

SOLVENTIS EOS European Equity¹

Informe Abril 2020

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del 7,6% y el índice Eurostoxx 50 un 5,06%.

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un 67,5% a la del índice o en un 28,0% si incluimos dividendos. A su vez, resaltaríamos positivamente su menor nivel de volatilidad, siendo históricamente y de forma constante, alrededor de un 30% inferior.



El valor en profundidad de este mes es:
S&T

Año	Solventis EOS Sicav	Eurostoxx 50 NR [con divid.]	Dif.	Eurostoxx 50	Dif.
2020	-26,9%	-21,4%	-5,6%	-21,8%	-5,1%
2019	20,2%	28,2%	-8,0%	24,8%	-4,6%
2018	-10,6%	-12,0%	1,4%	-14,3%	3,7%
2017	14,4%	9,2%	5,3%	6,5%	7,9%
2016	11,8%	3,7%	8,1%	0,7%	11,1%
2015	3,2%	6,4%	-3,2%	3,8%	-0,7%
2014	7,6%	4,0%	3,6%	1,2%	6,4%
2013	21,3%	21,5%	-0,3%	17,9%	3,3%
2012	10,8%	18,1%	-7,3%	13,8%	-3,0%
2011	-17,9%	-14,1%	-3,8%	-17,1%	-0,9%
2010	9,0%	-2,8%	11,8%	-5,8%	14,8%
2009	20,4%	25,7%	-5,3%	21,1%	-0,8%
2008	-25,8%	-42,4%	16,6%	-44,4%	18,6%
2007	0,2%	9,6%	-9,4%	6,8%	-6,6%
2006(jul)	23,1%	13,4%	9,7%	12,8%	10,3%
Rentabilidad acumulada	47,7%	19,7%	28,0%	-19,8%	67,5%
Rentabilidad anual (TAE)	2,9%	1,3%	1,6%	-1,6%	4,4%

¹ Disponible en formato SICAV y Fondo de Inversión

Volatilidad (12 meses)	19,3%	24,5%	-5,2%	25,0%	-5,7%
-------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Comportamiento y movimientos de la cartera:

“Después de la pandemia ya nada será igual. La forma de viajar, de relacionarnos, de consumir, de vivir, en definitiva, cambiará”. Esta frase tan lapidaria la hemos oído durante los días que llevamos confinados en todos los medios de comunicación, la televisión, la prensa, la radio, internet. Todo el mundo se suma al pesimismo que actualmente circula por las calles sustituyendo a las personas que antes las solían transitar.

Y es normal, está totalmente justificado si vemos cada día la información que nos llega de la evolución de la pandemia y los datos económicos. Actualmente vemos pocas noticias que nos hagan ser optimistas en lo que se refiere a recuperar nuestra rutina diaria en el corto plazo. Las vacaciones en países lejanos, volver como antes al trabajo, visitar a familiares en otras provincias, etc.

Pero parémonos a pensar por un segundo y preguntémonos ¿La pandemia va a cambiar radicalmente la forma en la que vivimos? Hemos de decir que tras meditarlo largo y tendido hemos llegado a la conclusión que no va a haber un cambio radical, sino más bien ciertas modificaciones en nuestras rutinas, pero claramente estamos del todo en desacuerdo con la frase “Después de la pandemia ya nada será igual”. Es más, pensamos que la frase debería ser más bien la siguiente “Después de la pandemia casi todo será igual”.

Es cierto que las medidas de higiene aumentarán al igual que las medidas de seguridad sanitaria en los aeropuertos o centros comerciales y que la venta online sufrirá una aceleración gracias a esta cuarentena, pero la gran mayoría de actividades cotidianas no van a cambiar. Es más, contamos los días para volver a hacer lo mismo que hacíamos con anterioridad.

