

Carta a los partícipes

Xavier Brun, PhD.

Head of Equity en TREA AM, Asesor del Global Arrow

“Sell in May and come back on St. Leger’s Day” (vende en mayo y vuelve el día de St. Leger) dicta el dicho, siendo St. Leger una de las reconocidas carreras de caballos de mitad de septiembre. Pues bien, este mes no ha sido una excepción y los mercados han empezado a subir. ¿motivos? Por un lado, mensaje de la Reserva Federal de Estados Unidos indicando que las bajadas de tipos serán inminentes para permitir un aterrizaje suave de la economía y, por otro, el programa de estímulos económicos de China que permitió concatenar un +26% en pocas sesiones. Pero no todo es positivo, la tensión geopolítica en Oriente Próximo parece no menguar, con lo que deberemos estar atentos a sus implicaciones más allá de sus fronteras.

No obstante, Global Arrow se centra en los fundamentales de las empresas, que sean robustos y resilientes a los ciclos económicos. Es por ello que, durante el mes, se ha recomendado incrementar exposición a UnitedHealth Group, LVMH, Soitec o Puig Brands aprovechando las bajadas.

Comportamiento y movimientos en cartera

Top 5 acciones	Peso %
Atalaya Mining Plc	4,3%
Berkshire Hathaway Inc-Cl B	4,1%
Unitedhealth Group Inc	2,9%
Thermo Fisher Scientific Inc	2,8%
LVMH	2,6%

Desde que lo gestiona Diagonal AM y lo asesora Trea AM, el fondo ha logrado una rentabilidad del 0.24% ¹, mientras que el MSCI World EUR ha obtenido un 1.58% y el Barclays EuroAgg un 3,32%. A pesar de ello, la cartera continua su proceso de creación con lo que estas diferencias no deberían ser

significativas.

En el mes podemos resaltar en la parte positiva a:

- DSV (+14.8% en el mes): la empresa logística se hizo con DB Schenker, la 4ª empresa del sector, convirtiéndose así en el líder absoluto, por delante de K&N o DHL. Su estrategia ha sido clara desde hace años: compra, se endeuda, optimiza, genera caja y devuelve deuda. Esto, en un sector muy atomizado, permite tomar fuerzas para continuar creciendo.

¹ Desde 21 de junio de 2024 a 30 septiembre 2024

- Inditex (+8.5%): los buenos resultados presentados por la empresa contrastan con los de sus competidores. Parece que el modelo de la dueña de Zara es mucho más resiliente. Siempre decimos que Inditex es una empresa logística que vende ropa. Esta mejor estructura más el potencial que todavía tiene en USA le otorgan un buen crecimiento a futuro.

En la parte negativa podemos resaltar:

- Soitec (-20.3%): la empresa tecnológica que hace las obleas usadas en los teléfonos móviles indico que las ventas no subirían este año, lo que contrastó con las expectativas del mercado. La razón es un incremento de inventario en el sector. Esta situación es puntual y Apple ya indicado que está mejorando. Con lo que será cuestión de tiempo que también mejore a Soitec.
- Puig Brands (-18.7%): la dueña de las fragancias Carolina Herrera, JP Gaultier o Rabanne, fue castigada después de la presentación de resultados. El motivo fue el menor beneficio en el trimestre, no obstante, toda esa diferencia es el coste de la salida a bolsa.

Durante el mes de octubre, la gran mayoría de empresas presentarán resultados con lo que tendremos la oportunidad de ver la evolución de sus negocios, estrategias, resultados, qué esperan para el 2024 y cómo encaran el 2025. Será entonces cuando podamos ver la calidad de los negocios en sus resultados.

Empresa del mes: DSV

Precio: 1.382,50 DKK (30 de septiembre de 2024)

Capitalización: 332.304 Mill de DKK

Deuda Neta ajustada: 37.400 Mill DKK.

PER ajustado (25): 25.8x



Fernando de Rojas escribió en 1499 Tragicomedia de Calixto y Melibea, más conocida como *La Celestina*, donde ésta contribuía a que dos personas entablaran una relación sentimental. Algo similar a lo que hace DSV.

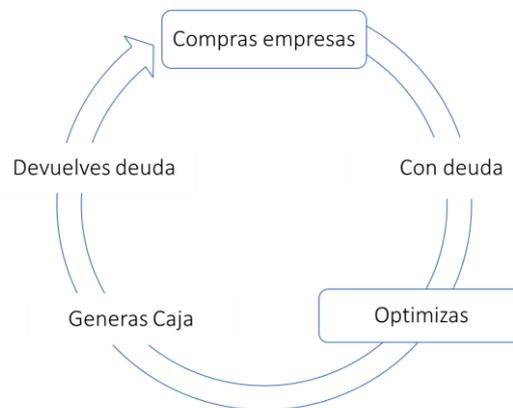
DSV es el mayor proveedor de transporte del mundo, conocidos como *freight forwarders*, cuya finalidad no es otra que facilitar el transporte de productos del punto A al punto B. La empresa que quiera mandar un producto a la otra parte del mundo tan solo debe preocuparse de la dirección de recogida y envío. DSV se encarga de toda documentación legal, permisos y coordinación entre transportistas (aéreo, marítimo o terrestre). El 54% de sus ventas proviene de servicios de transporte marítimo y aéreo, el 33% de servicios de transporte terrestre y el resto (15%) en servicios logísticos como almacenes. Aunque a simple vista parece que el transporte de mercancía es una *commodity* (todo el mundo lo hace igual sin diferenciación) y, por tanto, nadie estaría dispuesto a pagar a un tercero para buscar a un transportista, la realidad es bien distinta.

