

SOLVENTIS EOS, Sicav

Informe marzo 2017

En el mes de marzo, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del **+2,98%** y el índice DJ Eurostoxx 50 un **+5,46%**. La diferencia de rentabilidad en el año es del **+0,9%**.

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad del **+76,3%** comparada con unas minusvalías del **4,1%** del índice. 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:
Stallergenes Greer

Año	Solventis EOS	Eurostoxx 50	Dif.
2017	7,2%	6,4%	0,9%
2016	11,8%	0,7%	11,1%
2015	3,2%	3,8%	-0,7%
2014	7,6%	1,2%	6,4%
2013	21,3%	17,9%	3,3%
2012	10,8%	13,8%	-3,0%
2011	-17,9%	-17,1%	-0,9%
2010	9,0%	-5,8%	14,8%
2009	20,4%	21,1%	-0,8%
2008	-25,8%	-44,4%	18,6%
2007	0,2%	6,8%	-6,6%
2006(jul)	23,1%	12,8%	10,3%
Rentabilidad acumulada	76,3%	-4,1%	80,4%
Rentabilidad anual (TAE)	5,5%	-0,4%	5,9%
Volatilidad (12 meses)	14,1%	20,0%	-6,0%

Comportamiento y movimientos de la cartera:

Continúa la temporada de resultados anuales, este mes les ha tocado a 13 de las empresas que tenemos en cartera. El resultado conjunto ha sido muy positivo con aumentos de beneficios promedio del 17,5% y consolidando la senda de crecimiento iniciada tiempo atrás, como puede ser el caso de Draegerwerk o Leoni. Por nuestra parte, los resultados confirman lo que ya esperábamos con lo que hemos aprovechado para reducir exposición en aquellos activos cuyo margen de seguridad ha disminuido, como Deutz.

A finales de mes teníamos una posición en caja del 15%.

Respecto a **los mayores contribuidores** a la rentabilidad, destacaríamos:

- **Leoni AG (+1,04% de contribución a la rentabilidad / +27,33% de variación en el mes).** Continúan los buenos resultados para las empresas de componentes de automoción. En esta ocasión le tocó a la fabricante de cableado, que muestra sólidos crecimientos hasta el 2020 con tasas del 5% anual y con un margen operativo (EBIT) para este 2017 de 180-200 millones de euros. Todo ello siendo conservadora, ya que emplea un precio del cobre un 23% menor a lo que se sitúa hoy día. De mantenerse en estos niveles le reportaría unas ventas adicionales de 100-150 millones. Con una rentabilidad de flujo de caja neta del 8% decidimos mantenerla en cartera.
- **Deutz AG (+0,42% / +13,59%).** La empresa fabricante de motores diésel de alto cubicaje muestra dotes de adaptación al medio. Con una capacidad de utilización cercana al 45%, la empresa es capaz de mantener márgenes EBITDA del 9% gracias a los ajustes de costes y al control de gastos. Es por ello que pensamos que una recuperación en ventas irá de la mano de un fuerte apalancamiento operativo.

Respecto a **los mayores detractores** destacaríamos:

- **Zodiac Aerospace (-0,36% / -15,42%).** La empresa francesa de fabricación de componentes interiores para aviones (asientos, baños...) presentó de nuevo unos malos resultados con un *profit warning*. Esto provocó que el mercado pensara que la OPA que lanzó Safran a 29,5€ el pasado mes de enero tuviese que replantearse a unos precios menores o, como intenta el fondo y accionista de Safran, TCI, que desistiese de la operación. Por nuestra parte, pensamos que la operación se hará, recordemos que el estado francés tiene el 14% de Safran y ambas empresas son francesas y complementarias.
- **Oryzon Genomics (-0,31% / -14,13%).** La biotecnológica española especializada en epigenética realizó una ampliación de capital acelerada con lo que provocó que el precio disminuyese por el efecto dilución. Esto le permitirá tener caja suficiente para saltar de fase en más de las 20 familias de patentes que tiene hoy día. Cabe recordar que su molécula ORY-2001 está pendiente de empezar la fase IIA. Vemos esta ampliación como un paso atrás que permitirá dar dos hacia delante.

Valor en Cartera: Stallergenes Greer.

Precio: 31,90€ (31 marzo de 2017)
Capitalización: 630 millones €
Deuda Neta ajustada: -63 millones €
PER ajustado: 9,4x

¡Jesús! o ¡Salud!, dos expresiones que suelen seguir a un estornudo. Los griegos y romanos pensaban que era una advertencia divina, por lo general negativa y asociada a enfermedades, de aquí que se gritase salud para protegerse a uno mismo o Jesús haciendo referencia a la protección divina. Sea como fuere, últimamente solemos escucharlas con una mayor frecuencia. La razón no es otra que la primavera, que aparte de alterar la sangre, altera el sistema inmunológico.

