



**COMENTARIO MARZO 2022**

Estimado inversor,

La guerra entre Rusia y Ucrania sigue siendo la principal causa de la volatilidad que estamos viviendo. A pesar de lo complicado de la actual situación, el mes de marzo ha sido positivo para la cartera.

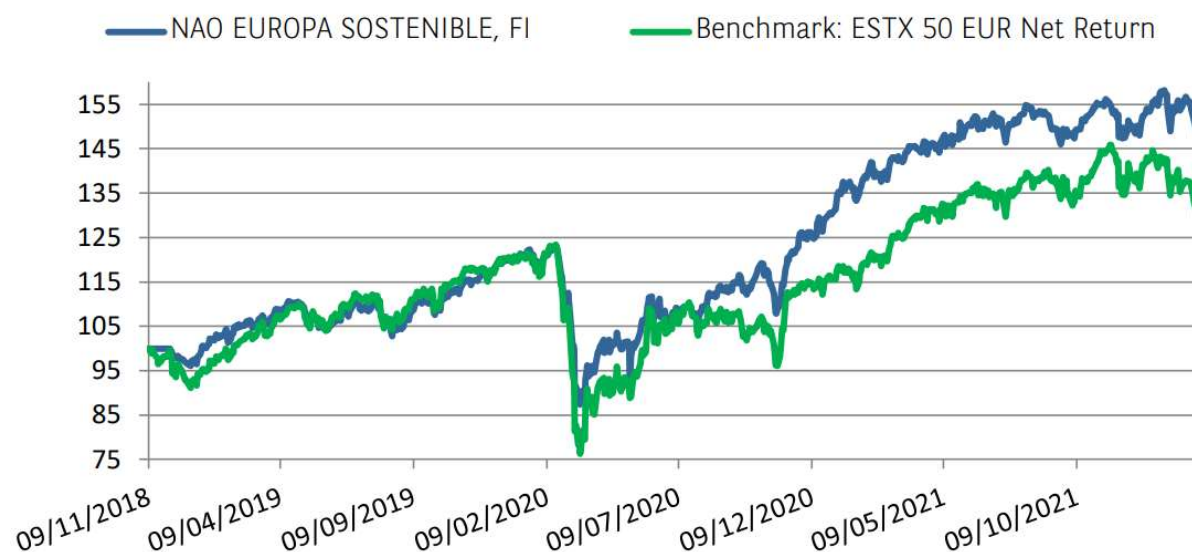
Casi todos los índices muestran rentabilidad negativa en lo que llevamos de año.

En Europa, el índice alemán cae un -9% desde enero, el índice francés un -6,5%, el índice italiano un -7% y el índice Eurostoxx50 un -8,9%

En este entorno, el fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE ha caído desde enero un -1,5%.

Como decíamos en el comentario anterior, aunque las pérdidas son menores que las que muestran los índices, no nos vale. Nuestro objetivo no es batir al mercado, nuestro objetivo es obtener rentabilidad positiva y seguiremos trabajando para volver a conseguirlo un año más.

### EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



La rentabilidad acumulada de NAO desde el inicio supera el +51%.

**Volvemos a destacar que esta rentabilidad positiva se ha conseguido con una baja volatilidad del fondo**, inferior a la del mercado europeo y a los competidores, lo cual es una protección en los malos momentos como el actual. El fondo ha tenido una volatilidad del 14,2 frente una volatilidad del mercado del 19,2.

## ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **85%**, similar a la exposición del mes pasado.

Hemos realizado pequeños ajustes, no se han producido cambios importantes.

Lo más relevante del mes ha sido la oferta de adquisición sobre **Boskalis**. Comentamos en detalle al final del comentario.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Boskalis, Roche, Novartis, Stora Enso y Sanofi**. Las diez primeras posiciones representan un 44% de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Koninklijke Boskalis Westminster	Países Bajos	5,7%
Roche Holding AG	Suiza	5,4%
Novartis AG	Suiza	5,3%
Stora Enso OYJ	Finlandia	4,4%
Sanofi-Aventis SA	Francia	4,1%
Bankinter SA	España	4,0%
Yara International ASA	Noruega	3,9%
Marine Harvest ASA	Noruega	3,9%
ING Groep NV	Países Bajos	3,6%
Michelin	Francia	3,6%
<b>TOTAL</b>		<b>44,0%</b>

En cuanto a la distribución por sectores, seguimos muy positivos en reciclaje, farmacia/cuidado de la salud, sector financiero y eficiencia energética.

