



COMENTARIO FEBRERO 2023

Estimado inversor,

Los sólidos datos económicos de febrero provocaron una caída de los mercados de renta variable y una subida de los rendimientos de la renta fija, invirtiendo gran parte del rendimiento positivo registrado en enero. El mercado reevaluó sus expectativas tanto para el máximo de los tipos de interés como para el posterior ritmo de los recortes de tipos, ya que el camino de vuelta al objetivo de inflación podría ser más largo de lo esperado. Los datos del mercado laboral se mantuvieron firmes, con tasas de desempleo por debajo de sus niveles prepandémicos en muchas economías.

El BCE subió los tipos de interés 50 puntos básicos, hasta el 2,5%, y tiene previsto seguir incrementándolos gradualmente para que la inflación vuelva a situarse en el objetivo del 2%. La inflación general se ha reducido, pero el foco es la inflación subyacente, que sigue preocupando a Christine Lagarde, que, como consecuencia, tiene previsto subir los tipos otros 50 puntos básicos en marzo. A pesar del tono del discurso, el mercado anticipa que los tipos de interés podrían subir hasta el entorno del 3,9% a finales de año. La bajada de los precios de la energía ha tenido efectos positivos en los consumidores y las empresas, con un aumento de la confianza de los consumidores y la reanudación de la producción de algunos sectores manufactureros de gran consumo energético. El riesgo de una profunda recesión ha disminuido significativamente.

En Estados Unidos, la Reserva Federal subió los tipos 25 puntos básicos, hasta el 4,75%. A finales de mes, el presidente de la Fed, Jay Powell, advirtió que probablemente serán necesarias nuevas subidas de tipos, especialmente si los datos macroeconómicos siguen siendo más sólidos de lo esperado, y se espera que el proceso de desinflación tenga aún un largo recorrido. La inflación de enero confirmó este relato con una subida interanual del 6,4% (general) y del 5,6% (subyacente) en el índice de precios de consumo. Aunque ligeramente inferior a la del mes anterior, fue superior a las expectativas, recordando que puede quedar camino hacia una inflación normal. El coste de la vivienda siguió siendo el factor que más impactó en la subida del IPC. El informe de enero sobre el mercado laboral mostró un crecimiento del empleo desestacionalizado mucho mayor de lo esperado, y las ventas minoristas sorprendieron al alza, con un aumento intermensual del 3,0%.

Finalmente, la economía china podría experimentar una rápida recuperación económica impulsada por el consumo tras el levantamiento de las medidas de bloqueo, gracias al importante exceso de ahorro acumulado durante el bloqueo. El sector de los servicios es el principal motor de la recuperación económica, como demuestra el PMI de servicios Caixin de enero, que repuntó sustancialmente hasta 52,9 (desde 48). A pesar del crecimiento del sector servicios, las acciones chinas bajaron un 9,9% durante el mes debido a la escalada de las tensiones geopolíticas, tras repuntar un 35,5% desde sus mínimos de octubre. Sin embargo, las acciones chinas siguen un 47,5% por debajo de su máximo de 2021.

