



COMENTARIO FEBRERO 2024

EVOLUCIÓN DEL MES
PILAR LLORET

Estimado inversor,

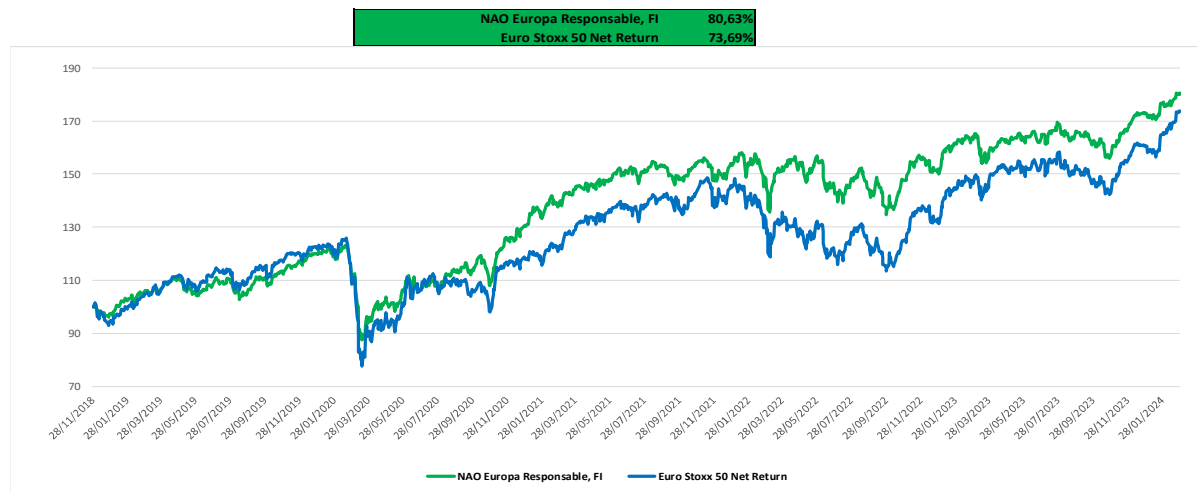
La definición más acertada de lo que está pasando en el mercado durante estos primeros meses del año es, probablemente, la de **complacencia**. El mensaje de los bancos centrales tanto en Europa como en Estados Unidos es que **los recortes de tipos de interés no van a llegar todavía**, y que quieren asegurarse primero de que la tendencia de los precios va efectivamente a la baja antes de mover ficha; esto ha hecho que las perspectivas de bajadas de la FED para este año se sitúen en una sola frente a las cinco que esperaba el mercado a finales de 2023; la última comparecencia de Jerome Powell así lo indicaba. En la misma línea, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, en su última aparición pública, dio un discurso del que se desprende que los tipos no van a bajar tan rápido. Sin embargo, los inversores han preferido quedarse con la parte más amable de estos mensajes: **la inflación está remitiendo**, de hecho, en Europa, la revisión de las previsiones económicas para la zona euro en cuanto a para este año se han rebajado hasta el 2,3% frente al 2,7% que se esperaba en principio y esto ha dado cancha a los mercados para seguir con el impulso alcista. Finalmente, tampoco hay que olvidar que el crecimiento de Estados Unidos, tras los últimos datos publicados, sigue mostrando fortaleza, con un componente de consumo que crece en torno al 3% anual, aunque en Europa seguimos viendo la economía estancada.

Por la parte micro, La temporada de resultados también ha ayudado a ver la situación económica un poco mejor. **En Europa, las empresas han presentado menores ventas que el pasado año (-6%) y menores beneficios (-14%)** aunque el mal comportamiento ha estado focalizado principalmente en los sectores de energía y materias primas, mientras que el resto se ha mantenido mejor. **Tecnología y servicios financieros fueron los que dejaron la nota positiva**. En cuanto a **Estados Unidos, las compañías han mostrado un comportamiento más resistente** en cuanto a los resultados de 2023, con un incremento en las ventas en torno al 4% y una mejora en beneficios del 8%; los sectores de **tecnología, bancos, consumo discrecional** y servicios públicos han apoyado en gran medida esta mejora en los números.

