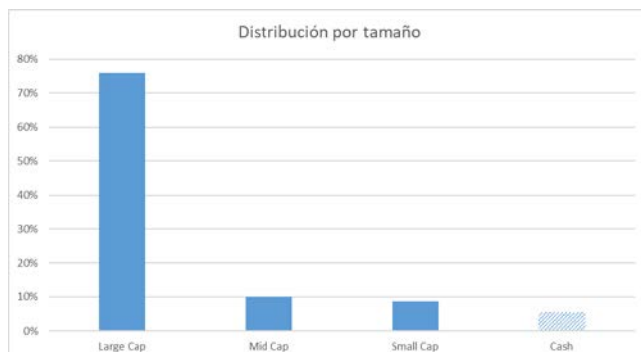


TREA European Equities¹

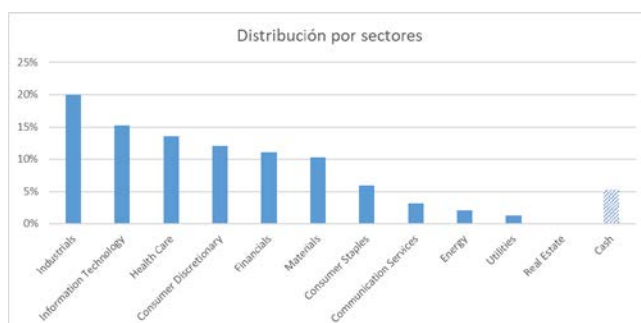
Abril 2021

Durante el mes el fondo ha logrado una rentabilidad del **+2,3%** mientras que los índices Euro Stoxx 50 un **+1,4%** y el Stoxx 600 un **+1,8%**.

	TREA European Equity	Eurostoxx 50	Dif.	Stoxx 600	Dif.
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)	15,0%	11,9%	3,1%	9,6%	5,3%
2020	0,3%	-5,1%	5,4%	-4,0%	4,3%
2019	16,5%	24,8%	-8,3%	23,2%	-6,6%

Posicionamiento de la cartera

Máx. 10 posiciones
Peso

Atalaya Mining Plc	5,0%
Grifols Sa	4,1%
Asm International Nv	4,1%
Flatexdegiro Ag	3,9%
Prysmian Spa	3,5%
AAK Ab	3,5%
Koninklijke Philips Nv	3,5%
Laboratorios ROVI	3,4%
Siemens Ag-Reg	3,0%
Danone	2,9%



¹ Trea European Equities (LU1028505649) es un fondo de derecho luxemburgués, UCITS, con liquidez diaria y traspasable fiscalmente en España al tener más de 500 inversores. Se puede contratar directamente en la web de Trea o en plataformas como Allfunds, Inversis, Renta4 o Fundsettle.

Comentario

Joaquín Sabina cantaba “¿Quién me ha robado el mes de abril?”, esto es lo que muchos de nosotros pensamos justo hace un año. Un año que en el que muchos de nosotros hemos buscado el botón “deshacer” o “anular”, sin suerte, porque el mundo se mueve, y nosotros con él.

En nuestro fondo ocurre lo mismo. Así que justo un año cerramos pantallas y continuamos haciendo lo que sabemos hacer: mirar negocios y valorarlos. El resultado ha sido muy satisfactorio, rentabilidad el último año del 51% y del 85% desde mínimos de marzo. Esto ha permitido situarnos en la posición número 1 de 78 en el ranking de expansión de la categoría renta variable Zona Euro. Cosa que nos alegra, en especial por ustedes, nuestros partícipes.

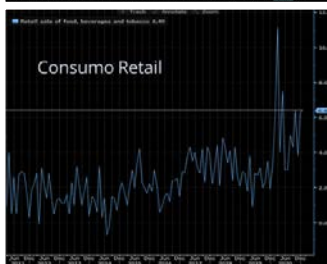
Y hoy día parece que no hay mañana. Demanda de coches subiendo, de semiconductores en máximos, precios de mineral de hierro y cobre en máximos, fletes marítimos en máximos, beneficios de Amazon en máximos. Por suerte, hoy día tenemos papel higiénico en los supermercados. Esto lo digo porque la situación actual parece seguir un efecto económico llamado *efecto látigo* o *efecto forrester*², aunque podría denominarse tranquilamente *efecto papel higiénico*.

