

TREA EUROPEAN EQUITIES

Enero 2022

Xavier Brun

Director Renta Variable Europea

Trea European Equities¹

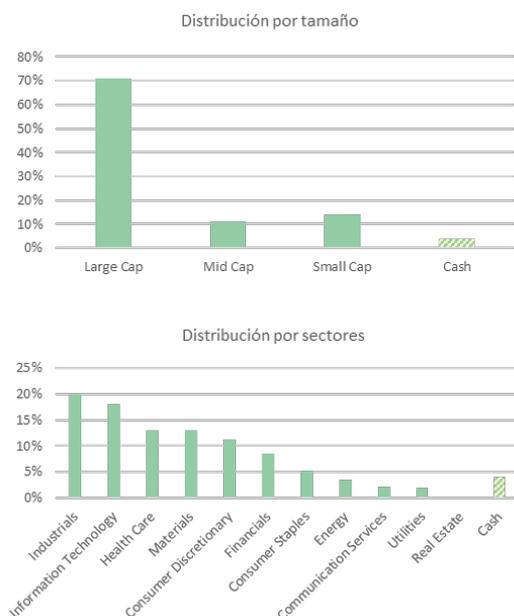
Año 2021

En el año 2021 el fondo ha logrado una rentabilidad del **27,9%** mientras que los índices EuroStoxx 50 un **21,0%** y el Stoxx 600 un **22,2%**.

	TREA European Equity	Eurostoxx 50	Dif.	Stoxx 600	Dif.
Diciembre	5,2%	5,8%	-0,6%	5,4%	-0,2%
Noviembre	-3,4%	-4,4%	1,0%	-2,6%	-0,8%
Octubre	5,8%	5,0%	0,8%	4,6%	1,3%
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	27,9%	21,0%	6,9%	22,2%	5,6%
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%

Posicionamiento de la cartera

Datos a 31 diciembre de 2021



Máx. 10 posiciones

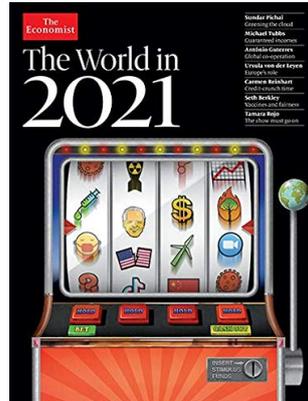
Compañía	Peso
Atalaya Mining	5,1%
Laboratorios Rovi	4,2%
ASM International	4,0%
AAK	3,1%
S.O.I.T.E.C.	3,1%
Clasquin	3,1%
LVMH	2,7%
Airbus	2,7%
Grifols	2,6%
Flatexdegiro	2,4%

(*) Rentabilidades correspondientes al anterior equipo gestor

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

Comentario

En el 2021 nos despertamos con la siguiente portada de *The Economist*:



Por aquel entonces ya se desprendía que el resultado sería una lotería. Lo bueno en estas situaciones es que cuando hay demasiados riesgos encima de la mesa los movimientos en los mercados no suelen ser exagerados. Los mercados caen en picado cuando el problema está muy bien definido, acotado y medido. Aquí tenemos el petróleo como protagonista en 1973, las punto com en el 2000, torres gemelas en 2001, Leheman Brothers en 2007, periféricos 2011, China 2016 o Covid 2020.

Pues bien, para este 2022 la portada podría ser la misma, ya que no parece ser distinto. Cualquier cosa puede pasar, por esta razón la palabra más utilizada para este año es cautela. En especial por los siguientes riesgos:

- Inflación.
- Covid.
- Suministros.
- Geopolítico.

Como tsunami gestándose lentamente, el Covid provocó retirada de demanda que luego vino toda de golpe y sin preguntar. Esto destrozó los pilares logísticos dando como resultado los problemas de suministros e inflación que tenemos hoy día.

Pero vayamos por partes, al covid parece que este año se le pasará a catalogar como endemia en lugar de pandemia. Un paso más hacia la normalidad. A medida que entremos en ella, los suministros se irán encauzando y con ellos tensiones en subidas de costes en las empresas que dependan de ellos. En resumen, todo parece indicar que tiene fecha de caducidad.