En términos de valoración, las bolsas europeas en su conjunto no parecen estar caras: con un crecimiento esperado de los beneficios en torno al 8% para los próximos 12 meses y un incremento similar para los próximos dos años (8% en 2025 y 9% en 2026), **el PER al que cotiza estaría en torno a 12,5 veces beneficios para el año que viene y 11 veces para 2026** ofreciendo además una rentabilidad por dividendo en torno al 3,5-4%. Muy distinta parece la valoración de los mercados estadounidenses, donde **el S&P 500 cotiza a 21 veces beneficios** como consecuencia de su peso en el sector tecnológico.

Con este panorama, el mercado ha encontrado razones para seguir subiendo; El Euro Stoxx se ha anotado casi un 5% de subida en el mes de febrero mientras que las ganancias del Stoxx 600 han sido más moderadas (+1.8%). En USA, el S&P 500 tuvo una revalorización del 5,2% y el Nasdaq 100, un 5.3%. NAO Europa Responsable, por su parte, ha conseguido en el mes una rentabilidad del 2,93% frente al 5,27% del índice de referencia. Seguimos manteniendo, no obstante, un **diferencial de volatilidad**

importante, con NAO en torno al **7,73%** en lo que va de año frente al **10,90%** del benchmark. En el año acumula ya una revalorización del **4,30%** frente al **8,12%** del índice.



Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Europa Responsable FI, Clase D	0,18%	2,93%	8,04%	8,92%	10,15%	4,30%	80,63%	11,90%	29,27%	8,94%
Benchmark	0,47%	5,27%	11,90%	14,09%	18,03%	8,12%	73,69%	11,07%	41,07%	12,17%
Diferencia	-0,30%	-2,34%	-3,86%	-5,18%	-7,87%	-3,82%	6,94%	0,83%	-11,80%	-3,22%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Responsable FI, Clase D	7,73%	14,94%	13,31%
Benchmark	10,90%	20,58%	17,97%

R/g	Desde inicio	3Y
NAO Europa R	0,80%	0,67%
Benchmark	0,54%	0,68%

Dentro de la cartera, los valores que más han aportado son aquellos relacionados con el sector de lujo (Hermes, con un 18% de revalorización, Moncler con un 16% de incremento y Kering con un 11%). También han tenido un excelente comportamiento Schneider (+15%), Michelin (+11%), ha seguido con su buen performance la parte de tecnología con ASML (+9%), Sopra (+8.7%) y SAP (+7.5%). En la parte más negativa, nos ha seguido restando Sandoz (-10%) tras el buen performance de los meses anteriores, así como en aquellas compañías más defensivas (Nestlé, Roche, Novartis) y relacionadas con industria química (Yara y UPM).

ESTRUCTURA DE LA CARTERA

A cierre de mes, la liquidez del fondo ascendía a un 11,2% mientras que la principal posición de la cartera era ASML con un 5,4% del total del patrimonio; el incremento de esta participación en cartera es debido a la importante revalorización que ha experimentado desde que comenzó el año. Novartis sigue siendo la segunda posición con más de un 4,6% en cartera seguida por Allianz (4,3%) e Intesa San Paolo (4,1%).

El número de compañías que mantenemos en cartera es de 33 valores habiendo sido **la operación más relevante del mes el cambio de Enagás por Linde**. Consideramos que la primera se ha quedado sin catalizadores a futuro por el momento y con una estrategia que va a tardar mucho tiempo en materializarse y que requiere mucha inversión, lo cual puede poner en peligro el dividendo futuro que tradicionalmente ha sido el principal atractivo de la compañía. En cuanto a Linde, nos gusta por ser una

compañía que combina un negocio industrial de crecimiento estable con un corte defensivo gracias a la calidad y la tipología de sus clientes, con una parte de su negocio de gases muy centrada en el sector salud. Los últimos resultados nos han convencido del buen momento que sigue teniendo que combina además con unos retornos sobre el capital muy altos, unos muy buenos márgenes operativos y con gran visibilidad en la generación de caja, (la que más calidad presenta frente a sus competidores). **Consideramos que se trata de una empresa de gran calidad que debe estar en la cartera de forma estructural.**