Una de las cosas que más ansiamos volver a hacer es tomar una cerveza bien fría en una terraza y es probable que la próxima cerveza que nos tomemos sea de la empresa ABInveB, que aprovechamos a comprar en las caídas. Compañía líder en el sector cervecero junto con Carlsberg y Heineken, la cual posee marcas tan icónicas como Budweiser, Corona o Franziskaner. ABInveB posee una cuota de mercado en países como Brasil, Corea del sur o Estados Unidos, de más del 45%. Si bien es cierto que en el corto plazo algunos canales de venta como bares y restaurantes sufrirán más de la cuenta, en el largo plazo el ser humano no va a dejar de beber cerveza.

Otra actividad que echamos de menos es renovar nuestro armario, irnos de compras. En España si hay una empresa que es sinónimo de ropa esa es Inditex. Zara, Massimo Dutti o Stradivarius son un ejemplo de las marcas de la empresa líder en el sector. Todo el sector ha tenido que echar el cierre durante estos días, pero esta compañía abrirá mucho mejor que sus competidores. La mayor competencia de Inditex no es H&M o empresas grandes del sector sino tiendas minoristas de ropa que no disponen de la liquidez suficiente para aguantar largos periodos de inactividad. En cambio, Inditex posee un balance saneado, con más de 8.000 millones de euros de caja neta, líneas de crédito a disposición, una rentable venta online y una posición de marca que no ha hecho más que mejorar durante esta crisis.

Por último, cuando volvamos todos a trabajar tendremos que ir de alguna manera y en países como en China o Corea del sur el sector que más rápido está recuperando la actividad sorprendentemente es el del automóvil. Empresas como Cie Automotive o Volkswagen, en la que

estamos invertidos a través de Porsche, han visto un fuerte repunte de la demanda en los países asiáticos después de la cuarentena debido a las aglomeraciones que provoca el transporte público. La demanda de vehículos privados como medida de distanciamiento social está ahora más en boga que nunca.

Con todo esto, aprovecharemos las oportunidades que vayan surgiendo para construir una cartera robusta y diversificada, dando entrada a empresas de calidad que siempre deseamos tener pero que solo tras estas últimas caídas están baratas y rotando valores dentro del propio vehículo que vayan a salir de esta crisis más fortalecidos que sus rivales.

Valor en Cartera: S&T

Precio: 23,4€ (12 mayo 2020) *Precio adq.: 19,42€*

Capitalización: 1.488 mill. EUR

Caja Neta ajustada: 30 mill. EUR

PER ajustado: 8.6x

Grandes revoluciones a lo largo de la historia han cambiado drásticamente nuestra economía. La primera gran revolución se remonta a finales del siglo XVIII donde se sustituyó la fuerza física del hombre o de los animales por la fuerza de la máquina de vapor, la segunda llegaría un siglo más tarde con la producción en masa gracias a la figura de Henry Ford y su línea de montaje. La tercera revolución fue la de los ordenadores, gracias a ellos se pudieron automatizar las líneas de producción y empezaron a aparecer robots en las fábricas de forma masiva.

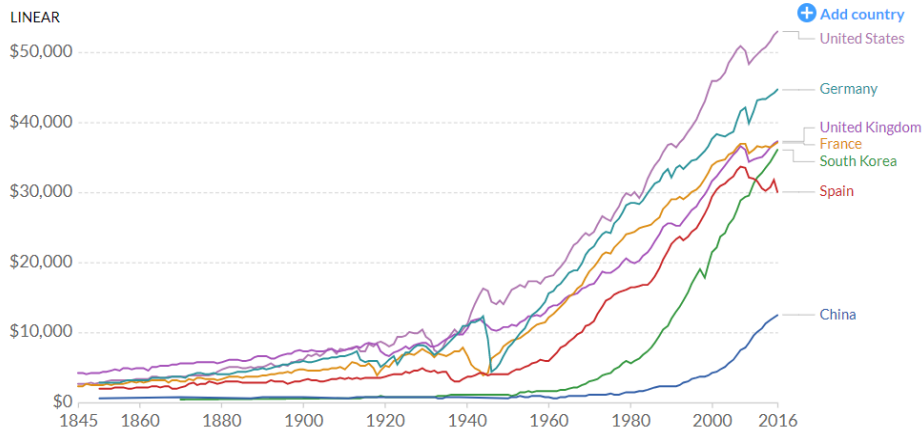
Ahora, en el siglo XXI nos encontramos en la cuarta. Esta revolución es la Industria 4.0 y es la de los datos. Los datos juegan una función clave de la siguiente forma: los objetos o máquinas están llenos de sensores que generan datos, estos datos a su vez se almacenan masivamente a muy bajo coste y son accesibles desde cualquier punto del planeta al estar en la nube (Computación en la nube) y su procesamiento a través de inteligencia artificial obtiene resultados casi mejor que el propio cerebro humano.

