



COMENTARIO JULIO 2020

Estimado inversor,

El mes de julio ha sido un mes de correcciones en casi todos los índices europeos, con las principales caídas en España (-4.9%) y Francia (en torno al 3%) mientras el índice alemán conseguía terminar plano. El entorno continúa complicado para los mercados financieros: a los rebrotes de casos de COVID-19 a nivel mundial se han sumado nuevas tensiones entre Estados Unidos y China y posteriormente el comienzo de temporada de resultados que, eso sí, está siendo por ahora menos mala de lo previsto. Merece la pena detenernos precisamente en este punto y explicar qué está pasando con los resultados.

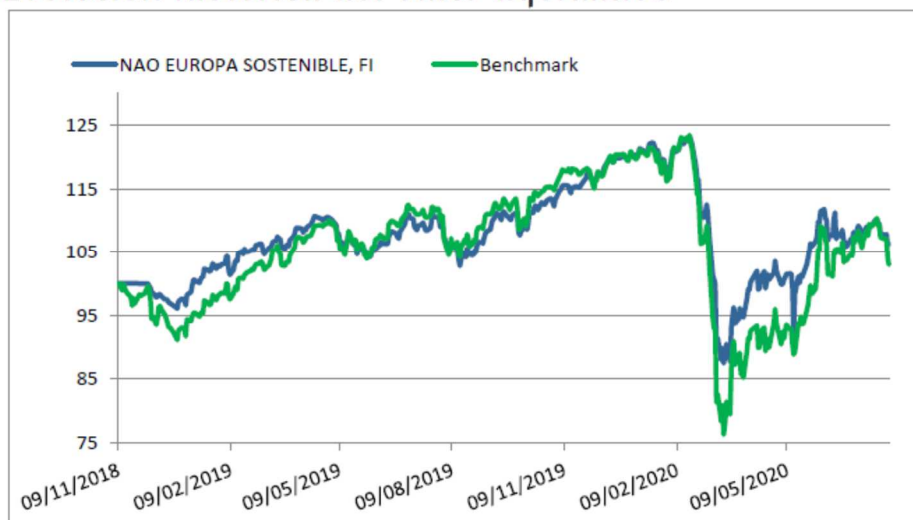
En Europa, es cierto que las cifras que están dando las empresas no están siendo tan terribles, pero no son buenas. Las compañías que precisamente han batido las expectativas en mayor medida son las más cíclicas (materiales básicos, industriales, autos); ello es lógico dado que las expectativas eran muy bajas; mientras, los sectores más conservadores (farmacia, consumo básico, telecomunicaciones) han publicado unos números que han decepcionado ligeramente. Sin embargo, a pesar de todo, el mercado en su conjunto desciende un 18% en beneficios siendo los sectores cíclicos los que peores resultados han tenido mientras los defensivos mantienen en mejor medida sus beneficios. Esta es la realidad, datos mejor que lo esperado no significa necesariamente buenos. En cuanto a Estados Unidos, si nos centramos en las compañías del S&P 500, la fotografía es similar, sorpresa positiva debido a unas expectativas muy bajas, pero descenso de los beneficios en torno al 11% frente a los del año pasado.

Dicho esto, consideramos que la recuperación que han experimentado los índices respecto de los mínimos vistos en marzo descuenta ya unos números bastante buenos en las compañías que aún está por ver. Además, en los próximos meses sigue habiendo importantes frentes abiertos (a los que se sumará en otoño las elecciones en USA) por lo que hay que andar con cuidado. No estamos diciendo con ello que creamos que el mercado está caro o que vaya a caer, sino que hay razones aún para pensar bien dónde entramos.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK

Dentro de este entorno, nuestro fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE ha experimentado una caída del 0.76% en julio frente al descenso del 1.61% del benchmark. El posicionamiento en compañías defensivas y en temáticas de crecimiento que van más allá del comportamiento cíclico nos ha recompensado.

Evolución histórica del valor liquidativo



Desde el 1 de enero de 2020, el fondo ha caído un -11.2% frente a una caída del índice de referencia del -13.8% y ganando ventaja respecto de este último. La volatilidad del fondo sigue consistentemente más baja que la del benchmark. Desde su nacimiento, el fondo ha tenido una volatilidad del 24%, por debajo de la volatilidad de mercado que se sitúa en el 31%.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 86%, muy parecida a la que manteníamos a finales del mes pasado. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **MMK, Reno de Medici, Engie, Novartis y Boskalis**. Las diez primeras posiciones representan un 44,3% de la cartera. Respeto de Reno de Medici es de destacar que escala a la segunda posición como consecuencia de la revalorización experimentada por la compañía tras unos muy buenos resultados.