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ASML Holding NV	Países Bajos	5,4%
Novartis AG	Suiza	4,6%
Allianz SE	Alemania	4,3%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	4,1%
Sopra Group SA	Francia	4,1%
Schneider Electric SA	Francia	3,6%
Inditex SA	España	3,6%
AXA SA	Francia	3,3%
Sika AG	Suiza	3,1%
Microsoft Corp	Estados Unidos	3,1%
TOTAL		39,3%

Distribución por sectores

Sector	% Patrim
Tecnología Información	16,6%
Química	15,0%
Prod. Consumo No Básico	14,5%
Industrial	14,0%
Finanzas	13,8%
Prod. Primera Necesidad	7,5%
Salud	7,4%

Distribución por A. Geográfica

A. Geográfica	% Patrim
Francia	23,4%
Suiza	14,6%
Alemania	10,8%
Países Bajos	9,4%
Otros	30,6%

Distribución por divisa

Divisa	RV	RF	LQ	IA	TOTAL
EUR	64,4%	0,0%	11,2%	0,0%	75,6%
CHF	14,6%	0,0%	0,0%	0,0%	14,6%
USD	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%
NOK	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%
SEK	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%

DESCIFRANDO LA IA: DE HERRAMIENTA A FUERZA TRANSFORMADORA

EUGENI SEGARRA

A lo largo de los primeros meses de este año, el principal impulsor del crecimiento en las empresas tecnológicas ha sido, sin duda alguna, la inteligencia artificial y todos los aspectos vinculados a su cadena de valor, abarcando desde los equipos de hardware hasta los servicios en la nube. A pesar de la constante presencia de noticias y conferencias relacionadas con este tema, se trata de un campo muy complejo y mucha gente todavía no comprendemos bien en qué consiste ni el impacto que puede tener tanto en nuestras vidas como en la economía. Por este motivo, hemos decidido elaborar una serie de comentarios con el objetivo de explicar de manera más clara este fascinante mundo. A continuación, les presentamos la primera parte, esperando que sea de su interés.

La inteligencia artificial (IA) está transformando nuestro mundo de maneras que hasta hace poco parecían ciencia ficción. Imagina un futuro donde tu coche te lleva solo al trabajo mientras revisas correos electrónicos escritos por una máquina, tan coherentes y naturales que es difícil distinguirlos de los redactados por un humano. Este futuro ya está aquí, y como inversor, es crucial que comprendas el enorme potencial de la IA y cómo está remodelando industrias enteras.

Pero, ¿qué es exactamente la inteligencia artificial? En términos simples, la IA se refiere a la capacidad de las máquinas para realizar tareas que normalmente requieren inteligencia humana, como el aprendizaje, el reconocimiento de patrones y la toma de decisiones. Sin embargo, es importante destacar que la IA no es una entidad monolítica o un concepto unificado, sino un conjunto diverso de técnicas y herramientas desarrolladas por los seres humanos a lo largo de la historia. Al igual que una caja de herramientas, la IA ofrece una variedad de enfoques y métodos que se pueden adaptar y aplicar de manera diferente según el problema específico que se quiera abordar. Cada tarea o desafío requiere una combinación única de estas herramientas, y la forma en que se utilizan puede variar ampliamente dependiendo del contexto y los objetivos. Por lo tanto, es fundamental comprender que la IA no es "una sola cosa", sino un campo multifacético y en constante evolución que abarca una amplia gama de técnicas y aplicaciones, desde el procesamiento del lenguaje natural hasta la visión por computadora y el aprendizaje automático. Esta versatilidad y adaptabilidad son precisamente lo que hace que la IA sea tan poderosa y transformadora en nuestro mundo actual.