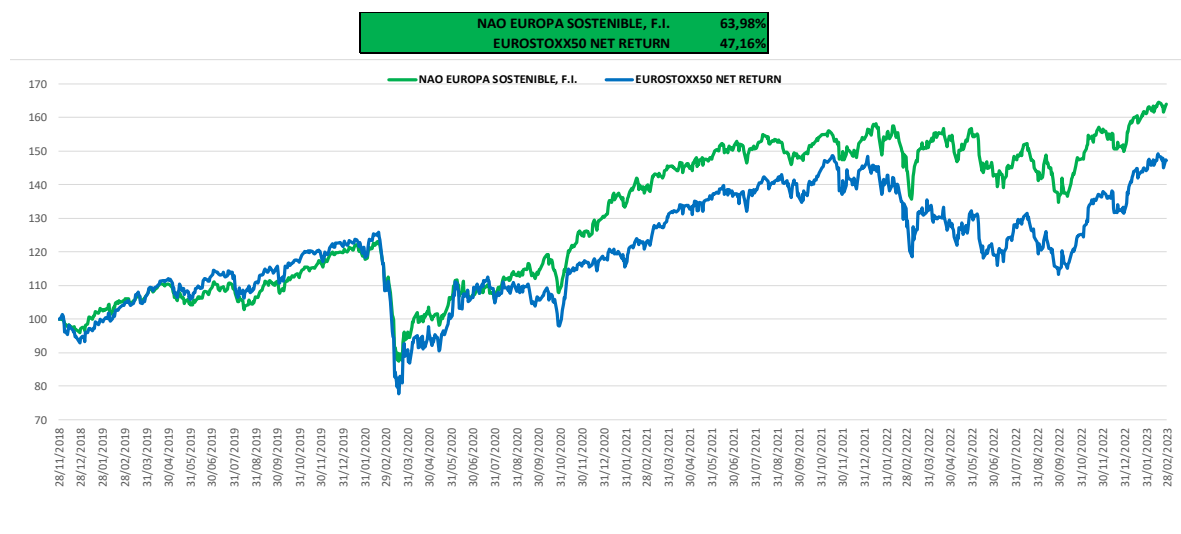
En conclusión, las perspectivas económicas mundiales mejoraron en febrero, lo que hizo que los mercados esperaran que los tipos se mantuvieran altos durante más tiempo para que la inflación volviera a su objetivo. Los bonos sufrieron, y las esperanzas de un repunte inducido por la bajada de tipos lastraron los mercados de renta variable. La incertidumbre sobre la inflación y los tipos de interés

puede provocar más volatilidad. El descenso de los precios del gas y la reapertura de China apoyan el repunte que se inició en octubre, pese a que, tal vez, las bajadas de tipos vengan más tarde de lo que se esperaba. Como siempre, animamos a los inversores a mantener una perspectiva a largo plazo y a seguir invirtiendo a pesar de los altibajos del mercado.

En Europa, el Euro Stoxx 50 sube un 1,80 %, el colectivo alemán 1,57 %, el francés 2,62 % y el italiano un 3,30 %. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una caída del -2,61 % y el Nasdaq del -0,49 %.

En el año, la rentabilidad de NAO es del 9,41 % en comparación con el 11,97 % del benchmark. Insistimos en que nuestro objetivo sigue siendo caer menos en los momentos de alta incertidumbre y acompañar al mercado en las subidas. La volatilidad del fondo se ha situado en 10,51 % vs 14,26% del Euro Stoxx 50 Total Return.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	0,14%	1,71%	5,48%	13,86%	10,58%	9,41%	63,98%	12,33%	48,42%	14,05%
Benchmark	-0,28%	2,02%	7,20%	19,62%	10,81%	11,97%	47,16%	9,51%	35,80%	10,73%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	10,51%	15,78%	17,41%
Benchmark	14,26%	21,84%	24,19%

R/σ	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	0,78%	0,81%
Benchmark	0,44%	0,44%

La rentabilidad de **NAO acumulada desde el inicio** supera el **+63,98%**.

La rentabilidad del **benchmark acumulada desde el inicio** supera el **+47,16%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 93,1%, ligeramente superior a la del enero. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ASML, Intesa Sanpaolo, Bankinter, ING y Novartis**. Las diez primeras posiciones representan un 51,8% de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ASML Holding NV	Países Bajos	6,6%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	6,4%
Bankinter SA	España	5,4%
ING Groep NV	Países Bajos	5,4%
Novartis AG	Suiza	5,1%
Allianz SE	Alemania	5,0%
Legrand SA	Francia	4,8%
Deutsche Telekom AG	Alemania	4,5%
Yara International ASA	Noruega	4,4%
Inditex SA	España	4,1%
TOTAL		51,8%

En nuestra cartera, seguimos apostando por los sectores y empresas que se beneficien de la inflación (sector financiero) o que tengan la capacidad de repercutir sus costes, que estén diferenciadas, con fuertes ventajas competitivas, con un balance muy robusto y con visibilidad en la generación de caja. También creemos que aplicar los criterios ESG es un factor esencial a la hora de invertir a medio/largo plazo ofreciéndonos la posibilidad de invertir en sectores de claro crecimiento tales como la eficiencia energética, el reciclaje o el transporte limpio.

Respecto a la distribución geográfica, Países Bajos es la región donde se encuentran el mayor peso de compañías del fondo.

