pensamos que tenemos una buena cartera, equilibrada, con nombres excelentes y con un gran potencial.

Movimientos

Durante el mes hicimos compra de tres empresas, **Deceuninck**, **GN Store** y **Clasquin**. La primera es una de las principales fabricantes de perfiles de PVC, cotizando a un PER de 11x y beneficiándose de toda la tendencia de eficiencia energética. GN Store es una de las cuatro empresas, juntamente con **Sonova**, **Demand** y **WS Audiology**, que se reparten el mercado de audífonos y una de las líderes en auriculares, con la marca Jabra. Con retornos sobre el capital (ROE) superiores al 40%, con unos crecimientos superiores al 10% gracias al envejecimiento de la población, con unos márgenes sobre beneficios neto de más del 13% y cotizando a un PER de 18x comparado con una media histórica de 23x. **Clasquin** es una pequeña empresa de servicios transitarios, conocidos como *freight forwards*, de la misma familia que DSV, con similares crecimientos, software empleado, pero cotizando a un PER de 12x en lugar de 27x.

Para ello, redujimos exposición en **Inditex** que llegó a pesar más del 3% pero cuyo margen de seguridad no consideramos que fuera merecedor de ese peso. La empresa tiene una de los mejores negocios online del sector, que representan más del 30% del total de ventas. Su política de optimización de tiendas le permitirán aumentar el margen operativo de 17% a 18/19% traduciéndose en unos flujos de caja que pueden llegar a más de 5.000 millones de euros, pero cuya capitalización de casi 100.000 millones hacen que el margen sea bajo. Por razones muy parecidas bajamos exposición en **Sika** que, aunque permiten sus productos reducir la emisión de CO₂ de sus clientes y gozar así de una fuerte demanda, el hecho de pasar de pagarse 14x el beneficio a 28x, hizo que la valoración la veamos ajustada.

Rentabilidad

Las tres empresas que más han contribuido a la rentabilidad del tercer trimestre han sido:

- **ASM International.** (+22% en el trimestre / contribución al fondo +0.71%). La empresa que diseña las máquinas que permiten la deposición atómica de los chips (hace los edificios de los chips a escala atómica) continúa su escalada alcista. Impulsada por el reconocimiento de su importancia en los nodos mas pequeños y en que ha presentado un día del inversor donde prevé crecimientos de beneficios anuales en los próximos 5 años (y nos atrevemos a decir que los 10 siguientes) de más del 17%.
- **STMicroelectronics.** (+24% en el trimestre / contribución al fondo +0.39%). Uno de los principales beneficiados del problema de chips ya que, a pesar que la cantidad vendida no sea la esperada, se compensa por la fuerte subida en precios.
- **Neurones.** (+20% en el trimestre / contribución al fondo +0.32%). La empresa de servicios tecnológicos francesa se beneficia de la tendencia creciente de la necesidad de digitalizar las industrias ofreciéndoles, entre otros servicios, el de ciberseguridad. Una empresa que cotiza a PER de 22x pero tiene casi el 25% de la capitalización en caja neta.

Las tres empresas que menos han contribuido:

- **FlatexDegiro.** (-35% en el trimestre / contribución al fondo -1.25%). El bróker online nos quita lo que nos dio el trimestre anterior. Sin grandes noticias más allá de que el mercado parece no creerse los fuertes crecimientos que espera la empresa. Como decía Warren Buffett, no quieras tener un bebé en un mes dejando embarazadas a 9 mujeres, las cosas toman su tiempo.
- **Grifols.** (-8% en el trimestre / contribución al fondo -0.32%). La empresa del sector oligopolístico de hemoderivados presentó un día del inversor en el que mostraba el cambio hacia empresa farmacéutica con dianas terapéuticas claras que pareció no convencer al mercado. Además, realizó la compra de la empresa alemana Biotest que, desde nuestro punto de vista, le permite diversificar geográficamente, la

permite incrementar en 3 millones de litros de fraccionamiento desde los 15 actuales y fraccionar nuevas proteínas que le generaran mayores márgenes.