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Mayr Melnhof Karton AG	Austria	7,9%
Reno de Medici SpA	Italia	5,0%
Engie S.A. (GDF Suez)	Francia	4,4%
Novartis AG	Suiza	4,3%
Koninklijke Boskalis Westminster	Países Bajos	4,2%
Rightmove PLC	Reino Unido	3,9%
Prysmian SpA	Italia	3,9%
Sanofi-Aventis SA	Francia	3,7%
Bankinter SA	España	3,5%
Stora Enso OYJ	Finlandia	3,4%
TOTAL		44,3%

La estructura de la cartera por sectores no ha experimentado tampoco grandes cambios. Seguimos posicionados en una cartera defensiva, preparada para un entorno complicado y volátil pero que también se verá beneficiada en caso de una reactivación económica más rápida. Es por ello por lo que seguimos muy posicionados en reciclaje, eficiencia energética y farmacia/cuidado de la salud, cuya tendencia de crecimiento a medio y largo plazo es clara.

SECTOR	Porcentaje
RECICLAJE	23,96%
EFICIENCIA ENERGÉTICA	16,70%
FARMACIA	14,86%
CONSUMO	9,37%
INDUSTRIAL	9,82%
TECNOLOGÍA	6,70%
TRANSPORTE MARÍTIMO	4,89%
FERROVIARIO	3,88%
BANCOS	4,12%
MEDIA	2,81%
LOGÍSTICA	2,08%
AUTOS	0,82%

PAÍSES	Porcentaje
Francia	18.22%
Alemania	10.87%
España	9.72%
Italia	8.86%
Austria	7.91%
Suiza	7.44%
Países Bajos	7.00%
Reino Unido	5.49%
Finlandia	3.44%
Suecia	2.71%
Portugal	2.49%
Bélgica	1.78%

Respecto a la distribución geográfica, no hay cambios relevantes. Francia sigue siendo el país donde se encuentran el mayor número de compañías de la cartera. No obstante, el posicionamiento geográfico en nuestra cartera es una consecuencia de las elecciones que hacemos y no a la inversa.

En cuanto a los cambios en compañías más relevantes en la cartera durante julio, volvemos a invertir en SMA Solar, el fabricante de inversores para energía solar fotovoltaica con mayor facturación a nivel mundial, donde sigue habiendo unas perspectivas de demanda muy fuertes. Por otra parte, estamos desinvirtiendo en 2G Energy tras la importante revalorización de los últimos meses.

COMENTARIO SOBRE EL SECTOR FARMACIA

Actualmente uno de los sectores en los que más se encuentra invertido NAO es el de farmacia. El por qué nos gusta este sector no tiene sólo que ver con su carácter defensivo. De forma resumida, encontramos que sigue estando barato, muy poco endeudado y ofrece un crecimiento razonable a futuro.

En efecto, es un sector esencial, y en muchos de los casos, sus compañías ofrecen un producto diferenciado y con grandes ventajas competitivas que nos permite obtener una rentabilidad razonable con un riesgo bastante controlado si hacemos bien nuestros deberes. Eso sí, advertimos que no toda compañía del sector ofrece estas ventajas.

A lo largo de los años, las grandes farmacéuticas han sido capaces de dar en bolsa una rentabilidad en torno al 12%. A futuro no esperamos tanto, pero al menos, que puedan darnos en torno al 8-10%, que es más o menos lo que esperamos que crezca de media el beneficio de este grupo de empresas en los próximos cinco años. Además, la demanda de las terapias es inelástica al precio, una gran parte de los ingresos están blindados frente a los ciclos lo que hace que nuestras inversiones no tengan una gran correlación con el mercado bursátil y no sobre-reaccionen en los momentos de bruscas caídas.

Pero también tiene sus hándicaps. En primer lugar, como ya hemos apuntado, el retorno que esperamos a futuro va a ser menor que en las décadas pasadas y ello se debe al hecho de que cada día se vuelve más caro innovar y desarrollar nuevos medicamentos, en otras palabras, las “farmas” gastan más en I+D para conseguir menos medicamentos. También hemos apuntado que no todas estas compañías tienen el mismo carácter defensivo; son muy heterogéneas entre sí, entre los productos que desarrollan o comercializan, su modelo de negocio, su potencial de innovación. **Esto hace que hacer valoraciones generales del sector no sirvan de mucho, hay que ser muy selectivo y analizar muy bien, caso por caso.** Por ello, nosotros nos marcamos una serie de controles a tener en cuenta para que efectivamente se mantenga el comportamiento que buscamos:

- Invertimos en lo que denominamos **grandes farmacéuticas**, con clara tendencia a las terapias de biotecnología, pero complementado con negocios más estables.
- Aunque nos parecen apasionantes, **nunca invertimos en pequeñas empresas biotecnológicas**, eso es otra guerra que ya veremos más adelante.
- Buscamos una sana **diversificación actual y esperada de las ventas**, en distintos medicamentos, distintas especialidades en las que sean líderes
- Analizamos el riesgo de **vencimiento de patentes** y estudiamos que su “pipeline” o porfolio de terapias que están investigando para ver sus probabilidades de éxito.
- La compañía debe ser fiable o confiable en lo que a lanzamiento de medicamentos se refiere. Nuestra garantía es estudiar su **historial de éxitos y fracasos** y ver qué tan cumplidora es respecto de este punto.
- **Capacidad de innovación** para hacer investigación (lo que se llama “in house”) o bien, si no es así, para detectarla fuera de la organización y adquirirla. Muchas compañías exitosas en el sector se dedican a adquirir medicamentos que se encuentran en ensayos avanzados, la cuestión es saber qué compras y por qué.
- Por supuesto, no hay que olvidarse de los indicadores puramente financieros: **solidez del balance, crecimiento esperado, estabilidad de los flujos de caja**. Este punto, desde luego, es el que nos haría desechar las inversiones en la inmensa mayoría del sector de biotecnología.

El por qué no invertimos en compañías biotecnológicas: Los valientes- imprudentes

2003 es el año que marcó un punto de inflexión en la industria farmacéutica. Esto no solo ha sido importante para las compañías sino para la población ya que ha supuesto y va a suponer una revolución para los tratamientos de enfermedades. Es el año en el que se logra secuenciar con éxito el genoma humano y con ello se abre un camino apasionante en cuanto a terapias recombinantes, genéticas, inmunoterapias.... El potencial de este nuevo tipo de tratamientos no sólo es inmenso, es capaz de conseguir resultados y tratar enfermedades, en la mayoría mortales, de una forma que sólo hemos visto en películas de ciencia ficción.

Sin embargo, para que avance este tipo de medicina supone la necesidad de realizar inversiones en proyectos con alto riesgo.

Una vez me dijo un médico nunca seas el primero en intentar una técnica ni el último en aplicarla.

Lo cierto es que, estratégicamente, la frase de arriba tiene todo el sentido, pero mi reflexión en aquel momento fue más allá, instintivamente mi mente se preguntó “¿Y qué hay de los innovadores, de los valientes? ¿Qué les estamos diciendo?”. Esto precisamente se puede aplicar a la biotecnología. Con un porcentaje de éxito en torno al 5% a la hora de lanzar medicamentos, se trata de una industria verdaderamente valiente (o imprudente) y, además, necesaria ya que la desaparición o curación de muchas enfermedades raras y mortales depende de ellos. Hay que entender que, muchas veces la motivación de un emprendedor en este tipo de proyectos no sólo es profesional sino personal.

Sin embargo, **nosotros no invertimos en compañías puramente biotecnológicas** ¿somos cobardes entonces? No, en absoluto. Entendemos que nuestros partícipes no es lo que quieren y esto es lo que vamos a tratar de explicar a continuación:

- La inversión en estas compañías es muy incierta, se trata de compañías muchas veces *mono-producto*, con una gran necesidad de tiempo para madurar sus descubrimientos (estamos hablando incluso de décadas) y con necesidades de financiación especiales. En estos casos no hay flujos de caja que descontar por lo que la forma de valorarlas es totalmente distinta, considerando probabilidades, lo cual los convierte en una cuestión binaria (funciona o no funciona, pierdes todo o ganas mucho). Esta primera fase es para los fondos de *Venture Capital* y/o especializados en este tipo de inversiones y en este sector, con posibilidades de diversificar su músculo financiero en muchas y muy distintas líneas de acción que les permita reducir tanto el riesgo de pérdida como la volatilidad de sus ganancias.
- Nuestro negocio no es ese, no es meter compañías en nuestra cartera que, si bien pueden multiplicar por 10 su valor se comportan de una forma muy volátil. Aquellos que nos confían sus ahorros no lo entenderían. Por ello invertimos en el sector, pero a través de grandes compañías farmacéuticas, muy consolidadas, que han conseguido diversificar sus ingresos, con un portfolio de terapias extenso, con alta fiabilidad en el éxito y con una cultura claramente innovadora (Novartis o Roche son ese ejemplo), con flujos de caja estables y buena remuneración al accionista, tal como

puede ser Sanofi. Estas tres compañías son las potenciales adquirientes de las biofarmacéuticas una vez que sus desarrollos y descubrimientos hayan pasado a una fase más madura en la que, si bien las probabilidades de éxito crecen los requisitos de financiación también lo hacen al tener que cubrir ensayos más costosos.

Finalizamos este comentario recordando 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 en nosotros.

Atentamente,

Pilar Lloret Martínez
Directora General