GLOBAL ARROW FUND

INVESTOR LETTER

Octubre 2025

Nota: ¿Por qué sobreviven las abejas?

Caso: Puig Brands

EXCELLENCE IN EVERY DECISION

Nota: ¿Por qué sobreviven las abejas?

Cuando una abeja encuentra un pareje lleno de flores, vuelve al panal y lo comparte con el resto de las compañeras mediante el "baile del meneo". Si el alimento está lejos (50-100m) el baile tiene forma de 8, si está cerca, de 0. Si la intensidad del baile es alta, indica mayor cantidad y calidad del descubrimiento. Frente a ese espectáculo, las abejas recolectoras pueden decidir hace caso o no. Y aquí es donde reside su supervivencia. De ir todas al mismo lugar, no diversificarían. Con lo que la fuente de alimento se podría agotar y tener que buscar otros lugares, si no los encuentran, la colmena estaría en peligro. Por eso, las que deciden no hacer caso e ir por su cuenta, ayudan a diversificar fuentes de alimento y, como consecuencia, la supervivencia del panal.

Hoy día, hay una abeja llamada Inteligencia Artificial (IA) que no para de hacer el "baile del meneo". Atrayendo a muchos inversores. Tanto es así que las acciones relacionadas con la inteligencia artificial explican el 80% de la rentabilidad del S&P 500 en el mes de octubre y más del 60% de la rentabilidad en lo que llevamos de año.

Pues bien, con una presencia testimonial en empresas relacionadas con la IA, Global Arrow ha logrado un retorno similar al de los índices. Lo que viene a decir que hay lugares en este prado llamado bolsa en los que hay excelentes negocios a muy buenos precios. Por ejemplo, sectores como salud o consumo no cíclico están cotizando a múltiplos PER (precio pagado por cada "metro cuadrado" de beneficio) por debajo de la media de los 10 últimos años. O, por ejemplo, si tomamos el índice mundial MSCI World y le damos igual peso a todas las acciones (llamado *equally weight*) tiene un múltiplo PER en la media de los últimos 10 años. Luego no hay motivos para vender por el simple hecho de que los índices hayan llegado a máximos.

Nuestro estricto proceso de inversión nos lleva a lograr buenas rentabilidades con empresas fuera del terreno IA como Thermo Fisher (líder en instrumentos de laboratorio y diagnóstico), Puig Brands (una de las mayores empresas de fragancias), West Pharmaceutical (líder en sistemas de contención y administración de fármacos inyectables), Cie Automotive (componentes para automoción) o Flatexdegiro (uno de los mayores bróker online de Europa).

Si Global Arrow fuese una única empresa, veríamos que para los próximos 3 años se espera un crecimiento de casi el 50%, con un múltiplo PER de 19x, mucho más atractivo que el 35% de crecimiento y PER de 20x del índice mundial MSCI World.

Y siguiendo con el motivo de supervivencia de las abejas, nuestro fondo tiene varias fuentes de crecimiento (o alimentación) bien diversificadas, desde las necesidades del

sector farmacéutico para substituir los 150.000 millones en ventas de los fármacos que les vencen la patente los próximos 4 años, pasando por el crecimiento de clase media en países emergentes, la mayor tenencia de mascotas, la escasez de cobre o el incremento de las pólizas de seguros en EEUU. Una cartera que, como las abejas, pensamos perdurará, aunque ocurran los peores eventos climatológicos.