Respecto a la distribución geográfica, no hay cambios relevantes. Francia sigue siendo el país donde se encuentran el mayor número de compañías del fondo.

A. Geográfica	% Patrim
Francia	20,6%
Suiza	10,7%
España	9,9%
Alemania	9,4%
Otros	34,4%

## OPA A BOSKALIS

---

Lo más destacado del mes ha sido la oferta por **Boskalis**. Ofrecen 32,5 euros por acción, que supone una prima del 30%, pensamos que el comprador podría mejorar la oferta y esperamos a conocer más detalles.

**Boskalis** es una compañía que siempre ha estado en cartera. En el momento de la oferta, ocupaba la tercera posición y con la noticia, gracias a la revalorización, ha subido a la primera posición. Desde que compramos la posición llevamos una ganancia del 70%.

Se trata de una empresa holandesa, líder mundial en transporte especial marítimo y líder en movimiento de tierras costeras. Merece la pena ver los videos que publica la compañía para entender las fuertes barreras de entrada que tiene este negocio, son barcos únicos y muy costosos, de hecho, el nivel de competencia en este negocio es relativamente bajo.

El negocio de transporte especial es volátil y cíclico, el negocio de movimiento de tierras es muy estable y con gran capacidad de generación de caja.

Lo más destacado de esta compañía es la gobernanza. El equipo directivo siempre ha mostrado mucha prudencia a la hora de acometer nuevas inversiones y ha mantenido una estructura de balance acorde con la evolución del negocio.

La oferta de adquisición pensamos que se puede mejorar. El comprador es HAL que es el actual mayor accionista, posee un 45,5% y ocupa un puesto de los 6 miembros del consejo. El precio ofrecido nos parece bajo ya que el múltiplo EV/EBITDA que se paga es de 7.6 veces cuando la media histórica es la siguiente:

5-year average of 10.3x,  
10 year at 8.3x,  
20-year at 7.5x

Pensamos que la oferta la podrían subir a un múltiplo superior a las 8 veces, similar a la media de los últimos diez años.

Al igual que hicimos con Reno de Medici esperaremos hasta el final para aceptar la oferta.

## SITUACIÓN ACTUAL

---

Además de la incertidumbre que genera un conflicto como el actual, hay otros focos de incertidumbre que debemos tener en cuenta.

Por un lado, la fuerte subida de las materias primas está perjudicando el margen de muchas empresas que se muestran incapaces de repercutir ese aumento de costes al precio de sus productos. Por otro lado, continúan los problemas de suministro y transporte que afectan negativamente a los procesos de fabricación, obligando a muchas empresas a realizar paradas temporales de producción.

Y lo más importante, los datos de inflación siguen mostrando mucha fuerza. En España casi alcanzamos el doble dígito, nos quedamos en un 9,8%, niveles no vistos desde hace muchos años. El problema de la inflación es global, en Estados Unidos, Europa y muchos países emergentes los datos de inflación están superando las expectativas de analistas y macroeconomistas y han obligado a cambiar el sesgo de la política monetaria de casi todos los bancos centrales.

Los tipos a largo siguen en una clara tendencia al alza y pensamos que, por ahora, no hay motivos para que esto cambie.

Seguimos manteniendo una cartera en la que las 30 compañías que la componen muestran una buena salud financiera gracias a la fortaleza de balance, mantienen visibilidad de los ingresos y tienen capacidad para repercutir la subida de costes a sus clientes manteniendo los márgenes estables.

Seguimos manteniendo una posición importante en Farma, en empresas relacionadas con la economía circular y seguiremos subiendo peso en Bancos ya que es el sector que más se va a beneficiar de las próximas subidas de tipos por parte de los Bancos Centrales.

*Como siempre, finalizamos este comentario recordando que nuestros canales de comunicación están abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten.*

*Gracias de nuevo por confiar en nosotros.*

*Atentamente,*

*Pablo Cano Escoriaza  
Director de Inversiones*