

## Carta a los partícipes

Xavier Brun, PhD.

Head of Equity en TREA AM, Asesor del Global Arrow

Pep Guardiola se estrenó como entrenador del FC Barcelona en la temporada 2008-09. Su primer partido en la Liga se saldó con una derrota por la mínima frente al Numancia. Esa misma temporada ganó La Liga, la Copa del Rey, la UEFA Champions League, la Supercopa de España, la UEFA Super Cup y la FIFA Club World Cup y se le recordó como el Barça de las 6 copas. José Mourinho empezó en la temporada 2010-11 a entrenar al Real Madrid. Su primer partido en la Liga terminó con un empate frente al Mallorca. En la temporada 2011-12 empezó perdiendo el primer partido de Liga en casa contra la Real Sociedad, pero la ganó y se recordó cómo “La Liga de los 100 puntos”.

Global Arrow Fund cumple sus primeros cuatro meses con el tándem Diagonal Asset Management y Trea Asset Management. Si se compara la rentabilidad del fondo (-1,1%) con la de sus principales índices (MSCI World EUR +2,3% y Barclays EurAgg +2,5%), hemos perdido el primer partido. Podríamos definir el resultado como decepcionante o desastroso, pero como decía el padre de la inversión en valor, Benjamin Graham, “en el corto plazo, los mercados son una máquina de votar, en el largo plazo, son una máquina de pesar”. Con esta frase, quería hacer referencia a que, en el corto plazo, el precio de las acciones fluctúa en función de la popularidad y las emociones, a largo plazo son los beneficios los que reflejan la evolución de los precios.

En la carta de este mes no hablaremos de una empresa en profundidad, sino que queremos compartir con todos ustedes nuestra forma de pensar.

### ¿Qué se busca en una empresa?

Guardiola y Mourinho, o cualquier entrenador, tenían muy claras las características que necesitan sus jugadores en base a su forma de pensar. Con ellos, podían enfrentarse a distintas competiciones, equipos o circunstancias. Si ahora les pregunto qué características quisieran que tuviera su negocio o empresa, con toda seguridad compartiríamos muchas de las características. Todas ellas las podemos agrupar en tres grandes grupos:

- Buen negocio, en el que...
- ...beneficios crezcan, y se logren con...
- ...poco riesgo

## 1. Buen Negocio

Warren Buffett ha utilizado el símil del foso de un castillo (Moat) para referirse a lo defendible que estaba un negocio. Este foso es mayor cuando la empresa está presente en un buen sector y goza de alguna ventaja competitiva.

### Buen Sector

Como buen sector se entiende como aquel que tiene barreras de entrada fuertes, cuyas empresas tienen poder de negociación con clientes y proveedores y no existen productos substitutivos. Por ejemplo, **UnitedHealth Group** tiene barreras de entrada fuertes ya que uno no puede competir con ellos poniendo un hospital justo al lado de los que ellos tienen. Se obliga a tener un Certificado de Necesidad que evalúa si existe una necesidad real de un nuevo hospital. Esto le facilita estar en las zonas con mayor densidad poblacional gozando de poca competencia.

### Ventajas Competitivas

Como ventajas competitivas una empresa puede tener cinco. Coste de cambio, efecto red, efecto tamaño, activo intangible o productor más barato.