- **Philips.** (-8% en el trimestre / contribución al fondo -0.24%). La fabricante de equipos médicos continua su buena singladura, pero se vio interrumpida por problemas en los equipos de apnea, en el que había posibilidad de pequeñas partículas de espuma se introdujesen en el conducto y generaran cáncer. Tan solo ha afectado a un 0,13%, con menos de 10 casos. Pero el castigo en bolsa ha sido mayor a los 10.000 millones de euros. Pensamos excesivo, en especial con la rapidez de respuesta y el hecho que los doctores no han dejado de recomendar su uso.

En Profundidad: Clasquin

Precio actual = 65,8,€

Peso en cartera = 2,50%



La RAE define serendipia como hallazgo valioso que se produce de manera accidental o casual. Pues podríamos decir que llegar a **Clasquin** fue una serendipia. Aunque, en realidad, es resultado del proceso de análisis 3D que tenemos. Cuando analizamos una empresa, analizamos todas las del sector, grandes, pequeñas, de aquí o de allá, proveedores, clientes. Esto nos permite entender, entre otras cosas, qué empresas tienen ventajas competitivas, cómo evolucionan ventas, inventarios, márgenes en toda la cadena productiva, etc. Pues bien, analizando toda la cadena logística llegamos a Clasquin.

Clasquin es una pequeña empresa transitoria (*freight forwarder*) francesa con presencia en 21 países, con una cartera diversificada de clientes (tiene 16.000 clientes, donde los 30 mayores representan menos del 20% del margen bruto y el mayor cliente menos del 4%) e industrias (23% textil, 23% industria, 9% productos hogar). Las mayores empresas del sector son **Kuehne + Nagel (K+N)**, **DSV Palanalpina** o **DHL**. Lo que hacen este tipo de empresas es, de forma simplificada, comprar y vender espacio. Contactan con un cliente que quiera transportar algo del punto A al punto B y lo que hacen los transitarios es encargarse de buscar el espacio bien en barco, avión o camión y realizar toda la documentación necesaria, tanto para el país origen como el destino. Esto permite ahorrar mucho tiempo al cliente, ya que no ha de estar pendiente del momento que entra el barco en el puerto o la documentación fitosanitaria que se pueda necesitar en destino. Como describimos a DSV (carta Trea European Equities - Abril 2020), este sector actúa de celestina entre comprador y vendedor.

Las claves de este sector son dos:

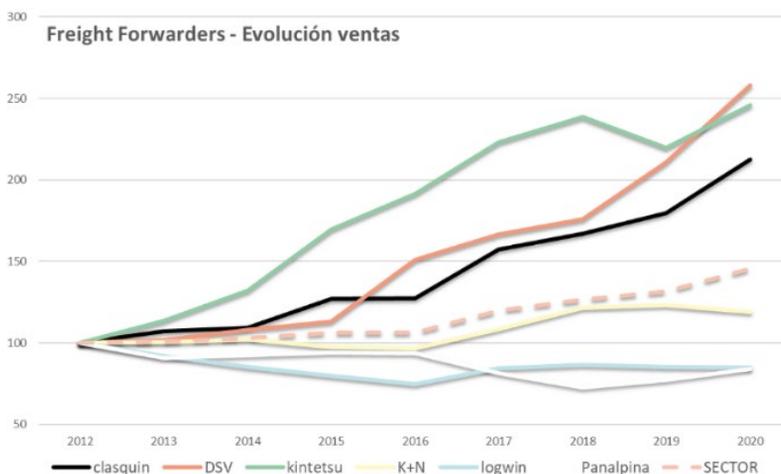
- Crecimiento.

Tanto orgánico como inorgánico. Según DSV, las top 20 empresas tan solo representan el 35% de la cuota de mercado. Con lo que el crecimiento inorgánico es clave si una empresa quiere crecer. Cosa que, con los datos que tenemos, consideramos que **Clasquin** ha entendido a la perfección. Prueba de ello es que se ha gastado 30 millones de euros en adquirir más de 10 empresas en los últimos 10 años.