A. Geográfica	% Patrim
Francia	16,9%
Países Bajos	13,9%
España	13,2%
Alemania	11,7%
Otros	37,3%

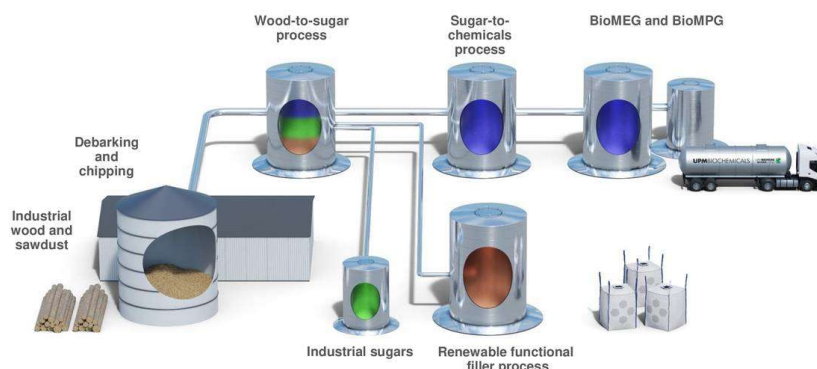
UPM KYMMENE: ANÁLISIS FINANCIERO-ESTRATÉGICO

Nos gusta aprovechar este comentario para explicaros de vez en cuando ideas interesantes de nuestra cartera. Este mes queremos hablaros de UPM, empresa de origen finlandés que se dedica a la fabricación de pulpa de celulosa, papel, madera, biocombustibles y otros productos derivados de la biomasa. La empresa se formó en 1996 por la fusión de dos compañías papeleras, actualmente tiene presencia en más de 50 países y su fuerza laboral es de alrededor de 17.000 empleados.

UPM ofrece una amplia variedad de productos y servicios en diferentes áreas de negocio relacionadas con la industria forestal y maderera. Entre sus actividades se encuentran la producción global de pulpa de celulosa para diversos usos, la fabricación de papeles finos y gráficos para mercados asiáticos y globales, el desarrollo de materiales de etiquetado y embalaje de alto rendimiento para marcas, la producción de madera aserrada nórdica de alta calidad con técnicas avanzadas y la fabricación de productos de alta calidad a partir de madera contrachapada y chapa para aplicaciones industriales.

También, desarrolla y produce productos bioquímicos sostenibles y competitivos a base de madera, incluyendo glicoles y rellenos funcionales renovables basados en lignina, para reemplazar los productos basados en combustibles fósiles en diversas industrias. Asimismo, crea productos biomédicos a base de madera, enfocándose en aplicaciones clínicas y científicas con su familia de productos GrowDex, que es altamente biocompatible y libre de cualquier material derivado de animales.

Unique technology converting wood to biochemicals



Los factores más importantes de los que depende su crecimiento son:

- La demanda y los precios de sus productos de papel, celulosa, biocombustibles y productos químicos, que son los principales segmentos de negocio de la empresa. Estos productos se benefician de la recuperación económica, el aumento del comercio electrónico, la transición energética y la demanda de soluciones sostenibles. En la primera parte del año, sin embargo, se espera que la demanda de muchos productos de UPM se vea frenada por el desabastecimiento en varias cadenas de valor de productos. La apertura de la economía china tras los confinamientos por COVID y la moderación de la inflación en otras economías clave representan un potencial para aumentar la demanda a medida que avance el año.

- La ejecución exitosa de sus proyectos de inversión, especialmente la planta de celulosa UPM en Uruguay, que se espera que comience a operar en el segundo semestre de 2023 y que aumente significativamente la capacidad y los ingresos de la empresa. UPM también tiene otros proyectos en marcha, como la planta de biocombustibles en Kotka, Finlandia, y la planta de productos químicos renovables en Leuna, Alemania.