Este efecto implica que un desajuste entre la demanda real de un producto y la demanda de los actores intermedios deba ajustarse mediante el nivel de stocks. Por ejemplo, un incremento repentido de demanda en coches hace que los fabricantes se deshagan antes de los inventarios que empezar a producir. Cuando observan que la demanda continúa empiezan las prisas, se pide al productor de acero que le entregue lo que tiene, con lo que los inventarios decrecen de forma acelerada, a su vez el productor de acero pide hierro y carbón metalúrgico para producir acero. El resultado es que un pequeño cambio en la demanda, hace bajar los stocks y como consecuencia provoque un incremento de precios cada vez mayor a medida que nos alejamos de la demanda final.

Esto es lo que se ha vivido en este inicio de año:



Fuerte recuperación de la demanda interna, la más rápida en los últimos 15 años.



Sustentado, en parte, por el consumo “retail”.

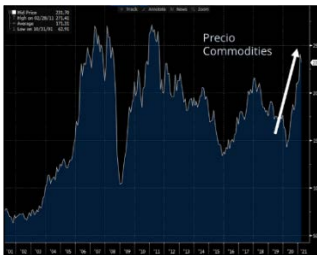
² Del ingeniero Jay Forrester que acuñó el concepto en 1960.



Esto hace que el nivel de inventarios vaya a la baja.



Los inventarios se reducen porque la capacidad de utilización fue la menor de los últimos 15 años. No obstante, al bajar fuertemente los inventarios la capacidad de utilización debe recuperarse.



El resultado es un fuerte repunte en el precio de las materias primas. Por ejemplo, la soja, el mineral de hierro o el cobre.

En el sector automovilístico ha ocurrido algo parecido. La recuperación superior a la esperada ha hecho que los productores no puedan abastecer a la demanda, con lo que los precios de coches de segunda mano han subido más de un 10%. Además, la falta de planificación ha implicado que urja tener algunos componentes para poder producir, como por ejemplo los semiconductores. Pero esta demanda ha sido particularmente notable en los coches híbridos y eléctricos, cuya penetración en Europa ya se sitúa en el 30%.

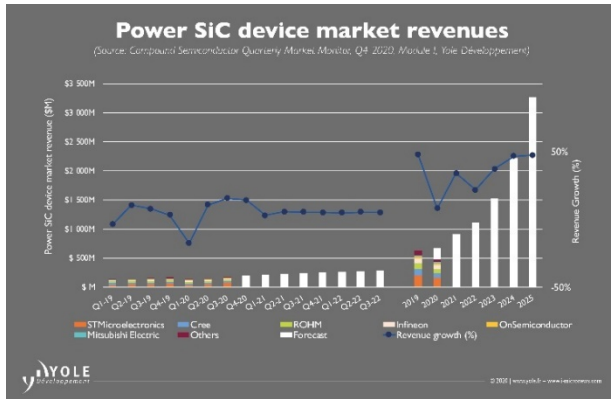
Si ahora decimos que el contenido de chips en un coche de combustión interna con un nivel 2 de automatismo³ es de 415\$/coche y el de uno coche híbrido enchufable con un nivel de 3 es de 1.350 \$⁴, ya podemos ver la demanda de este producto. Aquí tenemos empresas como **NXP**, **Infineon** o **STMicro**.