Todo esto suena a ciencia ficción, pero la realidad es que ya se está desarrollando en las fábricas de países como Alemania, Estados Unidos o Corea del sur. Es más, en todos estos países ya se están oyendo voces en contra de este tipo de progreso, "los robots nos quitaran el trabajo" esgrimen aquellos contrarios a este tipo de tecnología.

Este tipo de reacciones ya las hemos vivido con anterioridad en cada una de las revoluciones, empezando con los sabotajes a telares a vapor en la primera revolución industrial y acabando en nuestros días con este novedoso debate. Pero la realidad es que cada vez que hay un salto tecnológico en una economía, esta se hace más rica (ver gráfico inferior).

GDP per capita, 1845 to 2016

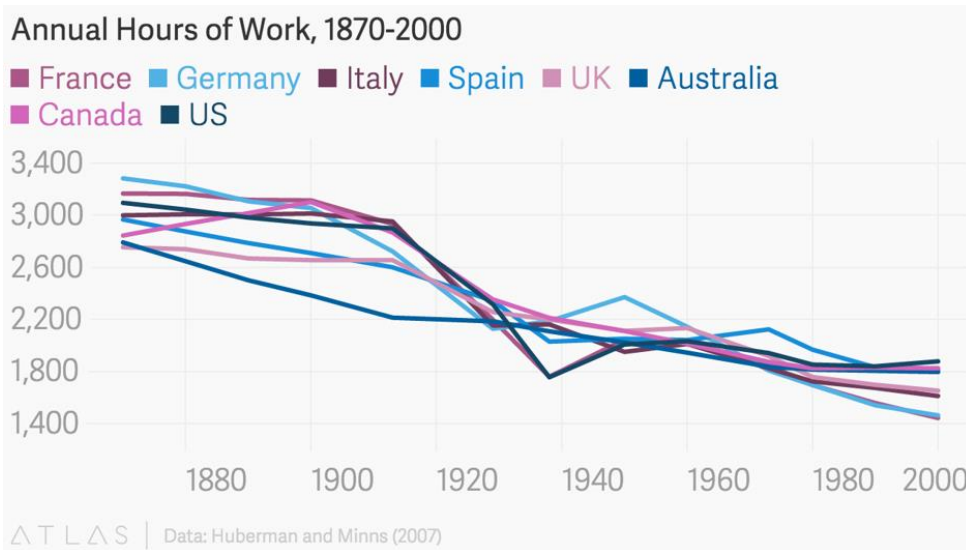
GDP per capita adjusted for price changes over time (inflation) and price differences between countries - it is measured in international-\$ in 2011 prices.



Source: Maddison Project Database (2018)
 Note: These series are adjusted for price differences between countries based on only a single benchmark year, in 2011. This makes them suitable for studying the growth of incomes over time but not for comparing income levels between countries.