UPM Paso de los Toros 1

- La eficiencia operativa y la innovación, que le permiten a UPM reducir sus costes, mejorar sus márgenes, optimizar su uso de recursos y desarrollar nuevos productos y servicios que satisfagan las necesidades de sus clientes y de la sociedad. Se ha comprometido con la excelencia operativa, la digitalización, la seguridad y la responsabilidad social y ambiental.
- La región de mayor crecimiento se espera que sea Asia Pacífico. El sector del embalaje de papel, que incluye desde bolsas y sacos hasta cajas y etiquetas, está experimentando un aumento en la demanda debido a una mayor conciencia sobre los efectos del plástico en el medio ambiente en esta región. A nivel global, el uso de papel reciclado en los envases puede reducir los costes del material de embalaje hasta en un 40%. Además, las regulaciones gubernamentales que buscan reducir las emisiones de carbono, también están impulsando la adopción de envases de papel reciclado en industrias como la atención médica, el cuidado personal y la alimentación. Los envases de papel también ofrecen ventajas significativas, como una mayor eficiencia de distribución y una protección efectiva de los bienes. Como resultado, se espera un crecimiento continuo en el mercado de productos químicos para pulpa y papel, impulsado por la creciente demanda de envases de papel flexibles y la creciente necesidad de reducir las emisiones tóxicas. En general, el

sector del embalaje de papel se encuentra en un período de crecimiento y evolución en respuesta a las demandas del mercado y las preocupaciones ambientales globales.

En el ámbito financiero, la empresa presenta una situación sólida y favorable. Sus ingresos rondan los 12.000 millones de euros y se prevé que crezcan un 3% anual en los próximos años. Su endeudamiento es bajo, con un ratio deuda neta/ebitda de 1 vez. Además, se estima que el flujo de caja libre alcance los 1.500 millones de euros. La compañía ha logrado mejorar sus márgenes de forma gradual y ya cuenta con un margen operacional de casi el 17%. Ha planteado un dividendo de 1,50 euros por acción para el año 2022, lo que implica un incremento del 15% con respecto al año anterior. También tiene una meta a largo plazo de repartir más del 50% de sus ganancias medias como dividendos.

En conclusión, UPM Kymmene es una empresa líder en su sector, que ofrece productos y servicios sostenibles e innovadores para diversos mercados. Posee una situación financiera sólida y favorable, con ingresos crecientes, endeudamiento bajo, márgenes mejorados y dividendos atractivos. Además, es un ejemplo de cómo la transición hacia una economía circular puede generar valor para los accionistas, los clientes y la sociedad.

UPM-KYMMENE: ANÁLISIS ESG

SERGIO LUJÁN

Tras explicar nuestra tesis de inversión fundamental de UPM, es el momento de conocer un poco más sobre la compañía y de ir más allá de los factores estratégicos y financieros. Este mes, dedicaremos esta sección a repasar cómo están las métricas ESG de UPM. Para ello, seguiremos el mismo esquema que utilizamos en el comentario del pasado mes de noviembre para hablar de Novartis AG.

Como siempre explicamos, es muy importante tener presente el sector en el que se clasifica la actividad de la compañía, así como también dónde está la materialidad o aspectos más relevantes bajo el punto de vista de la sostenibilidad. Para determinarlo, es necesario conocer, aunque sea a grandes rasgos, el proceso productivo del papel. Con ello será suficiente dado que la fabricación de dicho output pasa por la obtención de la pulpa y comparte muchas similitudes con los procesos de sus derivados. Dicho esto, la clave en la fabricación de papel está en separar las fibras de celulosa y lignina presentes en la madera (o en el propio papel ya consumido y desechado), lo cual se consigue mediante la trituración y posterior molido de esta. Para moler la madera, esta se mezcla con agua, lo cual da lugar a una pasta denominada “pulpa”. Finalmente, la pulpa se moldea en unos rodillos y se seca aplicándole calor para evaporar el agua que la impregna. Un buen ejemplo de producción de papel en la naturaleza es el caso de las avispas, que construyen sus panales masticando la madera del árbol, la cual es mezclada con su saliva y posteriormente utilizada para la creación del panal.

Una vez entendido el proceso básico de fabricación de papel y derivados, ya podemos darnos cuenta de lo intensiva que es la actividad en agua (pulpeado) y en energía (secado). Es por esto que cuando veamos los ratios ambientales a continuación no nos ha de sorprender hallar unas cifras de consumo energético e hídrico por encima de la media. Por último, cabe aclarar que el volumen de la actividad se

ha mantenido similar a lo largo de los últimos 5 años reportados, de modo que no deteriorará la representatividad de las métricas monitorizadas.