Pero la demanda de semis en la industria automovilística representa, tan solo, el 10% de la demanda mundial. Además, decimos que se rige por ciclos cortos porque el semiconductor puede llegar a ser tan específico que sea para un modelo y una función concreta, con lo que dura lo mismo que dura el modelo⁵. Por este motivo, la tecnología es básica. Pues bien, observamos que los semiconductores actuales se basan en silicio, pero que los de los coches eléctricos serán necesarios unos de carburo de silicio (Silicon

³ Explicación niveles de automatismo en un coche: <https://cutt.ly/RbBjgxZ>

⁴ Fuente: infineon <https://cutt.ly/kbBlqBS>

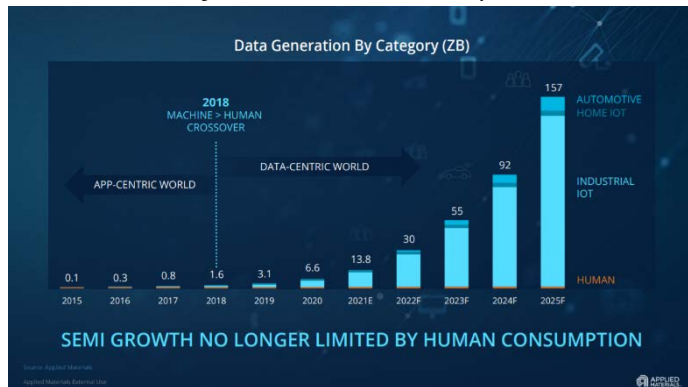
⁵ Cada año se producen 1.000.000.000.000 chips



carbide o SiC) o nitrato de galio (Gallium nitride o GaN) y aquí es donde **STMicro** lidera el campo (seguido por **Infineon**).

Aunque el PER actual sea de 24x, la empresa está posicionada para doblar beneficios en menos de 4 años, lo que se traduce en un PER de 12x.

El 80% de la demanda proviene de ordenadores (33%), telecomunicaciones (30%), consumo (15%), industria (10%) y otros (2%). Casi toda esta demanda ha sido para digitalizar lo llamado B2C (*Business to Consumer*), justamente todo aquello entre lo interactúa un consumidor y una empresa. Bien es sabido lo que podemos hacer con un teléfono móvil hoy día. Pero falta digitalizar otra pata, la B2B (*Business to Business*), cuyo crecimiento permitirá continuar con los crecimientos superiores al PIB mundial de la última década.



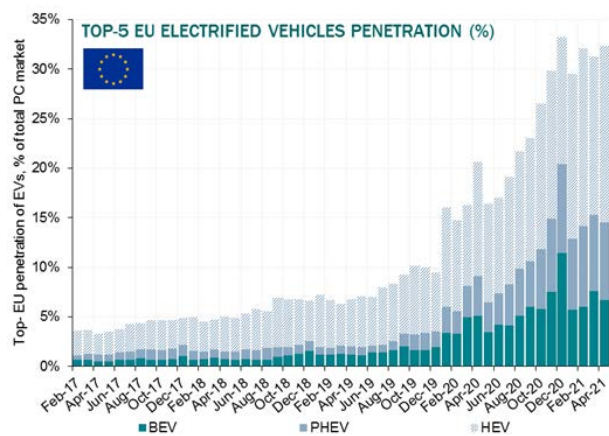
Por esta razón hemos leído en las noticias la inversión de 100.000 millones de dólares del fabricante de chips **TSMC**, de 150.000 de **Samsung**, los 50.000 millones de Europa o 20.000 de **Intel**. Multimillonarias inversiones provocadas por el incremento de las inversiones a medida que el nodo (tamaño del chip) va disminuyendo. Esto implica que el negocio de **TSMC** o **Samsung** tenga una ventaja competitiva mayor.