El caso de la inflación se debe en parte a los problemas de suministro, con lo que cabría esperar moderación en este aspecto. Especialmente en un año repleto de subidas, donde los fletes marítimos se han multiplicado por diez o el gas por tres. Si hacemos el ejercicio de mirar cuando han subido los precios (IPC) de diciembre 2019 a diciembre 2021 nos arrojan resultados equivalentes a una inflación del 2,3% en Europa y 4,1% en Estados Unidos, que si comparamos con el promedio de los últimos 20 años en Europa (1,7%) y Estados Unidos (2,3%) son mayores, pero no desmesurados. Lo que si deben

hacer los bancos centrales es reducir la cantidad de dinero en circulación, para que cuando la velocidad del dinero aumente gracias al tsunami consumista, se encuentre con una cantidad de dinero menor. Para poner un dato, el 30% de los dólares y el 15% de los euros que hay en circulación (M2) fueron imprimidos entre 2020 y 2021.

Las tensiones geopolíticas siempre han estado en mayor o menor medida. Hoy día Vladimir Putin quiere alardear de fuerza internacional con una Europa debilitada por la necesidad de bajar factura del gas y unos Estados Unidos sin Trump. Aunque haya intereses cruzados tanto económicos como políticos entre países del mundo, todo parece indicar que o bien por cordura o por conveniencia todo quedará como guerra política y no militar.

Y en el 2021, ¿Cómo lo han hecho las empresas?

El fondo ha subido un 27,9% donde las tres empresas que más han contribuido a la rentabilidad han sido²:

- **Atalaya Mining:** +4.2% de contribución de la compañía al fondo, habiendo incrementado ésta su rentabilidad un +102% en el año.
- **ASM Internacional** +3.5% de contribución de la compañía al fondo, habiendo incrementado ésta su rentabilidad un +118% en el año.
- **Laboratorios Rovi** +2.8% de contribución de la compañía al fondo, habiendo incrementado ésta su rentabilidad un +96% en el año.

Las tres empresas que han restado a la rentabilidad han sido:

- **Grifols** -1,1% de contribución de la compañía al fondo, habiendo disminuido ésta su rentabilidad un -28% en el año.
- **Philips** -0.7% de contribución de la compañía al fondo, habiendo disminuido ésta su rentabilidad un -23.8% en el año.
- **Valeo** -0.5% de contribución de la compañía al fondo, habiendo disminuido ésta su rentabilidad un -16.7% en el año.

A pesar de los movimientos que ha habido durante el año, las cotizaciones han seguido en cierta medida la evolución de los negocios subyacentes, que en esencia es lo que las rige a largo plazo. Por ejemplo, los beneficios operativos de **Atalaya**, **ASM** y **Laboratorios Rovi** aumentaron en 2021 un +370%, +51% y +120% respectivamente. Mientras que los de **Grifols**, **Philips** y **Valeo** un -1%, +35% y -32%³.

A pesar de los fuertes movimientos, estas seis acciones todavía las mantenemos en cartera porque esperamos que los beneficios continúen creciendo a futuro. Por ejemplo, **ASM Internacional** presentó el pasado mes de septiembre en su día del inversor que espera doblar ventas de aquí a 2025, gracias, en parte, a su técnica de deposición

² Fuente: Bloomberg

³ El caso de Valeo se ha medido 2019 vs 2021 al ser 2020 -579 millones de euros y 2021 659 millones de euros

atómica será necesaria en los chips GAA (*Gate All-Around*). ASM pone el “cemento” a escala atómica de los edificios que componen los chips, si éstos toman forma de rascacielos, como el GAA, entonces más “cemento” será necesario.



O **Philips**, que a pesar de los problemas que tiene con los aparatos de apnea *Dreamstation*, de suministro y las peticiones de retraso de entregas por parte de clientes, ha aumentado las ordenes de sus equipos por 5º año consecutivo. Cabe remarcar que los equipos de **Philips**, y sus dos competidores más cercanos, **Siemens Healthineers** y **GE**, están incorporando el tratamiento de datos que ayudan a los doctores a poder identificar dolencias.

Son ejemplos de que lo que nos preocupa son los negocios subyacentes. Entonces, ¿cómo de saludables han estado nuestras empresas?