- **Coste de cambio:** **Microsoft** es un claro ejemplo. Todos hemos aprendido con el paquete de ofimática Office, con lo que usamos Word, Excel o PowerPoint. Cambiar ahora y aprender uno similar suele ser un coste de tiempo que no se quiere asumir, incluso si la opción es gratuita.
- **Efecto Red:** **Visa** es un ejemplo. Cuantos más clientes con tarjetas Visa haya, más comercios los aceptarán, y, cuantos más centros las acepten, más tarjetas se emitirán. En la actualidad Visa se puede usar en 130.000 millones de sitios en todo el mundo, que realizan 757 millones de transacciones al día con sus 4.160 millones de tarjetas emitidas. Si esto se compara con los 133 millones de tarjetas emitidas de American Express se puede ver la magnitud de la ventaja.
- **Tamaño:** **Airbus** es un ejemplo. El coste de diseñar, ensamblar y testear un avión puede estar en los 10.000 millones de euros. Una vez hecho, has de convencer a las aerolíneas para que lo compren. Entonces, el coste fijo es muy elevado. Con lo que necesitas tamaño para dividir estos costes fijos y que salga rentable el negocio. Por esta razón, el mercado se ha optimizado a dos fabricantes con unos pedidos de aviones que se miden por años.
- **Activo Intangible:** **LVMH** es un ejemplo. El lujo vende tiempo, tiempo que hace que existen (suelen ser marcas centenarias nacidas de una familia), tiempo que tardas en lograr un producto suyo, tiempo que te dedican los dependientes en tu experiencia de compra, tiempo que se tarda en la fabricación de la prenda. Todo ello no puede crearse de un día a otro. Por esta razón, la marca es un activo intangible difícilmente reemplazable.

- **Productor más barato: United Rentals** es un ejemplo. Una de las mayores empresas de alquiler de maquinaria y productos para la construcción en Estados Unidos, ofrece sus servicios muy económicos. Esto le permite que tenga mayor demanda y, como consecuencia, mayor utilización que se traduce en mejores precios. Esto le ha permitido crecer las ventas un 18% anual en los últimos 30 años.

En resumen, si una empresa goza de una ventaja competitiva o está en un buen sector podrá aplicar unos precios superiores, vender más cantidad i/o producirlo más barato. Es decir, lograr unos beneficios superiores que si no gozara de tales privilegios.

## 2. Beneficios crezcan

Si es un buen negocio, los beneficios suelen crecer porque el precio de los productos o servicios aumenta igual que la inflación mundial y la cantidad de productos o servicios vendidos aumenta porque el mundo crece.

Pero si desgranamos las fuentes de crecimiento, éstas pueden ser agrupadas en:

### Orgánica:

- Precio. Puedes aumentar el precio año tras año porque tienes poder de fijación de precios o puedes trasladar el coste de tus productos al cliente. Ejemplos: **LVMH** o **Nestlé**.
- Cantidad. Puedes vender más porque el sector crece y tú con él o porque la empresa gana cuota de mercado. Ejemplo: **STMicro** o **United Rentals**.

### Inorgánica:

- Nuevas categorías. La empresa decide abrir nuevas vías de ingresos a través de nuevos segmentos o mercados. Ejemplo: **Amazon** con los anuncios.
- Adquisiciones: Compra de empresas competidoras. Ejemplo: **DSV**.

## 3. Poco Riesgo

Cuando se invierte en una empresa es condición necesaria que tenga ventaja competitiva y los beneficios crezcan, pero no es suficiente. También se prefiere que los beneficios o el negocio crezca con poco riesgo.

Para poder valorar el riesgo nos solemos fijar en:

- **Baja concentración de clientes o presencia geográfica diversificada**. Ejemplo: **Thermo Fisher**. La empresa de salud tiene presencia en más de 70 países en todo el mundo y vende prácticamente todos los productos que un laboratorio pueda utilizar. Con lo que casi todos los hospitales, farmacéuticas o biotecnológicas trabajan con sus productos.
- **Poca intensidad de capital**. Que no requieras gran cantidad de dinero para crecer o mantener tu actividad. Ejemplo: **FlatexDeGiro**, el bróker online no necesita gran inversión

en maquinaria o inventarios para mantener su actividad. **Microsoft** sería otro ejemplo, vender un software extra no requiere prácticamente de inversión