La inteligencia artificial tiene una larga historia que se remonta a pensadores como Aristóteles o incluso el español Ramon Llull, quienes sentaron las bases del razonamiento lógico y la posibilidad de realizarlo de manera artificial. A lo largo de los siglos, matemáticos y científicos como George Boole, Gottlob Frege y Alan Turing contribuyeron al desarrollo de la lógica formal, la computación y la noción de algoritmo, sentando las bases teóricas para la IA. El término "inteligencia artificial" fue acuñado en 1956, y desde entonces, la IA ha pasado por períodos de avance y estancamiento. Sin embargo, en las últimas décadas, gracias al aumento del poder de cómputo y la investigación, hemos presenciado un notable desarrollo en este campo, especialmente con la aparición de los Transformers en 2017.

Los Transformers, introducidos por Google, han revolucionado el procesamiento del lenguaje natural y la visión por computadora gracias a su mecanismo de "autoatención", que permite al modelo enfocarse en las partes más relevantes de la entrada para comprender su significado general. Al igual que nuestro cerebro se enfoca en las palabras clave al leer una frase, los Transformers procesan el texto de manera eficiente, manejando entradas de longitud variable y capturando relaciones entre palabras distantes. Modelos basados en Transformers, como GPT, han logrado resultados impresionantes en tareas como traducción automática, generación de texto y código, resumen de documentos y más, demostrando habilidades sorprendentes que antes se consideraban exclusivas de los seres humanos.

Más allá del procesamiento del lenguaje natural, donde los Transformers han demostrado un enorme potencial, la IA engloba otros campos igualmente cruciales. La visión por computadora, por ejemplo, capacita a las máquinas para interpretar y comprender imágenes y videos, con aplicaciones en sistemas de vigilancia, diagnóstico médico y vehículos autónomos. Por otro lado, el aprendizaje automático permite que los sistemas aprendan y se perfeccionen a partir de la experiencia, sin necesidad de ser programados explícitamente. Esta técnica se emplea en la detección de fraudes, la personalización de recomendaciones comerciales y la optimización de procesos industriales. Además, la robótica, otra área destacada, fusiona la IA con hardware para crear máquinas capaces de interactuar con el entorno, como los robots utilizados en manufactura, cirugía y exploración espacial. Área de especial interés donde OpenAI está empezando a adentrarse.

En el ámbito empresarial, la IA se ha convertido en una herramienta fundamental para identificar errores en las instalaciones, reducir costes de manera preventiva y mejorar la toma de decisiones en áreas estratégicas como la gestión de inventarios, la optimización de procesos industriales y el marketing. Las compañías aprovechan estas tecnologías para optimizar la atención al cliente, analizar datos con el fin de perfeccionar sus decisiones y automatizar tareas repetitivas, aumentando así la eficiencia operativa. Asimismo, la IA está impulsando avances significativos en campos como la medicina personalizada, la agricultura de precisión y la gestión de la cadena de suministro.

La IA no solo está presente en aplicaciones especializadas, sino que también forma parte de nuestro día a día. Los asistentes virtuales en nuestros smartphones, como Siri, Alexa o Google Assistant, utilizan técnicas de procesamiento del lenguaje natural y aprendizaje automático para entender nuestras preguntas y proporcionar respuestas relevantes. Los sistemas de recomendación en plataformas como Netflix, Spotify y Amazon utilizan algoritmos de IA para personalizar sugerencias basadas en nuestros gustos y hábitos de consumo. Incluso los filtros de spam en nuestro correo electrónico y las funciones de autocompletado en los motores de búsqueda son posibles gracias a la IA.

