

Nos hace especial ilusión escribir esta primera carta anual. La gestora NAO nace en junio del año pasado y tuvimos disponible el fondo NAO Europa Sostenible a finales de noviembre de 2018.

En primer lugar, agradecer a los partícipes que han confiado en nosotros desde el principio, sin ellos este proyecto no sería posible.

AÑO 2018, VOLATILIDAD Y RENTABILIDAD NEGATIVA

Durante el año han aparecido riesgos que no van a desaparecer en el corto plazo y vemos que en el nuevo año seguiremos sufriendo una volatilidad alta en los mercados.

La tensión proteccionista entre China y Estados Unidos, el Brexit, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la incertidumbre política en Europa y la inestabilidad de muchos países emergentes han provocado muchas dudas sobre el crecimiento global y fuertes caídas en todos los mercados.

Durante el mes de diciembre los principales mercados en Europa han sufrido retrocesos. La bolsa alemana ha caído un -6,2%, la bolsa española un -5.9%, la bolsa francesa un -5,5% y la bolsa italiana un -4.5%.

En este entorno, NAO Europa Sostenible ha caído un -2.4%. Aunque la caída ha sido inferior a la del mercado no nos vale, nuestro objetivo es obtener rentabilidades positivas.

A POR EL NUEVO AÑO,

Para este año 2019 todos los riesgos nombrados siguen estando presentes, siendo nuestra mayor preocupación la normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Tenemos por delante un año muy complicado.

Desde NAO nos gusta diferenciar entre ciclo económico y ciclo bursátil. Con los datos actuales, vemos inercia en el crecimiento económico europeo. Consumo, inversión y comercio exterior permitirán un crecimiento similar al del año pasado, pero SÍ vemos un mayor riesgo en el ciclo bursátil.

Pensamos que podemos ver volatilidad en la Bolsa y a la vez tener datos de crecimiento económico. Al margen de los riesgos políticos, que se mantendrán presentes durante todo el año, vemos el mayor peligro en la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Esta normalización tiene consecuencias negativas sobre la valoración de todos los activos.

- Nuestra mayor preocupación es una subida más fuerte de lo esperado en los salarios. Estados Unidos, Canadá, Alemania y varios países del norte de Europa están en pleno empleo y sufren escasez de mano de obra.
- Una subida de salarios mayor de lo esperado elevará las expectativas de inflación.
- Los Bancos Centrales, en especial la Reserva Federal americana, deberán hacer frente a esta posible subida de expectativas inflacionistas mediante subidas de tipos (Desde NAO esperamos dos subidas para el próximo año en Estados Unidos, aún no esperamos subidas de tipos en Europa)

- Llevamos muchos años con tipos de interés en mínimos históricos y la normalización de la política monetaria tiene sus consecuencias en la valoración de todos los activos:
 - o Mayor volatilidad en las Divisas emergentes. Pensamos que los problemas vistos en Argentina, Turquía o Sudáfrica no se han solucionado y volverán durante este año.
 - o No vemos valor en renta fija, ni en los bonos americanos ni en los europeos. Los inversores no deberían esperar grandes ganancias en este activo.
 - o Los Spreads de crédito se mantendrán altos, esperamos niveles similares a los del cierre de 2018. Nos preocupa la iliquidez que estamos observando en este comienzo de año en los bonos corporativos.
 - o Ajuste en la valoración de los mercados de renta variable. Pensamos que este ajuste se producirá especialmente en aquellas empresas que tengan una situación de alto endeudamiento.

Con este escenario presentamos una cartera con la que esperamos resguardarnos de la volatilidad y ofrecer potencial de rentabilidad.

PROTEGERNOS DE LA VOLATILIDAD Y BUSCAR RENTABILIDAD GRACIAS A UNA CORRECTA SELECCIÓN DE COMPAÑÍAS.

Nuestra filosofía de inversión se centra en minimizar las caídas y la volatilidad del mercado.

Nuestro objetivo en el corto, medio y largo plazo es igualar las subidas de mercado y minimizar las caídas, para ello la selección de valores es clave.

En este momento nuestra cartera está compuesta por 29 compañías. No se trata solamente de encontrar compañías baratas, los negocios en cartera deben cumplir con todos los criterios que pedimos:

- Generación de caja estable y predecible
- Solvencia financiera
- Remuneración al accionista
- Ventajas competitivas
- Posicionadas en actividades con crecimiento estructural
- Poca exposición a mercados emergentes
- Focalizadas en la Sostenibilidad, con mínimo riesgo en las variables social y ambiental
- Buen equipo gestor con un excelente historial en el uso de capital

De la cartera actual hay que destacar tres puntos diferenciales:

- **La fortaleza de balance es obligada.** Huimos de compañías con alto endeudamiento. Es la mejor manera de reducir la volatilidad.
 - o El 40% de la inversión está en compañías con caja neta. SIN DEUDA
 - o 30% en compañías con una deuda inferior a 1.5x DEUDA/EBITDA
- **Invertimos en negocios con crecimiento estructural.** Huimos de negocios deflacionistas y sin poder de precios. Las temáticas que más nos gustan;

- Cambio demográfico: Envejecimiento de la población, nueva clase media en los países emergentes y urbanización
 - Tecnología: Digitalización de la sociedad y de los procesos industriales, Internet of things, robótica
 - Cambio Climático y Reciclaje: Autosuficiencia energética mediante el uso de energías renovables, reducción constante de la huella de carbono, eficiencia energética y tratamiento de residuos
 - Comercio electrónico - Plataformas logísticas
- **Buscamos compañías con un inversor de referencia.** Normalmente suele ser una empresa familiar. Buscamos equipos directivos que nos den confianza y tengan implicación económica con la evolución del negocio.
- Dos terceras partes de la cartera cuenta con un inversor de referencia

ANEXO 1- ESTRUCTURA DE LA CARTERA NAO EUROPA SOSTENIBLE

El fondo cierra el año con un nivel de inversión del 70%, estando formada su cartera por 29 compañías.