Top contribuidores y detractores del mes

Las principales posiciones que han contribuido a la rentabilidad han sido:

- **Atalaya Mining**. La minera de cobre situada en Rio Tinto (Huelva), se beneficia de la fortaleza del precio del cobre y de la expansión de su producción gracias a la incorporación de material del yacimiento San Dionisio, más rico en cobre que el de Cerro Colorado. Esto la ha permitido presentar unas ventas de 12.100 tn de cobre y mantener las guías de entre 48 y 50.000 tn para 2025. Más producción, menor coste, justo el mensaje que han indicado. Atalaya Mining, es una de las pocas mineras puras de cobre cotizando a precios inferiores a que si se quisiera montar hoy una mina de nuevo de igual tamaño. Esto, en un entorno de tensión fuerte en oferta de cobre y una demanda creciente, hacen que la rentabilidad por flujo de caja libre sea mayor al 10%.
- **Thermo Fisher Scientific**. El proveedor integrado de instrumentación, consumibles para laboratorios presentó unos sólidos resultados. Crecimientos orgánicos del 3% en el trimestre en casi todas sus líneas de negocio permiten al equipo gestor ser positivo en el alcance de las guías para 2025. Y, en especial, muy positivos al indicar que esperan "futuro muy brillante para la empresa". Sus productos son clave para la investigación, cuyas ventas provienen, en más del 80%, de los consumibles de estos productos. Con un precio por "metro cuadrado de beneficio" (PER) igual a la media de los 10 últimos años, el crecimiento que nos quedaremos será el de los beneficios, que se espera sean del 12/14%.

Detractores

- **Grifols.** La empresa de hemoderivados baja en bolsa a la espera de los resultados que se presentarán a principios de noviembre. Los motivos son informes de analistas que indican que podría presentar unas ventas inferiores por culpa del tipo de cambio, pero que el margen podría ser mayor. Tengamos en cuenta que el 65% de las ventas provienen de EEUU, pero también los costes y la deuda. Con lo que "pintar" las cuentas en EUR (llamado efecto traducción) puede afectar, pero no así el flujo de caja y su capacidad de pago. La conclusión de este

informe es el mismo que emplean dos gestoras para apostar a la baja de la acción. No obstante, después de escuchar la fortaleza del sector plasma y los crecimientos de su competidora CSL, pensamos que los resultados serán los esperados. Es decir, crecimientos en ventas, márgenes y continuación de generación de caja. Todo ello a unos múltiplos PER que son prácticamente la mitad de la media histórica.

- Novo Nordisk. La empresa de medicamentos para la diabetes y la obesidad que opera en un oligopolio (Eli Lilly y ella) cae en bolsa al calor de las noticias que indican que la administración de Trump quiere reducir los costes de los medicamentos para la obesidad y equipararlos a los precios que aplican en Europa. De aplicar tal medida, el impacto en ventas sería de apenas un 2,5% de las ventas. Además, Novo, igual que Lilly, está en proceso para lanzar su medicamento para la obesidad en pastillas y tiene medicamentos a punto de lanzar (*pipeline*) que mejoran la ratio de bajada de peso. Y tiene, esto sí tan solo Novo, estudios que demuestran la mejora de riesgo cardiovascular de sus productos y está a punto de lanzar posible relación de mejora de la evolución del Alzheimer. Todo esto en la mesa, cotiza a un múltiplo la mitad que Lilly, lo que se traduce en una rentabilidad por flujo de caja libre entre el 8 y el 10%. Con lo que ni el modelo de negocio, ni los productos actuales ni los potenciales ni la estructura de balance justifican tan descuento.

Empresa del mes: Puig Brands

Precio: 14,89 EUR (31 octubre de 2025)
Capitalización: 8.413 Mill de EUR
Deuda Neta ajustada: 1.518 Mill de EUR
PER ajustado (26): 13.2x

PUIG

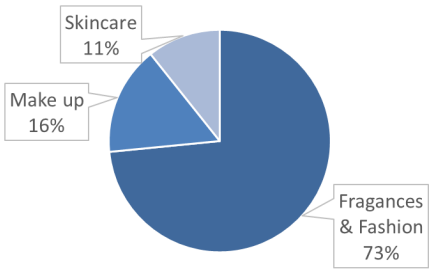
Perfume proviene del latín *per fumum,* que significa a través del humo, cuyo origen está en la quema de incienso en los rituales. Desde entonces, el sector de perfume ha cambiado mucho hasta llegar a ser, en algunos casos, un bien de lujo.