El rápido avance de la IA en los últimos años no hubiera sido posible sin el desarrollo paralelo de la computación en la nube. La nube ha sido un factor crucial para el progreso de la IA, ya que proporciona acceso a dos recursos esenciales: datos masivos y poder de cómputo escalable. Los modelos de IA modernos, como los mencionados Transformers, requieren enormes cantidades de datos para su entrenamiento. Cuantos más datos se utilicen, mejor será el rendimiento y la precisión del modelo. La nube permite almacenar y acceder a estos vastos conjuntos de datos de manera eficiente y rentable, eliminando la necesidad de que cada empresa o investigador mantenga su propia infraestructura de almacenamiento. Además, entrenar modelos de IA complejos requiere una potencia de cómputo significativa. Las plataformas de computación en la nube, como Amazon Web Services (AWS), Microsoft Azure y Google Cloud, ofrecen acceso a máquinas virtuales de alto rendimiento y clústeres de GPU que pueden procesar paralelamente grandes cantidades de datos. Esta capacidad de cómputo escalable permite a los investigadores y desarrolladores entrenar modelos de IA en una fracción del tiempo que llevaría en un solo ordenador. La nube también ofrece flexibilidad y escalabilidad, permitiendo a las empresas ajustar sus recursos de IA según sus necesidades. En lugar de invertir en costoso hardware y software, las empresas pueden acceder a servicios de IA basados en la nube y pagar solo por lo que utilizan. Esto democratiza el acceso a la IA, permitiendo que organizaciones de todos los tamaños experimenten, innoven y se beneficien de estas tecnologías sin grandes gastos iniciales. Por lo tanto, la computación en la nube ha sido un catalizador esencial para el rápido desarrollo y adopción de la IA. Al proporcionar acceso a datos masivos, poder de cómputo escalable y flexibilidad, la nube ha allanado el camino para avances significativos en IA y ha hecho que estas tecnologías sean más accesibles para empresas e investigadores de todo el mundo. A medida que la IA y la computación en la nube continúen evolucionando juntas, es probable que veamos aún más innovaciones y transformaciones en diversos sectores.

En conclusión y ciñéndolos a la finalidad de este escrito, es primordial entender que la inteligencia artificial no es un concepto abstracto o un ente independiente, sino un conjunto de técnicas y herramientas desarrolladas por los seres humanos para permitir que las máquinas realicen tareas que requieren inteligencia. A través de avances como los Transformers y el aprovechamiento de la computación en la nube, la IA ha logrado avances significativos en campos como el procesamiento del lenguaje natural, la visión por computadora, el aprendizaje automático y la robótica. Estas herramientas, además, han evolucionado junto con la humanidad, desde los primeros pensadores que exploraron el razonamiento lógico hasta los avances recientes en computación y algoritmos. A medida que seguimos desarrollando y perfeccionando estas técnicas, la IA se convierte en una extensión cada vez más poderosa de nuestras propias capacidades, ayudándonos a resolver problemas complejos y a comprender mejor el mundo que nos rodea.

UN NUEVO VILLANO EN ARKHAM: GRIFOLS, S.A.

SERGIO LUJÁN

GRF es el ticker de la acción cotizada en la bolsa española que ha protagonizado más portadas en la prensa económica nacional durante los últimos dos meses. Estamos hablando de Grifols, la compañía farmacéutica y biotecnológica catalana especializada en el tratamiento de derivados del plasma sanguíneo y en el desarrollo de soluciones terapéuticas vinculadas con el campo de la medicina transfusional y la hematología. Este player farmacéutico, miembro tradicional del IBEX 35, recibió el mes pasado un ataque directo por parte de la firma de investigación financiera Gotham City Research, consistente en la publicación de un informe por parte del equipo de analistas liderado por Daniel Yu en el que sugería la existencia de prácticas contables moral y lícitamente cuestionables en los libros de la compañía biotecnológica. Según apuntaba en su acusación el “Caballero Oscuro de Wall Street” (como lo llamó la prensa), Grifols estaría aprovechando los umbrales de la normativa de consolidación fiscal y contable para atribuirse los ingresos y gastos de unas sociedades sobre las que realmente no posee participación explícitamente, y que realmente están en manos de Scranton, un vehículo de inversión utilizado por la familia propietaria del grupo farmacéutico para gestionar su patrimonio y que además es el primer accionista de la cotizada. Esta atribución de ingresos y gastos tendría como objetivo engordar el beneficio operativo ajustado (EBITDA) del grupo, minimizando así uno de los ratios más utilizados para medir la solvencia de una empresa y sobre el cual la compañía catalana fija sus metas de desapalancamiento: el cociente Deuda neta/EBITDA. La adición de los beneficios de estas filiales a la cuenta de resultados de Grifols, S.A. sería perfectamente legal, según la dirección de la compañía española, dado que, a pesar de no poseer la propiedad oficial de las filiales en cuestión, sí que mantiene una opción de compra sobre ellas, puesto que Grifols vendió Haema AG y BPC a Scranton hace unos pocos años con opción de recompra y con el mismo precio y términos con los que las había comprado la multinacional en su momento. Con la operación, Grifols obtenía liquidez sin incluir nueva deuda financiera en su balance, pues quien hacía uso del crédito para la adquisición era Scranton, sin embargo, la compañía del IBEX 35 podría seguir utilizando los activos de ambas filiales (centros de extracción de plasma cuya gestión y operativa quedaba contractualmente a cargo de Grifols) sumando a sus finanzas los retornos positivos que puedan provenir de estas. En resumidas cuentas, tal vez, una jugada disfrazada de desinversión para endeudarse indirectamente y sin dejar de operar los activos de las dos filiales recolectoras de plasma. Una estrategia que puede parecer muy coherente si lo que se busca es