Pongamos un ejemplo: un fabricante de azulejos quiere enviar un contenedor lleno a un cliente en Singapur. Para ello debe contactar con el dueño del contenedor, con el transportista terrestre que lo lleve desde su fábrica al puerto, contactar con la empresa naviera que irá a Singapur, averiguar si el barco viene con retraso o no y a qué hora se carga el contenedor, saber la documentación necesaria (documentación fitosanitaria, aduanas, medios de pago, seguros...), seguir el barco para conocer la hora de llegada a puerto. Después, cargar el contenedor en otro medio de transporte que lo llevará a cliente final; todo ello teniendo toda la documentación sellada y en regla. Conclusión: mucha burocracia y coordinación con muchos proveedores. Aquí es donde entra DSV, que le compra espacio en el contenedor al transportista y se lo vende al fabricante de azulejos con todos los servicios administrativos.

En esencia, ofrece valor añadido en forma de ahorro de costes y tiempo en toda la cadena de transporte.

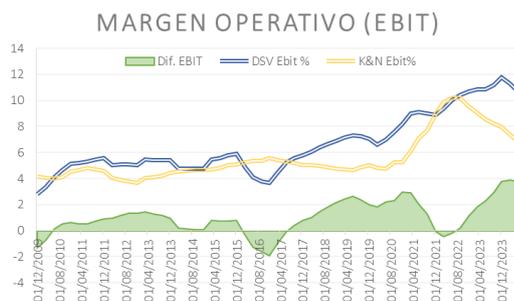
¿Y cuál es la calve del sector?

El tamaño. Cuanto más creces, más grande te conviertes. Aquí DSV lo ha tenido claro. Así que se ha centrado en comprar empresas del sector, endeudarse para ello, optimizarlas, generar caja y, con ella, devolver la deuda. Para luego, comprar más empresas y volver a empezar.



Tan claro lo ha tenido que, desde 2010 pasó de ser el número 10 a ser el número 1 comprando empresas como UTI Worldwide (2016), Panalpina (2020), Agility (2021) o DB Schenker (2024). Empresas que en 2010 eran el doble o el triple de tamaño que DSV.

Pero comprando empresas es condición necesaria, pero no suficiente. Requiere optimizar la fusión. Y aquí DSV también lo tiene claro: ofrece el servicio con menor coste. En un sector con mucha documentación y/o burocracia hay que ser eficiente. Para lograrlo, los trabajadores han de supervisar, no ejecutar, lo que hace que la inversión en sistemas informáticos sea clave. Una partida en la que DSV no escatima. ¿El resultado? Unos márgenes operativos superiores a los de Kuehne & Nagel (K&N); empresa que, hasta hace poco, era la número 2.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

¿Y a futuro?

Aunque DSV haya logrado la medalla de oro del sector, su cuota de mercado tan solo es entre el 6% y 7% y las 10 mayores empresas tan solo representan el 30% de cuota. En un sector tan atomizado resulta fácil continuar haciendo adquisiciones.

Con lo que si tenemos en cuenta las compras, más el crecimiento del comercio internacional que hará que se transporte más productos (igual al PIB mundial), más un mayor coste del servicio (igual a la inflación mundial): dará como resultado un potencial crecimiento en ventas entre el 8% y 9% anual, que puede traducirse en crecimiento en beneficios entre el 10% y 12% gracias al apalancamiento operativo.

Si el sector se parece al personaje de Celestina, las empresas se parecen a Calixto y Melibea. En este caso, DSV sería Calixto, el joven noble y adinerado que hace lo imposible por conquistar a la fría y distante Melibea, encarnada en las demás empresas del sector. Como en el libro, Calixto y Melibea terminan por enamorarse. Lo que diferencia la ficción de la realidad es el final. En el caso de DSV siempre termina bien, en el libro, no.

“Vender tus acciones ganadoras y aguantar las perdedoras, es como cortar las flores y regar las malas hierbas”. - Peter Lynch (Inversor) -.

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.

Trea Asset Management, SGIC, SA ni Diagonal Asset Management, SGIC no tendrá responsabilidad alguna por cualquier reclamación derivada del uso de la información facilitada. “