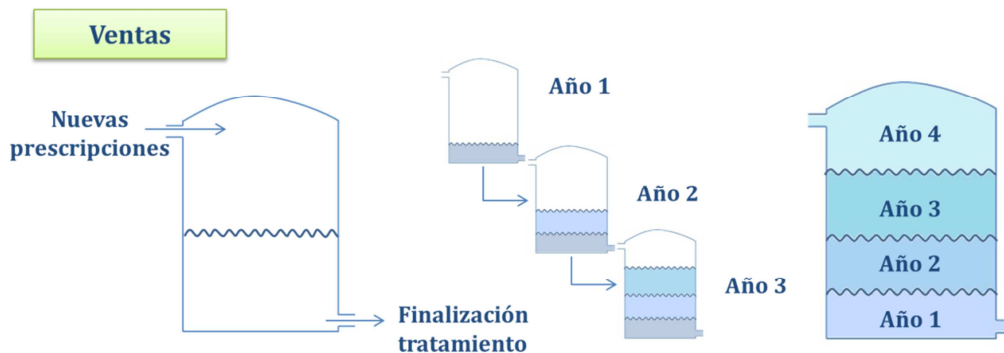
Pues justo de sistema inmunológico y alergias trata Stallergenes Greer, empresa líder en el tratamiento de alergias respiratorias. Hasta 2015 Stallergenes y Greer operaban separadamente. La primera nacida en Lyon (Francia) en 1962 en el seno del líder en vacunas: el Instituto Mérieux y la segunda nacida en Estados Unidos en 1904 como recolectora de materiales (gramíneas, raíces...). La fusión tiene cierta lógica empresarial ya que compagina una empresa farmacéutica especializada en tratamientos inmunológicos para la alergia (Stallergenes) con uno de los líderes en materia prima de extractos alérgicos (Greer).

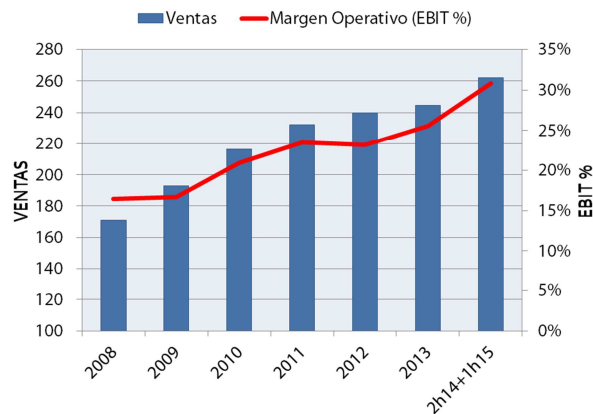
La alergia se desencadena por un alérgeno, como el polvo o el polen. Cuando una persona con rinitis alérgica inhala uno, el cuerpo libera químicos que ocasionan síntomas de alergia. Con un mercado global de unos 8.700 millones de euros, prácticamente el 90% va destinado a paliar los síntomas, pero no los eliminan, y tan solo el 10% a tratamientos de inmunoterapia, que reeducan al sistema inmunológico para eliminar (incluso para siempre) los síntomas. Desde siempre, Stallergenes Greer se centra en este último.

Reeducar el sistema inmunológico para que el cuerpo no ocasione síntomas de alergia no es rápido, con lo que los tratamientos suelen durar entre 3 y 5 años en los que el paciente debe medicarse regularmente. Todo empieza con la prescripción por parte del doctor, que suele ser entre septiembre y marzo, para luego iniciar el tratamiento tres meses antes de la primavera. El siguiente año igual y así hasta los 3-5 años que dura el tratamiento. Visualmente sería:

		PRIMAVERA											
		Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
POLEN	PRESCRIPCIÓN	X	X	X	X	X	X	X					
	TRATAMIENTO					X	X	X	X	X	X		

Si traducimos tratamientos a ventas, podríamos decir que en las ventas del primer año tenemos a los nuevos prescriptores, en las ventas del segundo año tenemos los nuevos prescriptores más los que iniciaron el tratamiento el primer año. Para el tercero igual, nuevos prescriptores más los del tratamiento del primer y segundo año y así sucesivamente hasta el 3^{er} o 5^o año. Sería como llenar un tanque de agua donde cada año añadimos los nuevos clientes y tan solo salen los que terminan el tratamiento al 3-5^o año. Por esta razón, desde que Stallergenes obtuvo en 2009 la aprobación de su fármaco Oralair para Europa, las ventas y los márgenes aumentaron, y cabría esperar que siguieran la tendencia después de que en 2014 fuera también aprobado por parte de las autoridades americanas (FDA), siendo el primer fármaco sublingual en ser aprobado en territorio estadounidense.





Pero en 2015 se da la tormenta perfecta para la empresa. Por una parte, el máximo accionista de Stallergenes fusiona la empresa con Greer con unas condiciones desfavorables para el minoritario, por otro lado, el resultado de la fusión implica que todos los datos financieros sean proforma con lo que no se puede diferenciar claramente la evolución de ventas en Europa ni en Estados Unidos y para terminar el año, a partir de septiembre la nueva empresa tiene problemas con el abastecimiento desde su planta en Antony (Francia) por culpa de la implementación de un nuevo sistema operativo. Esto obliga a las autoridades francesas a parar la producción en diciembre, un mes antes del inicio del tratamiento de las alergias de polen. Ya en abril, después de la inspección, las autoridades francesas detectan que no hay riesgo alguno para la salud y devuelve el permiso para reiniciar las operaciones. No obstante, el daño ya está hecho. Al no poder abastecer justo en los meses en que se inicia al tratamiento implica que las ventas del 2016 para la alergia al polen desaparezcan literalmente. Los pacientes en medio proceso se encuentran sin medicina lo que les obliga a reiniciar el tratamiento con la competencia. El tanque de agua se queda vacío.