- **Poca Deuda.** Suele ser el resultado de un buen negocio cuyos beneficios crecen. Ejemplo: **Inditex**. El modelo de negocio de Inditex, con una gestión de la cadena de producción tan eficiente, le otorga una generación de caja enorme. Un dato: el beneficio del año 2020 ascendió a 1.100 millones de euros.
- **Cuentas claras.** Que las cuentas financieras tengan pocos ajustes contables o partidas de fuera del balance que puedan implicar un elevado coste. Todas las empresas de la cartera poseen esta característica. Ejemplo: **CIE Automotive**
- **Equipo gestor excepcional.** Tanto por conocimiento como por devoción. Ejemplo: **Atalaya Mining o CIE Automotive**. Ambas empresas, a pesar de estar en sectores cíclicos, cuentan con un equipo capaz de adaptarse a cualquier circunstancia.

## ¿Qué se tiene?

Pep Guardiola contó en su equipo con jugadores como Xavi, Iniesta, Messi y Busquets. Mientras que José Mourinho tuvo a Cristiano Ronaldo, Di María o Benzema. Cada uno tiene sus características, sus cualidades y su forma de jugar. Es la combinación de todas las cualidades las que hicieron grandes a ambos equipos. Igual que no sería prudente hacer una alineación de tan solo delanteros o defensas, en gestión ocurre lo mismo.

La alineación del Global Arrow se hace en base al origen principal de sus ingresos. Aquí podemos agrupar en:

- **China:** LVMH, Estee Lauder Atalaya Mining o Kering.
- **Bioteología:** Thermo Fisher.
- **Industria 4.0:** STMicro
- **Salud:** Grifols, UnitedHealth Group, Novo Nordisk, Roche, Recordati.
- **Veterinaria:** Idexx Laboratories
- **USA:** United Rentals, Brown & Brown
- **Crecimiento mundial:** Amazon, DSV, Nestlé,
- **Desintermediación financiera:** FlatexdeGiro
- **Turismo:** Airbus

De este modo, un estancamiento del crecimiento en China impacta sobre unas empresas, incluso puede ser de forma muy negativa, pero se circunscribe a una pequeña proporción de la cartera. Esta diversificación por origen de ingresos permite una gestión global del riesgo, al no poner todo en la misma cesta.

En la actualidad, el fondo está invertido en 26 acciones directas que representan el 42% del fondo. El resto está invertido en otros fondos de inversión, con filosofías similares a las planteadas aquí,

aunque se está modificando el folleto para que se pueda invertir la totalidad del fondo en acciones directas sin cambiar la filosofía del mismo<sup>1</sup>.

ACCIÓN	PESO %	ACCIÓN	PESO %
BERKSHIRE HATHAWAY B	4,0%	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	1,3%
ATALAYA MINING PLC	3,8%	KERING	1,2%
UNITEDHEALTH GROUP INC	3,0%	DSV A/S	1,2%
THERMO FISHER SCIENTIFIC	2,4%	AIRBUS SE	1,0%
LVMH	2,2%	BROWN & BROWN INC	1,0%
GRIFOLS SA	2,1%	FLATEXDEGIRO AG	0,9%
MICROSOFT CORP	2,0%	STMICROELECTRONICS NV	0,9%
AMAZON.COM INC	2,0%	UNITED RENTALS INC	0,9%
VISA INC-CLASS A	1,8%	IDEXX LABORATORIES INC	0,9%
NESTLE SA-REG	1,8%	ROCHE HOLDING AG	0,8%
RECORDATI INDUSTRIA CHIMA	1,5%	CIE AUTOMOTIVE SA	0,8%
S.O.I.T.E.C.	1,4%	ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	0,7%
PUIG BRANDS SA-B	1,4%	NOVO NORDISK A/S-B	0,6%