- 50 de las 60 empresas que tenemos actualmente en cartera han logrado unos beneficios operativos superiores a los de antes de la pandemia.
- 5 de las 60 obtuvieron pérdidas operativas en el 2020, todas ellas clasificadas como cíclicas (**RWE**, **TotalEnergies** y **Valeo**) o situaciones especiales (**Accor** y **Airbus**) y tan solo 1 continuará con pérdidas en 2021, la hotelera **Accor**.
- Entre 2019 y 2021:
 - El promedio de subida de beneficios operativos ha sido del 70% y la mediana del 33%.
 - 26 de las 60 empresas han logrado un incremento de beneficios superior al 50% y 14 de las 60 ha sido más de un 100% superior.

Como conclusión, el comportamiento de la cartera en bolsa responde, en buena parte, a la evolución de los negocios subyacentes.

¿Y para este 2022?

Séneca decía “Cuando no sabemos a qué puerto nos dirigimos, todos los vientos son desfavorables”. Entonces, nuestro objetivo principal es centrarnos en fijar un rumbo para llegar al puerto que nos dirigimos. Justamente lo que debió pensar en 1915 Ernest Shackleton, el capitán del barco Endurance. Pero en medio de la singladura se vio atrapado en el hielo, viviendo a merced de los caprichos del clima antártico, del deshielo, de la hambruna y la desesperación pero que por suerte todos lograron sobrevivir al cabo de 18 meses.

La conclusión que podemos llegar es que, aunque uno tenga muy claro hacia donde pueda ir el mercado, este actúa como un inclemente viento en medio de la Antártida. Es por ello que debemos estar preparados, como lo estuvo la tripulación del Endurance, a cualquier percance que pueda haber.

Por esta razón, la cartera no sufre ningún cambio por el simple hecho de cambiar de año. Continúa estando, a nuestro entender, bien estructurada.

by category	% s/P
Deep Growth	1%
Compounder	36%
Stable	22%
quality cyclical	18%
deep cyclical	15%
special situation	6%

El gran grueso de la cartera pivota en empresas cuyos negocios son *Compounder* o Estable, lo que indica que la evolución de sus beneficios ha sido y se espera que siga siendo creciente y con poca volatilidad. En este grupo tenemos a **AAK** o **Clasquin**, en el que la evolución de los beneficios ha sido positiva, elevada y con poca volatilidad. Por su lado, más del 30% de las empresas tienen un corte cíclico, del cual más de la mitad son negocios considerados *quality cyclical*. En este subgrupo tenemos por ejemplo a la empresa de componentes de automoción **CIE Automotive**, que, aunque estando en un sector cíclico ha ido aumentando los beneficios en todo un ciclo económico.

En resumen, tenemos una cartera que se espera que aumente los beneficios un 16% anual en los próximos dos años⁴, con unos múltiplos atractivos, con unos retornos elevados y con poca deuda. Una cartera que pensamos puede adaptarse muy bien a cualquier situación para poder llevarnos a buen puerto.

⁴ Fuente: elaboración propia y bloomberg

	2021	2022	2023
CARTERA Beneficio	100	119	134
Compounder	100	115	143
estable	100	113	133
quality cyclical	100	115	125
deep cyclical	100	113	116
special situation	100	115	152
CARTERA PER	23,0x	19,6x	17,0x
Compounder	27,8x	25,2x	19,5x
estable	22,9x	19,6x	17,3x
quality cyclical	19,8x	13,7x	15,8x
deep cyclical	11,8x	11,0x	10,5x
special situation	24,9x	34,0x	16,4x

	ROCE	Deuda Neta / Ebitda
CARTERA	28%	1,2x
Compounder	34%	0,6x
estable	28%	2,4x
quality cyclical	18%	1,7x
deep cyclical	15%	0,6x
special situation	33%	0,6x
Stoxx 600	26%	1,4x

Por último, nos gustaría compartir con todos ustedes la alegría que nos da haber logrado este 2021 la segunda posición del ranking de Expansión categoría Renta Variable Zona Euro. Esto nos motiva a trabajar duro este año para mantener el fondo en estas posiciones.

“Lo básico es creer en ti e intentar dar lo mejor de uno cada día”.

Rafa Nadal (Tenista)

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



3A

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 si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

El presente documento es una descripción de los principales hitos del fondo Trea European Equities durante el año 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.