Y justamente esta característica la ha entendido bien Puig y la aplicado a su negocio. Desde que naciera en 1914 en Barcelona con el nombre de su fundador, Antonio Puig, la empresa cambió a Puig Beauty & Fashion en 1999, para englobar negocio de moda y cosmética para finalmente llegar a Puig Brands, en 2022. Estos cambios de nombre no son casuales ya que acompañan a la transformación de la empresa.

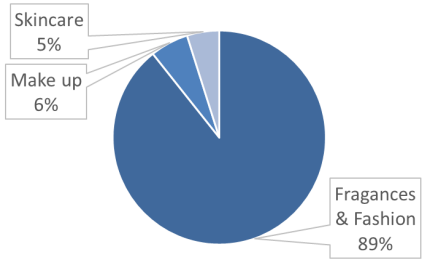
Puig Brands es una empresa dentro del sector Belleza (*Beauty*) con tres segmentos: Fragancias (*Fragances*), Maquillaje (*Make-up*) y cuidado piel (*Skincare*). Donde el mayor

de ellos es fragancias, con más del 70% de las ventas y casi el 90% del beneficio operativo.

Peso ventas en 2024



Peso margen operativo (EBIT) 2024



Quizá por Puig no les venga a la cabeza grandes marcas, pero si les hablo de Carolina Herrera, Jean Paul Gautier, Paco Rabanne o Nina Ricci, quizá les suenen un poco más. Pues el dueño de estas marcas, y de muchas otras, es Puig Brands.

Desde su creación, ha sabido bien con quien competía, con las L'Oreal, Chanel, Estée Lauder o LVMH del mundo. Para ello, su estrategia se ha basado en la esencia, como el buen perfume. Esa esencia que lleva a que Puig deba ser dueño de la marca, por esta razón compró Carolina Herrara en 1995, Nina Ricci en 1998 o Jean Paul Gautier en 2011. Porque entendía que para que una empresa perdurara no debía licenciar una marca, sino tenerla en propiedad[1]. Era la única forma de invertir en el largo plazo, de invertir en tiempo.

Porque igual que los buenos perfumes, la estrategia de la empresa es que una marca perdure en el tiempo, deje una estela de exclusividad y se proyecte al mundo. Y esto se empieza desde la base. Puig produce sus fragancias en sus propias instalaciones situadas en Alcalá de Henares (España) y Chartres (Francia). Opera directamente en 32 países a través de sus subsidiarias. Esto es clave porque tiene relación directa con sus clientes que le permite controlar el precio, la cantidad y el espacio en tienda. Un control que es necesario después de invertir tiempo en explicar una historia, crear una marca y un reconocimiento, porque de lo contrario, un distribuidor podría aplicar fuertes descuentos y desprestigiar la marca. Una barrera de entrada muy similar a la de las marcas de lujo, que cuentan una historia de un producto exclusivo. Para poner un ejemplo, en 2011 Puig Brands adquirió Jean Paul Gautier a Hermés, facturaba 5 millones y perdía dinero. Hoy día es top 3 en fragancia para hombre. Todo esto es dificil de replicar desde cero.

[1] Nota: existen empresas, como Interparfumes, Coty o incluso L'Oreal que adquieren derecho uso – licencia - temporal de una marca para lanzar perfumes

La estrategia de Puig Brands se centra en 5 pilares:

1. Focus en *Prestige*. La empresa clasifica las marcas en tres grandes grupos:
    a. Niche: la parte más exclusiva. Marcas de alta calidad en los que hay menos de 2.000 puntos de venta. Aquí tenemos a Byredo, l'Artisan Parfumeur, Penhaligon's o Dr. Barbara Sturm.
    b. Prestige: aquí tenemos las marcas icónicas, como Carolina Herrera, Paco Rabanne, Jean Paul Gautier o Nina Ricci en perfumes o Charlotte Tilbury en cosmética. Marcas que representan lujo y presentes en más de 20.000 puntos de venta.
    c. Lifestyle: marcas de menor coste para el gran público. Aquí se agrupan marcas como Adolfo Dominguez o Banderas.
2. Priorizar la propia marca. En el sector hay dos claros modelos: los de marca propia y los de licencia. Puig se centra en el primero, porque es la forma de captar todo el valor a largo plazo. Resultado de ello es que ha situado Rabanne, Carolina Herrera y Jean Paul Gautier en el top 10 de las marcas mundiales.
3. M&A Selectivo. Después de nuestras conversaciones con el equipo directivo y expertos del sector, ensalzan su política de compras de empresas. La empresa entiende que los fundadores deben continuar ejerciendo labores directivas, como Charlotte Tilbury, los dueños de Byredo o de Dr. Barbara Sturm. Les ofrecen continuar igual, pero en una estructura mucho mayor. Esta política atrae a muchas empresas que prefieren tener como socio a Puig en lugar de las mayores casas del sector. Una ventaja competitiva que se observa después de que Marc Puig, su actual CEO haya designado a José Manuel Albesa como CEO adjunto, para así él centrarse más en M&A.
4. Creación de fragancias nicho. La empresa sabe contar historias detrás de cada marca, conoce la fórmula y tiene la experiencia para crear marcas de lujo. Perfumes cuyo precio por 100ml puede ser superior a 200€. Esto es un equipo centrado en el control de la oferta en toda la cadena de valor.
5. Belleza más allá de las fragancias. Las ventas cruzadas entre perfume, maquillaje y cuidado de la piel pueden ser muy relevantes en marcas ya consolidadas. De aquí que hayan abierto una línea de cosmética Carolina Herrera o Rabanne. Pero, a diferencia de fragancias, maquillaje y cuidado de la piel requiere de una inversión fuerte en I+D, lanzamientos de nuevos productos de forma recurrente y un valor de marca. Esta diferencia de estructura mental, la ha entendido Puig, por esta razón ha decidido comprar directamente marcas existentes, como Charlotte Tilbury o Dr. Barbara Sturm, en lugar de empezar de cero.

Con esta esencia, la empresa es capaz de crecer en ventas más que el mercado de forma orgánica, un dígito alto a medio plazo. A lo que se puede sumar un crecimiento

inorgánico a través de compras. Dando como resultado crecimientos cercanos a doble dígito. Este mayor crecimiento le permite invertir en las propias marcas con una inversión cada vez menor al apalancarse en su capacidad logística, lo que les resulta en mayores márgenes. Un circulo vicioso que hace que su ventaja competitiva aumente.

En resumen, una empresa con capacidad de crecimiento de doble dígito, cotizando a un múltiplo PER de 13x. Con una deuda que representa menos de 3 años de Flujo de Caja Libre. Y con unos activos fuera del balance, como el 50% de ISDIN (beneficio de 50 millones de euros en 2024), el 25% de STL (Purificación García) (beneficio de 37 millones de euros en 2024), 35% Ponteland Distribuçao (Casa Granado) (beneficio de 54 millones de euros en 2024), o el 15% de Adolfo Dominguez, que pueden representar entre el 5 y 10% de la capitalización bursátil.

"Como las abejas, invertimos para que el ecosistema prospere; el retorno llega cuando el campo florece". *Anónimo.*

Muchas gracias por su confianza, nuestra más preciada inversión.

Un saludo,

Xavier Brun, PhD. Head of Equity Trea AM
Asesor del Global Arrow

DISCLAIMER:

"La información contenida en esta carta, está emitida como la opinión del asesor del fondo en función de su política de inversión. ***Le recordamos que siempre es recomendable consultar a su propio asesor financiero*** *con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia o idoneidad.*

Esta carta ***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*** *y no sustituye a la información de los Datos Fundamentales del Inversor o cualquier otra inversión legal.*

Esta presentación, elaborada por el asesor, está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por tercero, 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.

Ni Trea Asset Management, SGIIC, SA ni Diagonal Asset Management, SGIIC tendrá responsabilidad alguna por cualquier reclamación derivada del uso de la información facilitada. ***"***