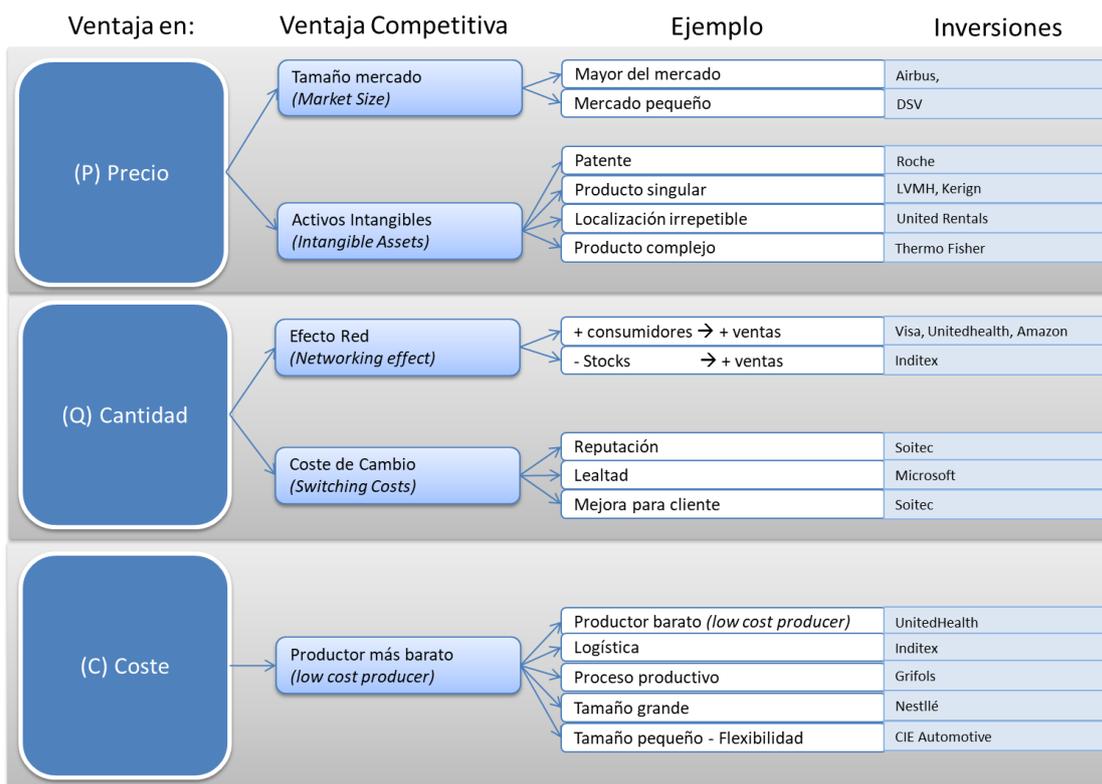
## ¿Cuál es el resultado?

Pues una cartera con unas buenas cualidades. Formada por excelentes negocios que gozan de ventajas competitivas.

## ¿Se tienen buenos negocios?

En el siguiente cuadro podemos ver que cada una de las empresas de la cartera posee en menor o mayor medida una ventaja competitiva, con lo que podemos concluir que sí. Que los negocios de las compañías son buenos negocios.

<sup>1</sup> Cambio previsto para finales de 2024.



Fuente: Elaboración propia

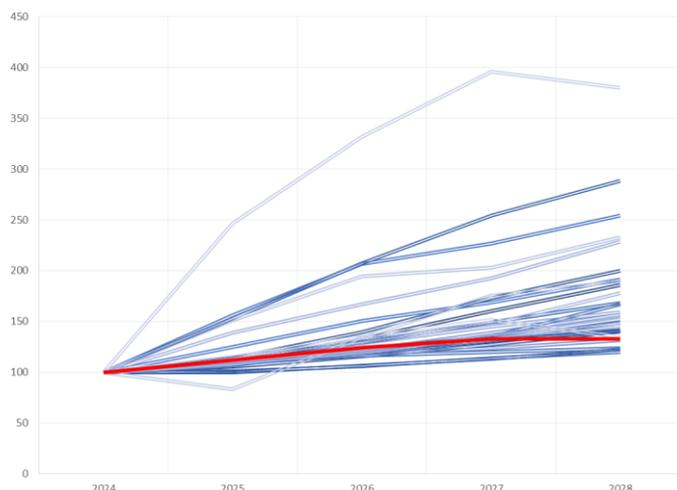
### Y los beneficios, ¿Crecen?