captar músculo financiero externo adicional sin poner en riesgo el cumplimiento de ciertos compromisos de solvencia medidos, por ejemplo, con el ratio Deuda neta/EBITDA que la compañía biotecnológica se había comprometido a reducir a 4x para 2024 (en 2023 se situó cerca de 9x).

La operación entre Grifols y Scranton representa una maniobra muy lógica según la perspectiva descrita en el párrafo anterior, pero ¿Realmente es algo bueno para el accionista? ¿Denota honestidad y voluntad de alineación de intereses por parte de los consejeros y directivos de la empresa? Gotham City Research opina que no, y añade que todo forma parte de una treta ejecutada por la firma española de healthcare para esconder su nivel de endeudamiento real, un nivel crítico, según apuntan los analistas del murciélago de Wall Street. Las declaraciones plasmadas en su informe han levantado las alarmas en los mercados y sembrado una duda generalizada respecto a la capacidad de Grifols para compensar el servicio de la deuda que le espera para los próximos años. Actualmente, los bonos emitidos por la compañía son B- y cotizan con una YTM cercana al 8%. La respuesta en los parques de renta variable ha sido una caída del -51% en el precio de la acción desde el inicio del año hasta el cierre del mes de febrero.

Los recientes acontecimientos que estamos viviendo en la Bolsa Española ponen en valor la importancia que tiene escoger compañías con una buena gobernanza. Una estructura de gobierno transparente, coherente a la hora de implementar estrategias y consecuente de cara a remunerar al accionista, es una estructura de gobierno creíble. La credibilidad es clave en la inversión y en los negocios, y especialmente cuando hablamos de compañías cotizadas, las cuales están sometidas a la monitorización y valoración continuas por parte de los participantes del mercado, un justiciero implacable que se mueve por expectativas y que premia a los que demuestran un gran desempeño, pero también destruye sin piedad a los que lo decepcionan.

Durante las primeras semanas de marzo, Grifols ha presentado sus cuentas del año fiscal 2023 y el auditor se ha pronunciado sobre ellas. Según sus declaraciones, la opinión es limpia. No hay fraude, y la contabilización ligada a Haema AG y BPC es correcta puesto que la opción de compra que mantiene la firma española de hemoderivados sobre estas es irrevocable. Esto hace lícita la inclusión de los ingresos y gastos de ambas filiales en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de la cotizada catalana al mismo tiempo que le permite no reconocer los pasivos tomados por Scranton para su adquisición. Pero ¿Tiene fecha de vencimiento dicha opción de compra? ¿Qué ocurrirá cuando Grifols tenga que decidir en un momento dado sobre el ejercicio de la misma? ¿De dónde obtendrá el capital que necesita para efectuar la recompra de manera que Scranton pueda cancelar su deuda? ¿Quién y a qué coste o condiciones le prestará el dinero? Todavía sigue habiendo muchas preguntas sobre la mesa, y, sean legales o no las prácticas contables adoptadas por la farmacéutica, lo que debe valorar la comunidad es el fondo antes que la forma, como también establece la normativa contable en sus principios básicos.

Nota: Arkham es el asilo en el que Batman encierra a los villanos que intercepta. De ahí el título empleado para el artículo.

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,

El equipo de NAO Sustainable Asset Management.