Fuente: World bank

En cada revolución industrial, los trabajos menos agraciados los han ido ocupando máquinas. Tareas repetitivas, arriesgadas o de poca creatividad han sido sustituidas por máquinas automatizadas y el ser humano se ha ido quedando con los empleos mejor remunerados, más creativos y dinámicos. La frase debería ser "los robots nos mejoran el trabajo" y además hacen que trabajemos menos horas (ver gráfico inferior).



Fuente: Huberman and Minns

Las horas trabajadas por cada trabajador después de la primera gran revolución industrial han ido cayendo año tras año. Entonces, si juntamos este gráfico con el anterior la conclusión está clara, ahora gracias a los avances tecnológicos trabajamos menos horas y nuestra productividad es infinitamente mayor.

Una de las empresas que está haciendo posible esta nueva revolución, la de la Industria 4.0, es S&T. Esta empresa austríaca con sede en Linz y cotizada en la bolsa alemana, es uno de los principales proveedores de soluciones IT y de internet de las cosas en Europa Central y Oriental. Opera en más de 25 países y da trabajo a más de 4.000 empleados.

La compañía inició su andadura en la consultoría de IT, ofreciendo soluciones a empresas como el diseño, desarrollo y gestión de centros de datos, adquisición, integración y mantenimiento de productos de TI, operación e implementación de SAP y desarrollo de software entre otras soluciones para empresas (ver gráfico inferior).



Fuente: S&T

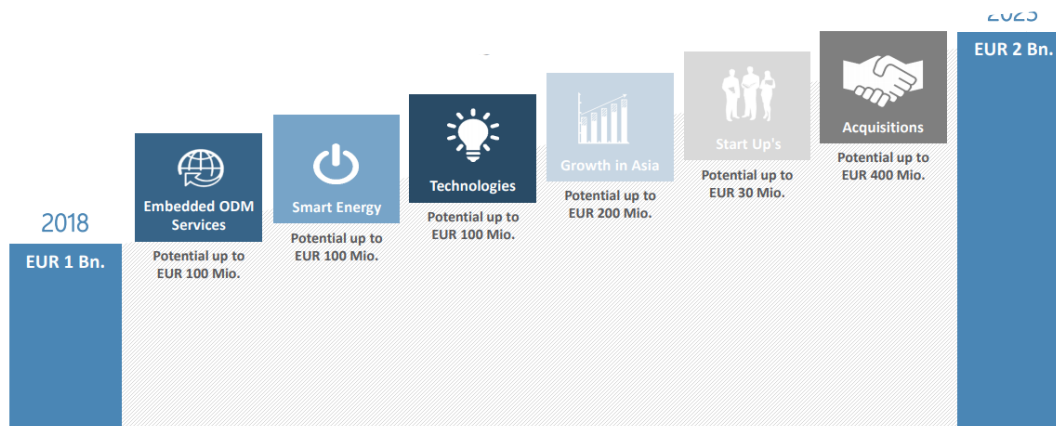
Pero no fue hasta 2016 con la adquisición de la empresa Kontron, una de las compañías principales en IoT (internet de las cosas) donde cambió su foco radicalmente pasando de ser un jugador exclusivo en consultoría IT a ser un jugador de referencia en el internet de las cosas junto a empresas como ABB, Advantech o Honeywell.

S&T se dio cuenta del potencial del IoT. Desde 2010 el internet de las cosas ha conectado máquinas a internet para comunicarse unas con otras. Las estimaciones más recientes de IMS afirman que en el año 2020 existen más de 25bn de máquinas conectadas a internet en comparación con 4bn de ordenadores personales que utilizamos a diario. Esta revolución es relativamente temprana y está en sus primeros años de implementación creciendo el sector un 15% anualmente. El potencial de esta nueva línea de negocio es inmenso.

Además, a esto se le une un nuevo debate que ha surgido a raíz de la pandemia: la relocalización de industrias estratégicas en los países desarrollados. Este debate es interesante y aunque creemos que no vaya a haber una deslocalización masiva de industrias a sus países de origen, las empresas que lo hagan necesitarán implementar este tipo de tecnología para poder competir en eficiencia productiva frente a los bajos costes de países como Vietnam, India o Indonesia.