MEDIOAMBIENTAL

- En los últimos 5 años reportados, la empresa ha reducido casi un 20% sus emisiones directas e indirectas de gases de efecto invernadero (GEI), hasta poco más de 5,1 millones de toneladas. Muy remarcable es el hecho de que estas emisiones de GEI representan más del 80% de las emisiones Scope 3 de la actividad, las cuales tratan de recoger la emisión agregada de toda la cadena de valor de sus productos. Este dato puede ser indicativo de la gran integración de la compañía dentro de la cadena productiva de su output (papel, cartón para etiquetado y envasado, biocombustibles, etc.).
- El consumo de energía se ha mantenido bastante en línea en el periodo, mientras que la proporción de energía renovable empleada ha caído moderadamente desde el 70% al 60%, pero continúa siendo bastante alta. Por otro lado, la cantidad de electricidad consumida por cada euro de Activo se moderó hasta los 2.860 MWh desde los 3.850 MWh de 2017, lo que supone un ahorro energético del 26% según esta medida. También podemos decir que el consumo energético ha sido más limpio, pasando de emitir a la atmósfera 0,15 toneladas de GEI por MWh consumido en la producción a 0,10 toneladas (un tercio menos que en 2017).
- En lo relativo al consumo de agua también encontramos mejoras significativas con un recorte del 12%, mientras que en la generación de residuos sí que es perceptible cierto retroceso, aunque bien es cierto que la presencia de residuos peligrosos es prácticamente eliminada.

SOCIAL

- Por la parte del empleo, no encontramos nada especialmente reseñable. El número de empleados ha decrecido levemente en los últimos 5 años, y las tasas de empleo a media jornada, temporalidad y rotación de empleados se mantienen en línea y a niveles normales en el sector.
- No existe gran dispersión salarial medida por el múltiplo Salario máximo/Salario medio (ronda los niveles de x22), y no se aprecia una brecha de género significativa.
- La proporción de mujeres en plantilla y en el equipo directivo se ha mantenido estables en niveles del 22% y 17% respectivamente. No son niveles extraordinariamente altos, pero ya entran en un rango de avance teniendo en cuenta que la tendencia del reciclaje se enmarca dentro de materiales básicos (papel, cartón...) y tal vez también en industrial por la parte de producto intermedio y terminado (biocombustibles, madera trabajada...), dos sectores en los que la presencia de mujeres ha sido tradicionalmente baja.

GOBERNANZA

- La edad media en el último periodo reportado es de 44 años en la plantilla, de 57 años entre los ejecutivos y de 59 en el consejo de administración. Números bastante normales y que consideramos adecuados.
- Cabe comentar que en el periodo analizado se percibe una clara inclinación en el órgano de administración por la independencia, estando compuesto 90% consejeros independientes y 10% por consejeros ejecutivos hasta los dos últimos años, en los cuales los independientes ya abarcan el 100% de las sillas. Esto garantiza la profesionalización del órgano, no obstante, a nosotros nos gusta que haya presencia de dominicales y ejecutivos. A pesar de ello, en el caso de UPM no dudamos en que los intereses de los accionistas y la voz de los directivos están adecuadamente representados en el consejo.
- Más de la tercera parte del consejo está compuesta por mujeres, lo que garantiza la diversidad de género dentro del órgano.
- No hay dualidad del CEO¹ y se trata de una persona que ha hecho carrera en la compañía, lo que siempre nos gusta porque asegura que conoce bien el sector y la compañía en particular. El Presidente no lleva a cabo labores ejecutivas, todas las acciones otorgan el mismo derecho a voto y no se conocen discrepancias con el auditor.

UPM es una compañía que nos gusta mucho como inversión tanto por su potencial retorno económico como por su esperado “retorno social”. Además, está enmarcada en la tendencia global del reciclaje y la economía circular, dos conceptos que sin duda tienen lugar en un futuro sostenible en el que el producto biodegradable y reutilizable en la producción serán claves y en una sociedad donde la compra online (que necesita de paquetería y embalajes eficientes y respetuosos con el medioambiente) toma cada vez más relevancia.

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,

*Eugeni Segarra Miralles, MFIA
Gestor de Inversiones*

¹ Llamamos dualidad del CEO al hecho de que en la compañía el cargo de Director General y el de Presidente sean ejercidos por la misma persona. Aunque esto es lo normal en muchas compañías, especialmente aquellas más pequeñas, en el universo cotizado se suele valorar que los cargos estén claramente separados para garantizar la independencia.