

Ya estamos en marzo, poco a poco vamos sumando historial al fondo y, en sus pocos meses de vida, podemos decir que estamos cumpliendo nuestro objetivo de inversión. Tanto a corto, medio y largo plazo nuestro propósito es minimizar las caídas del mercado e igualar las subidas.

Como siempre, agradecer a los partícipes que han confiado en nosotros. Sin vosotros este proyecto no sería posible.

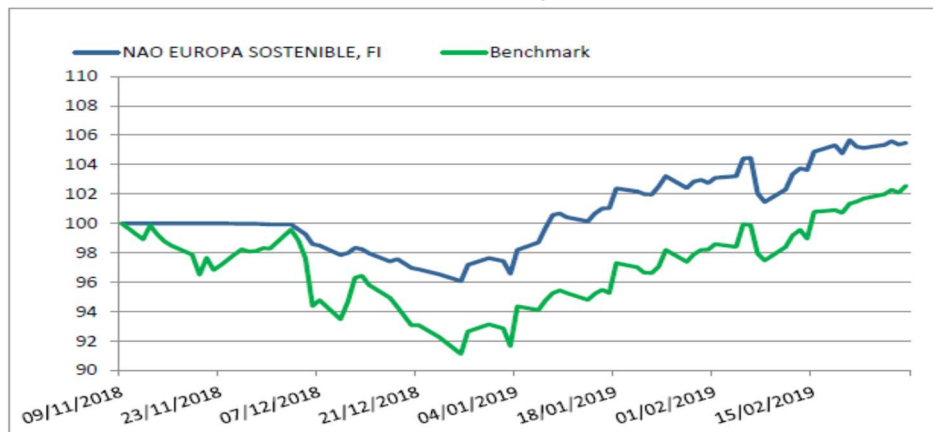
**COMIENZO DE AÑO**

A pesar del fuerte rebote experimentado por la renta variable seguimos enviando un mensaje de prudencia. Vemos oportunidades en el mercado, pero también seguimos viendo muchas trampas de valoración. Una buena selección de valores será clave para conseguir una adecuada rentabilidad. La fuerte caída de final de año nos permitió construir una cartera a unos precios muy buenos.

En la anterior carta explicábamos cómo el fondo había perdido durante el año pasado un -2.4% frente a una caída del -6,2% de la bolsa alemana o a una caída del -5.9% de la bolsa española. Y decíamos: “Aunque la caída ha sido inferior a la del mercado no nos vale, nuestro objetivo es obtener rentabilidades positivas”.

En el mes de enero el fondo subió un +5,24% frente a un +5.5% de los índices y en febrero el fondo volvió a subir un +2.67% frente a un +4,4% del índice europeo (siempre nos comparamos con el índice que incluye dividendos, y aprovechamos para decirles que huyan de aquellos fondos que no incluyen los dividendos en su índice de referencia).

**Evolución histórica del valor liquidativo**



**Desde su nacimiento el fondo ha subido un +5.5% frente a un +2.5% del índice de referencia (Eurostoxx50 incluyendo dividendo).**

**Todo esto con una volatilidad claramente inferior. El fondo ha tenido una volatilidad del 9.3% frente a una volatilidad de mercado de 15.6%.**

## ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

Seguimos pensando que el año actual va a ser volátil y que la mejor manera de protegernos de esa volatilidad es mantener una cartera donde todas las compañías cumplan varias características:

- La fortaleza de balance es obligada.
- Operar en negocios con crecimiento estructural.
- Buscamos compañías con un inversor de referencia.
- Generación de caja estable y predecible.

El fondo cierra el mes con un nivel de inversión del 82%, cuya cartera está formada por 33 compañías. La cartera sigue manteniendo un claro sesgo hacia el sector industrial siendo las temáticas de la eficiencia energética y el reciclaje donde más valor estamos encontrando.