VALORACIÓN

S&T ha puesto el foco en el segmento IoT, el cual representa en la actualidad el 55% de las ventas de la empresa. La compañía en su día del inversor de 2018 presentó su objetivo de duplicar ventas totales para 2023 a través del fuerte crecimiento orgánico que lleva experimentando durante estos años cada segmento (15% en IoT y 6% en IT), ofreciendo nuevas tecnologías, expandiéndose a Asia y también realizando adquisiciones de empresas más pequeñas. Esto último con la crisis del coronavirus podrá hacerlo a precios más favorables, debido a la debilidad de balance de algunas empresas de la competencia.



Fuente: S&T

En esto S&T no tiene ningún problema dado que tiene una fuerte posición de caja neta y sus clientes están en segmentos que no se han visto muy afectados por la crisis como el sanitario (software para respiradores) y el de consumo básico (automatización de inventarios) o en actividades en auge como el "work from home".

Una vez dicho esto, en el año 2024 esperamos unas ventas en el segmento IoT de más de 1.500 millones de euros y en el segmento de IT unas ventas de más de 600 millones de euros. Gracias al mayor peso que representará el segmento IoT con unos márgenes superiores a los de IT esperamos también una mejora en márgenes para la compañía, llegando a obtener un margen EBIT del 8% en 2024 en comparación al 6% que está logrando en la actualidad.

Si extraemos de este resultado los costes financieros esperados de 5 millones de euros (debido a su saneado balance) y los impuestos que paga (tipo impositivo en el medio plazo del 14%) obtendríamos un beneficio normalizado en el año 2024 de 150 millones de euros. A este resultado le aplicaríamos un múltiplo de 14 veces y nos daría un valor terminal de 2.100 millones de euros que si sumamos los flujos intermedios que quedarían después de las adquisiciones, cercanos a los 90 millones de euros (objetivo de 430M de ventas en adquisiciones) obtendríamos un margen de seguridad cercano al 70%.

Por último, un punto importante a destacar es que el CEO de la empresa, Hannes Niederhauser, en la presentación de resultados del primer trimestre volvió a confirmar los objetivos a medio plazo e hizo una fuerte compra de acciones en las caídas súbitas del mes de marzo, dándonos confianza en la visión de la compañía a largo plazo y confirmándonos que los intereses de sus directivos y los nuestros están en el mismo barco.

Valoración de la cartera:

Mantenemos una distribución amplia de valores que consideramos atractivos en base a su margen de seguridad. La cartera la componen empresas que presentan claras ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo, con bajos niveles de deuda, generadoras de caja y con un equipo de gestores que tienen presente también al accionista.

SOLVENTIS EOS:		Principales posiciones	
P-book	0,8x	Laboratorios Farmaceuticos Rovi	5,05
PER (2020)	8,3x	Grifols SA Serie B	5,02
PER (2021)	6,3x	SBM Offshore NV	4,22
EV/EBITDA (2020)	5x	Greenalia, S.A.	4,14
P/Cash Flow (2020)	3x	Stolt - Nielsen	3,78
Net Debt /Ebitda	1,4x	Akka Technologies	3,73
Debt / Assets	37%	CIE Automotive SA	3,67
ROE	17,9%	Atalaya Mining PLC	3,14
ROCE	18,4%	LNA Sante SA	3,02
Div. Yield	4%	Prosegur Cash SA	2,77

Fuente: Bloomberg

Aprovechamos, como siempre, para agradecerles su confianza, que es nuestra mejor inversión.

Atentamente,

Equipo de Gestión

Nota: este informe no es una recomendación de compra o de venta. De forma directa o indirecta los gestores tienen posición en los activos aquí mencionados. Los comentarios aquí escritos son a título personal de los gestores.