Así pues, el 2016 vuelta a empezar de cero. Pero por suerte:

- La empresa ha tomado cartas en el asunto con el programa RESTART.
- Nunca hubo un problema de salud con el producto.
- En junio el 70% de los pacientes franceses ya estaba de nuevo enrolado en el programa.
- En Estados Unidos:
 - No tuvieron ningún problema, con lo que las ventas pasaron de 1 millón de euros en 2014, a 50 en 2015 y a 89 en 2016.
 - Goza de casi monopolio después de que la farmacéutica Merck decidiese no comercializar el producto competidor de ALK-Abello en territorio americano.

Además,

- El 25% de la población padece rinitis alérgica
- La penetración de los tratamientos de inmunoterapia es del 10% de la población en Europa y del 18% en Estados Unidos.
- En marzo de 2017 inicia la aplicación para su fármaco para la alergia a los ácaros en Japón (tercer país con más afectados).
- A diciembre de 2016 goza de 55 millones de euros de caja neta más 50 millones en una poliza de crédito para hacer frente a los problemas de la planta de Antony.
- Tiene un buen programa de I+D con más de 5 fármacos para distintos alérgenos en fase clínica.

Es por ello que confiamos en que la empresa continuará trabajando duro para recuperar la confianza de sus pacientes. Antes de la tormenta perfecta, las ventas de la empresa ascendieron a 313 millones de euros. Pues bien, para el 2017 esperan situarse entre 250-270 millones de euros. Por esta razón, pensamos que logrará alcanzar entre Europa y Estados Unidos unas ventas de unos 360 millones de euros. Si aplicamos un margen operativo (Ebit) del 23%, menor al promedio del 25% entre los años 2011-2014, nos da un ebit de 85 millones y un beneficio neto de 60. Si este último lo multiplicamos por un PER de 15x nos da una capitalización bursátil de unos 900 millones de euros, lo que implica un

42% más. Todo esto, sin tener en cuenta que en los últimos 4 años se ha gastado más de 200 millones de euros en investigar en los 5 alérgenos que están en fase clínica.

"No puedes tener a un bebé en un mes, dejando en cinta a nueve mujeres". Warren Buffett.

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	2,7x	MGI Coutier	4,93%
PER (2017)	15,9x	Leoni AG	4,55%
PER (2018)	16,4x	CIE Automotive SA	3,85%
EV/EBITDA (2017)	7,7x	Grifols SA Serie B	3,45%
P/Cash Flow (2017)	8,2x	Plastic Omnium SA	3,37%
Net Debt /Ebitda	0,4x	Antofagasta PLC	3,34%
Debt / Assets	24,2%	Bureau Veritas SA	3,26%
ROE	15,9%	Draegerwerk AG & Co KGaA	3,16%
ROCE	19,2%	Groupe Crit	3,15%
Div. Yield	1,4%	Applus Services SA	2,99%

Macroeconomía y Perspectivas:

Europa parece haber tomado el rumbo correcto del crecimiento y los indicadores adelantados de actividad, en máximos de los últimos cinco años, anticipan que esa tónica se va a mantener los próximos meses. Esto, unido al repunte de la inflación, ha llevado a replantear si el Banco Central Europeo (BCE) debe empezar a plegar velas. Pero aquí la cuestión es el cuándo y el cómo. Nosotros creemos que todavía es pronto, ya que consideramos que la inflación, especialmente la subyacente, no va a ir a más en los países de la Zona Euro. Además, las elecciones francesas de finales de abril incorporarán volatilidad que hará dilatar cualquier decisión por parte del BCE.

En EE.UU., no es solo robusto el crecimiento, sino también la creación de inventarios, la inversión y el consumo, aunque éste muestra signos de agotamiento. Por esta razón, la Reserva Federal (FED) continúa llevando los tipos de interés a un terreno más acorde, gracias, en parte, a la expectativa de una política fiscal más laxa por parte del gabinete de Trump. No obstante, deberemos estar atentos, ya que el fracaso en la derogación del Obamacare, pone en entredicho la política del presidente. Mientras tanto, Yellen, la presidenta de la FED, aumentará los tipos de interés que Trump y el tipo de cambio le permitan.

El ciclo económico sigue pues, su ritmo. De cara a los próximos meses seguiremos con especial atención las cifras del consumidor americano y los precios de producción industrial, especialmente en China, para ver qué impacto pueden tener en las inflaciones.

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

Atentamente,



Xavier Brun
Portfolio Manager



Santiago Domingo
Portfolio Manager

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.