### 10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Mayr Melnhof Karton AG	Austria	5,1%
Novartis AG	Suiza	4,9%
Michelin	Francia	4,0%
Construcciones y Auxiliar de F	España	3,6%
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Bélgica	3,4%
ABB Ltd	Suiza	3,4%
Vinci SA	Francia	3,3%
Koninklijke Boskalis Westminster	Países Bajos	3,3%
Randstad Holding NV	Países Bajos	3,1%
Inditex SA	España	3,0%
<b>TOTAL</b>		<b>37,2%</b>

Las cinco primeras posiciones del fondo son: MMK, Novartis, Michelin, CAF y Anheuser - Busch.

Novartis ha sido una de las compañías que más hemos elevado su peso en la cartera desde la última carta, alcanzando la segunda posición. Es una de las mayores farmacéuticas del mundo sin riesgos binarios, con una cartera de productos diversificada, un pipeline interesante y además cuenta con uno de los mejores balances del sector. Todo esto hace que sigamos esperando una mejora clara de su dividendo. La compañía cuenta con uno de los mejores gobiernos corporativos de la industria.

En el momento en que estamos escribiendo esta carta, la cartera mantiene un peso elevado en los sectores de Eficiencia energética, reciclaje, industrial y plataformas logísticas.

EFICIENCIA ENERGETICA	12,3%
RECICLAJE	9,8%
INDUSTRIAL	8,6%
LOGISTICA	6,6%
FINANCIERO	6,3%
AUTOS	5,9%
FARMACIA	5,9%
ALIMENTACION	5,1%
TECNOLOGIA	4,9%
SERVICIOS	4,4%
FERROVIARIO	3,8%
CONCESIONES	3,1%
MEDIA	3,1%
CONSUMO	3,0%
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>17,2%</b>

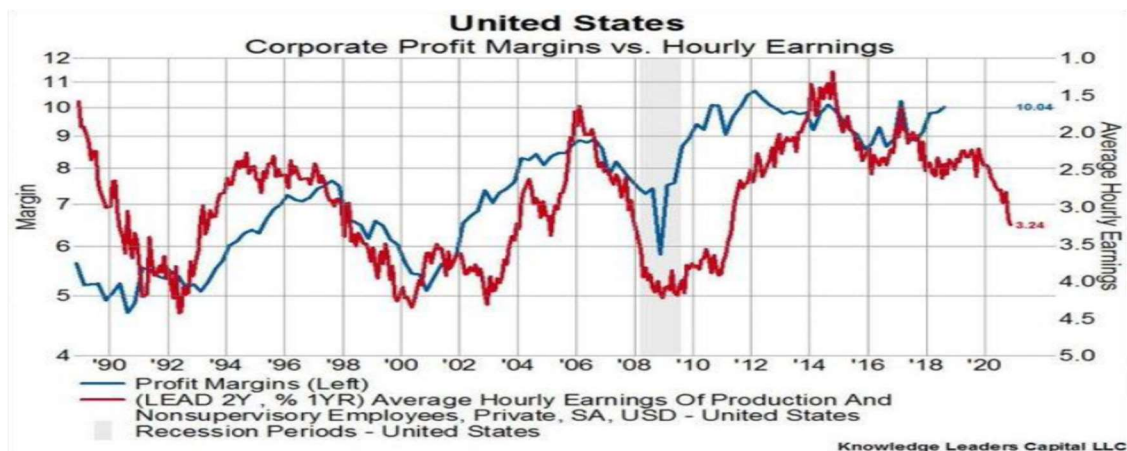
FRANCIA	24,6%
SUIZA	12,0%
ALEMANIA	10,5%
AUSTRIA	8,6%
BELGICA	6,9%
ESPAÑA	6,8%
HOLANDA	6,0%
ITALIA	3,3%
DINAMARCA	1,9%
PORTUGAL	1,6%
CANADA	0,6%
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>17,2%</b>

## ENTORNO

Muchos inversores nos han estado preguntando los motivos por los que mantenemos una visión positiva del mercado europeo frente al americano. Llevamos tiempo viendo como Estados Unidos lo hace mejor que el resto de los mercados y especialmente frente a Europa, pero pensamos que ese mejor comportamiento se acerca a su fin.