La cartera tiene un claro sesgo hacia el sector industrial, eficiencia energética y el reciclaje donde cabe destacar compañías como: CAF, Michelin, MMK, Boskalis o Inditex. Las diez primeras posiciones representan el 35% de la cartera.

SECTORES

INDUSTRIAL	11,5%
EFICIENCIA ENERGETICA	10,6%
RECICLAJE	6,5%
LOGISTICA	6,1%
FINANCIERO	5,7%
SERVICIOS	4,8%
ALIMENTACION	4,7%
AUTOS	4,0%
TECNOLOGIA	3,9%
CONSUMO	3,4%
CONCESIONES	3,0%
MEDIA	2,9%
FARMACIA	1,9%

PAÍSES

FRANCIA	19,70%
HOLANDA	8,80%
ESPAÑA	7,70%
ALEMANIA	7,30%
AUSTRIA	7,00%
SUIZA	5,90%
BELGICA	5,50%
DINAMARCA	2,50%
PORTUGAL	2,00%
ITALIA	1,90%
CANADA	0,50%

Estamos aprovechando las caídas del mercado para incorporar nuevas compañías a la cartera. Esperamos ir aumentando el nivel de inversión hasta llegar a niveles de 80%.

En el sector financiero, que representa el 5,7% de la cartera, estamos invertidos en dos aseguradoras, Allianz y Axa. No estamos en bancos, es verdad que el sector de bancos parece barato, pero pensamos que seguirá barato por más tiempo. Para empezar a invertir en Bancos debemos estar seguros de su capacidad de mejora en el margen de intermediación. Por ahora vemos una fuerte competencia y poco

crecimiento en ingresos, además la situación de los bonos europeos nos hace ser todavía más prudentes. En España esperamos otra ola de fusiones.

En el sector de coches hemos invertido en Michelin y estamos esperando que se aclare la situación de Gobernanza en Renault para invertir en ella. Es el fabricante de coches europeo que representa una mejor oportunidad y la vemos bien preparada ante el cambio tecnológico que tiene por delante el sector. Respecto a la oportunidad que representa el cambio tecnológico hacia la movilidad sin emisiones, aprovechamos para alertar sobre la situación financiera de Tesla. Nos preocupa el crecimiento de su deuda y su incapacidad de generar caja. Vemos un problema importante en su balance, si no mejora pronto, la compañía debería realizar una ampliación de capital.

Muchos inversores nos están preguntando qué aporta la sostenibilidad en las inversiones, queremos aprovechar esta carta para explicar nuestra decisión de incorporar estos criterios en la filosofía de inversión.

MOTIVOS POR LOS QUE NAO INCORPORA CRITERIOS DE SOSTENIBILIDAD EN LA SELECCIÓN DE VALORES

Invertir en compañías centradas en la sostenibilidad y que ayuden a mejorar nuestro entorno, no se trata únicamente de invertir de manera responsable.

Aplicar criterios de sostenibilidad en la selección de valores permite reducir el riesgo de la cartera y anticipar posibles peligros que no se ven analizando el balance o la cuenta de resultados de una compañía.

Una cartera es buena si la selección de compañías es correcta, incluir criterios de sostenibilidad permite afinar mejor esa selección.

Nos centramos en las variables Ambientales, Sociales y de Gobernanza

- **Variable Ambiental:** Pensamos que la eficiencia energética es la mejor temática de inversión para los próximos diez años. El crecimiento no ha hecho más que empezar. No se trata únicamente de reducir las emisiones; alcanzar la autosuficiencia energética permite reducir riesgos futuros en términos de costes y mejora de eficiencia. Evitamos aquellas compañías que no se adaptan al cambio.
Estamos analizando toda la cadena de valor, desde los proveedores de tecnología a aquellas compañías que la incorporan a su proceso de producción.
- **Variable Social:** No invertimos en compañías cuyo producto o servicio sea perjudicial a la sociedad. Evitamos litigios futuros.
La variable clave en las compañías de capital humano (Consultoras, ingenierías, publicidad...) es la rotación de empleados. Si la rotación de empleados es superior a la media del sector, o si la rotación va subiendo, su riesgo operativo también aumenta.
Analizamos el número de litigios de las compañías, nos anticipamos a ese tipo de sorpresas negativas. El ejemplo de Bayer con la compra de Monsanto es claro, analizar esta controversia nos permitió identificar el “pasivo no contable” que tenía la compañía.

- **Gobernanza:** Buscamos equipos directivos que nos den confianza. Analizamos especialmente el uso de capital, cómo compran o venden activos y las razones detrás de esas operaciones. Huimos de compañías en las que los directivos no tienen implicación económica con la evolución del negocio.

Estamos convencidos que aplicar estos criterios ayuda a mejorar el binomio rentabilidad riesgo de la cartera.

Nuestros canales de comunicación están abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten.

Seguimos trabajando en preservar y hacer crecer su capital de forma sostenible, junto con el nuestro.

Gracias de nuevo por confiar la gestión de sus ahorros en nosotros y formar parte del proyecto que representa NAO. Este proyecto no sería posible sin ustedes.

Atentamente,

Pablo Cano Escoriaza,
Director de Inversiones