Si se quiere que algo tengan las empresas que se tienen en cartera son crecimientos de beneficios. Esta característica puede observarse en las expectativas de beneficios.

Si la cartera fuese una única empresa, ésta crecería en los próximos 5 años a razón de un 13% anual. Esto significa que, a tres años, el beneficio debería aumentar un 44% y a cinco años un 84%. Este dato no permite comparar con el índice, cuyo crecimiento de beneficios esperado es un 8% anual. Esto es, un 25% a tres años y un 45% a cinco años.

En el siguiente gráfico podemos ver las expectativas de beneficios de las empresas que tenemos en cartera (líneas azules) comparada con el índice MSCI World (línea roja).

**EVOLUCIÓN BENEFICIOS BASE 100**



Fuente: elaboración propia

¿y si las previsiones son incorrectas? ¿y si viene una recesión? Pues ocurrirá que los beneficios estimados estarán mal. Pero permítanme decirles una cosa: siempre los beneficios esperados serán incorrectos. Es imposible determinar la cantidad exacta de beneficios que se logrará ni cuándo se va a lograr. Es por ello que, el estudio de empresas debe centrarse en la aproximación y dirección de los beneficios, no en adivinar la cantidad exacta de éstos.

Ahora, imaginen por un momento en que nos hemos equivocado y el crecimiento de los beneficios es mucho menor. ¿qué ocurrirá? Pues que, observando el gráfico, la magnitud de crecimiento de los beneficios y la comparativa con el índice, se tiene margen a un cierto grado de equivocación. A este margen es a lo que nos referimos como margen de seguridad.

**Entonces, si la expectativa de beneficios es superior, ¿la cartera tendrá mayor riesgo?**

Como hemos comentado antes, el riesgo no lo medimos por los movimientos de la acción en el mercado, sino por la calidad del negocio, a mayor calidad menor riesgo. Ésta, a su vez, la medimos por el nivel de deuda, su equipo gestor, la transparencia de sus cuentas o el alto retorno.

De nuevo, si la cartera fuera una empresa, tendría las siguientes características:

	Global Arrow	MSCI World
Margen Bruto	57%	56%
Margen Operativo (EBIT)	22%	13%
ROE	22%	14%
EBIT/Intereses	20x	12x
Deuda Neta /EBIT	0,3x	0,6x
PE Ratio (2yr)	17x	20x
Crecimiento Beneficio (3yr)	44%	25%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Es decir, tendría un margen operativo (EBIT) alto que le permitiría afrontar cualquier adversidad del mercado. Con muy poca deuda, tan solo necesita el beneficio operativo de 4 meses para

poder repagar toda la deuda (0,3x Deuda Neta/EBIT) y con una capacidad de reinversión (ROE) muy alta. Todo ello, con un precio por metro cuadrado de beneficio (PE Ratio) inferior al del mercado.

Desconocemos si Global Arrow será como el Barça de Pep Guardiola o el Real Madrid de José Mourinho, pero estamos convencidos que tiene excelentes negocios como excelentes fueron Messi, Iniesta, Xavi, Ronaldo, Di María o Benzema. Porque como dice el dicho “De las raíces del roble nace su fortaleza”, justo lo que se está creando ahora, las raíces. Esperando que a final de año se apruebe el cambio de folleto y se empiece el 2025 con la totalidad de la cartera invertida en acciones.

La Liga justo acaba de empezar, tan solos se ha perdido el primer partido, pero como dice Warren Buffett: “*La bolsa es un mecanismo por el cual se transfiere dinero del impaciente al paciente.*”

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. “*