Vemos mayor potencial en Europa que en Estados Unidos por varios motivos:

- En Estados Unidos las empresas se encuentran en pico de margen y esta vez sí vemos peligro en su sostenibilidad.
  - o Los costes financieros no vemos que vayan a seguir bajando, de hecho, esperamos una subida en los próximos meses.
  - o Los costes salariales empiezan a subir más de lo esperado y ésta es la principal variable que tirará hacia abajo el margen empresarial.
  - o No pensamos que las empresas puedan pasar el 100% de la subida en costes a subida de precios, por lo que esperamos una caída en el margen.
- La política monetaria en Estados Unidos debe normalizarse, máxime si observamos la tensión actual del mercado laboral (en Estados Unidos seguimos esperando subidas por encima del 4% en salarios para este año, algo que por desgracia no vemos en Europa). Esta normalización tendrá un efecto negativo en la valoración del mercado de renta variable americano.



- Queremos recalcar que una valoración menos exigente por parte del mercado europeo frente al americano no nos parece una razón suficiente, aunque sí necesaria. Por ahora el diferencial en valoración lo vemos como algo estructural. Estados Unidos debería cotizar con prima sobre Europa debido a su mayor crecimiento, pero pensamos que ese diferencial no debe ser tan holgado como el actual.

Aconsejamos a los inversores no preocuparse tanto por la zona geográfica como por las temáticas en las que se invierte. Desde NAO damos más importancia a encontrar negocios con crecimiento estructural y poder de precios.

En esta carta hemos querido explicar los motivos por los que estamos tan positivos en la temática del reciclaje.

## **SECTOR RECICLAJE**

En un mundo en donde el crecimiento es bajo, encontrar temáticas de inversión con crecimiento estructural y una valoración atractiva se hace harto difícil.

Desde NAO queremos trasladar a los inversores una visión muy positiva hacia las temáticas de la eficiencia energética y el reciclaje. Pensamos que son dos de las mejores temáticas de inversión para los próximos diez años. Podremos discutir si el crecimiento económico será mayor o menor pero seguro que estamos de acuerdo en reconocer que las dos tienen un potencial de crecimiento superior a la media.

En la cartera tenemos tres compañías dedicadas al reciclaje y tratamiento de residuos. MMK, Seche Environnement y Befesa.

Es importante observar que los cambios que estamos viendo no se deben únicamente a cambios regulatorios, la sociedad en su conjunto es la que está empujando hacia una verdadera economía circular. Empresas, familias y gobiernos están, por una vez, remando hacia la misma dirección.

Vamos con una serie de datos:

- El 33% del empaquetado de los productos se hace con plástico, el 43% con papel y cartón, un 13% con metal, un 7% cristal y un 4% con otros productos.
- Solamente el 14% de ese plástico se recicla, frente a un 70% de reciclaje alcanzado en papel o cristal.
- Uno podría pensar que el potencial en el reciclaje del plástico es claramente mayor, ya que debería llegar a porcentajes similares al cartón o cristal.
- No es el caso. La dificultad técnica y tecnológica hace muy costoso el proceso de reciclaje del plástico.
- Si la tecnología no mejora en el corto plazo, vemos más plausible que el uso del plástico empiece a descender a favor del cartón reciclado. Las empresas ya han empezado a marcarse objetivos de empaquetado reciclado y el plástico hace muy complicado conseguirlos.

El caso de NESTLE es claro y muy significativo. Ha anunciado el compromiso de tener un empaquetado de productos 100% reciclado para el año 2025, con un enfoque claro hacia la reducción del plástico. Este anuncio es muy relevante por el efecto llamada que ha producido. Otras grandes del sector ya han anunciado medidas similares.

Nuestra primera posición en el fondo se beneficia totalmente del entorno anteriormente comentado. MMK es una compañía austriaca líder en cartón reciclado cuyo principal negocio es el packaging de productos. Sus clientes principales: Unilever, Roche, NESTLE, Kellogg Company, Barilla... Consideramos a la compañía como ejemplo en gobernanza. El uso de capital que ha tenido esta compañía en los últimos veinte años ha sido excelente.

Finalmente, queremos recordar que 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.

Atentamente,

Pablo Cano Escoriaza,  
Director de Inversiones