Estas inversiones se sustentan en las máquinas necesarias para hacer los chips, ¿Pero cómo se hacen? Pues se parte de una barra redonda de silicio (o del SiC) y se corta finamente en "lonchas" con lo que se obtiene una oblea o *wafer* (como un disco de vinilo). Quien hace estos cortes es una empresa francesa llamada **Soitec**. Estos *wafer* se llevan a una máquina quien "dibuja" el mapa de los chips a escala nanométrica. Para ello se lanza un rayo de luz ultravioleta a una gota de agua (literal) quien dibuja las "calles" del chip. Esta empresa se llama **ASML** y es la única del mundo capaz de hacer máquinas para producir chips por debajo de 16nm. Este "mapa" se manda a otra máquina la cual pone los "edificios" en las "calles". Estos "edificios" son los circuitos que se depositan a

escala atómica (átomo a átomo). Una de estas empresas se llama **ASM International**. A medida que los chips son menores, la necesidad de sus máquinas es mayor y con ella su ventaja competitiva. De las tres, **Soitec** y **ASM International** son las que tenemos en cartera porque pensamos que con lo que ganarán dentro de tres años cotizan a PER menor a 13x y se beneficiarán de la misma demanda que **ASML**, que cotiza, usando el mismo año, a PER 29x.

Ahora volvamos al papel higiénico. Si en la industria automovilística faltan chips, se pedirán donde sea. Incluso se pedirán por duplicado, o triplicado, para tener semiconductores del primero que haga. Aquí es donde los precios suben. Pero cuando ya se entreguen todos los chips, al pedir más de lo necesario los inventarios de éstos aumentarán y como consecuencia la demanda y los precios bajara. Ejemplo de efecto látigo. El problema aquí no reside en la demanda a corto plazo baje, sino en que en el apogeo (cuando los precios son altos) se decida invertir en capacidad basada en una demanda errónea (demanda natural + demanda para hacer estocaje).

En este punto uno podría pensar que mejor deshacer toda la posición en semiconductores. Pero tan solo hemos reducido porque las subidas pronunciadas de estos últimos meses han hecho que disminuya el margen de seguridad. Y ¿Por qué no reducir toda la posición? Porque pensamos que estamos en el inicio de algunas curvas S⁶. Por un lado, las políticas fiscales de todos los países desarrollados, en especial Europa, irán encaminadas a la mejora digital de la economía (digitalización de las empresas y del B2B) y, por otro, la adaptación del coche electrificado⁷ ya no tiene vuelta atrás. El estancamiento en la penetración a niveles del 30% de estos últimos meses responde más a una falta de chips que no a una reducción de la adaptación. Con lo que con la estabilización de la oferta de semiconductores volverá la adaptación del vehículo electrificado.

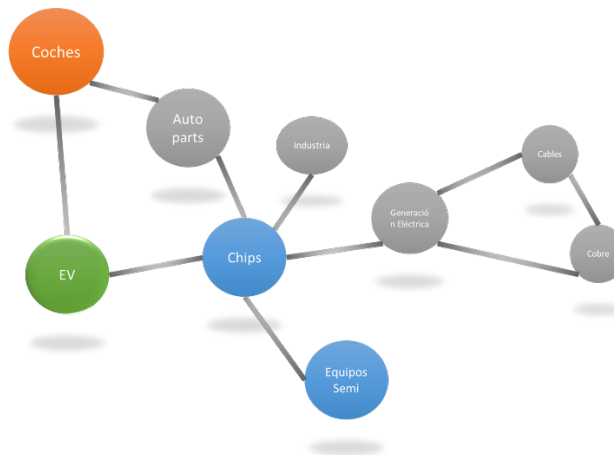


Como conclusión podemos extraer que la economía no es lineal. Intervienen varios factores. Este es un ejemplo de nuestro pensamiento que denominamos 3D, como las moléculas dibujadas de forma tridimensional. Como a partir de una inversión empezamos a ver todos los actores relacionados. De esta forma nos permite saber dónde están los cuellos de botella, nos permite saber qué empresas tienen ventajas

⁶ <https://cutt.ly/pbNo3fp>

⁷ En todas sus versiones: híbrido, híbrido enchufable y eléctrico (de batería o de pila de combustible).

competitivas, qué relación tienen distintos sectores y quizá lo más importante, de dónde pueden venir los riesgos.



“Uno puede controlar sus decisiones y cuan bien las ejecute; pero uno no puede controlar el mercado”. Charles R. Schwab.

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 expuestas.