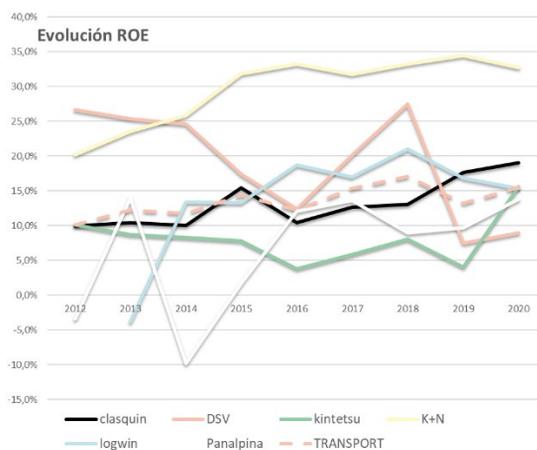
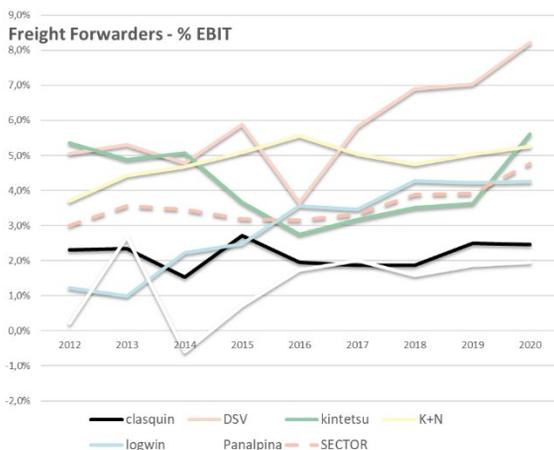
- Eficiencia.

Si se desea tener un negocio escalable y rentable, invertir en tecnología es clave. Por esta razón, la rentabilidad de las empresas que lo han hecho es superior a las que no, ya que permite generar muchos automatismos. En estos últimos años **Clasquin** se ha preparado y de aquí la integración del software de **SAP** y Cargotec en sus plataformas, el mismo que utiliza **DSV**, el referente en el sector.

Aunque **Clasquin** es una pequeña empresa de 150 millones de euros de capitalización bursátil, consideramos que el crecimiento en ventas y en beneficios le permitirán, cada vez más, realizar adquisiciones mayores, con lo que el crecimiento a futuro puede ser notable.



Entendemos que lo anterior, junto con el hecho que ha invertido en sistemas y tecnología, han de permitirle alcanzar retornos parecidos a los competidores de mayor tamaño que ya lo han hecho.



Valoración

De acuerdo a las cuentas anuales publicadas por la empresa, en los últimos 5 años, **Clasquin** ha crecido de 650 a 1.000 empleados, de 55 a 64 oficinas, y de 235 millones de facturación a 390, lo que le ha permitido ser más eficiente pasando de 2 a 5 millones de euros de beneficio neto y la ratio de conversión (ebit/margen bruto) del 8 al 13%, con espacio de mejora hasta alcanzar los 18% de K+N o los 30% de DSV.

Consideramos que la empresa tiene muy claro el camino que hay que seguir y cómo hay que hacerlo. Con lo que tan solo que las ventas crezcan igual al PIB mundial, 3% anual, menos del 9% anual de los últimos 10 años, le permitiría pasar los beneficios netos de los 7 de este 2021 a 12 en los próximos 4 años. Esto se traduce en un precio por kilo de beneficio (PER) de 12.8x en 2025.

¿Y esto es mucho o poco? Comparando varios múltiplos con los competidores, y comparado con el PER medio de los últimos 10 años (24x), creemos que es poco.

	PER ('21)	P/Sales	EV/Ebit
Clasquin	14,1x	0,3x	10,0x
DSV	42,8x	2,2x	24,0x
Kintetsu	9,6x	0,3x	7,2x
K+N	24,5x	1,3x	14,0x
Logwin	19,0x	0,5x	12,2x

Si aplicamos un PER 16x al beneficio de 12 que puede obtener en 2025 nos arroja un

valor de 192 millones. Más los flujos de caja que podría generar desde hoy hasta esa fecha, 50 millones, nos da un valor total de 242 millones de euros, o un 61% más que hoy.

Aunque en nuestra humilde opinión el crecimiento de **Clasquin** no se parará en 2025, sino que puede continuar más allá. La razón no es otra que nuestro entendimiento de que las compras que realiza, los sectores en los que quiere operar y los mercados en los que quiere estar no son ninguna serendipia.

“Para el investigador no existe alegría comparable a la de un descubrimiento, por pequeño que sea”. Alexander Fleming

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 expuestasposición 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.