



COMENTARIO JULIO 2021

Estimado inversor,

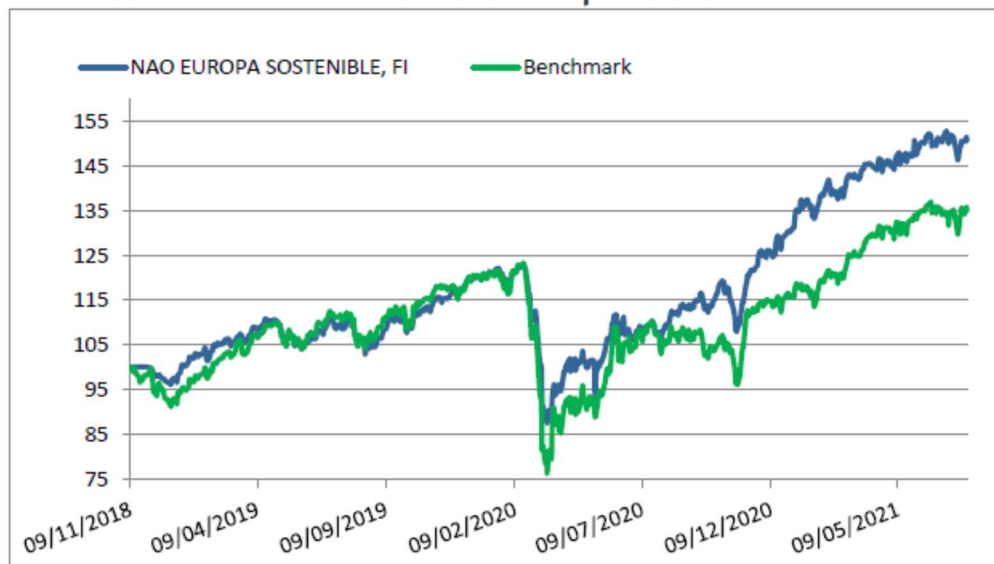
Durante el mes de julio NAO EUROPA SOSTENIBLE ha subido ligeramente, sumando un 0.25% más a su revalorización, que desde enero de este alcanza ya un **+15,68%**. La rentabilidad ha estado algo por debajo de la cosechada por el índice de referencia, aunque en el año, nuestro fondo sigue manteniendo una rentabilidad cercana a la del índice y desde inicio lleva un diferencial positivo frente a éste en torno al 13%.

Las posiciones que más han aportado a la cartera en el mes han sido **Capgemini, Stora Enso, UPM, Reno de Medici, SSAB, Michelin, Legrand y Mondi**. Otra vez el sector de reciclaje ha mantenido un muy buen comportamiento y todas ellas tienen algo en común, los resultados publicados referentes a este segundo trimestre de 2021 han estado por encima de las expectativas.

Por el contrario, hemos tenido un peor comportamiento de **Anheuser Busch**, de la que hablaremos más adelante, y de **ATOS**, cuyos resultados aún no han convencido a los inversores.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK

Evolución histórica del valor liquidativo



Además de una rentabilidad acumulada cercana ya al 51%, **volvemos a destacar que ésta se ha conseguido con una baja volatilidad del fondo**, inferior a la del mercado europeo, lo cual

es una protección en los malos momentos. **El fondo ha tenido una volatilidad del 13.7% por debajo de la volatilidad de mercado que se sitúa en el 17.3%.**

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 88%, similar a la exposición del mes pasado. No habiéndose producido movimientos significativos. En los meses previos ya habíamos hecho el ejercicio de reducir aquellas posiciones que nos parecían que estaban más cerca de su precio objetivo e incrementado en sectores como farmacia que estaba más olvidado por el mercado.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Reno de Medici, Novartis, Roche Boskalis y SSAB**. Las diez primeras posiciones representan un 42% de la cartera.

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Reno de Medici SpA	Italia	5,4%
Novartis AG	Suiza	5,0%
Roche Holding AG	Suiza	4,6%
Koninklijke Boskalis Westminster	Países Bajos	4,4%
SSAB AB	Suecia	4,3%
Stora Enso OYJ	Finlandia	3,8%
Michelin	Francia	3,7%
Sanofi-Aventis SA	Francia	3,6%
Construcciones y Auxiliar de F	España	3,5%
Yara International ASA	Noruega	3,5%
TOTAL		41,8%

En cuanto a la distribución por sectores, seguimos muy positivos en reciclaje, farmacia/cuidado de la salud y eficiencia energética.

SECTOR	Porcentaje
Reciclaje	19,60%
Farmacia	16,90%
Eficiencia Energética	13,15%
Bancos	8,75%
Industrial	7,06%
Alimentación	5,63%
Seguros	5,04%
Transporte Marítimo	4,93%
Autos	4,20%
Ferroviario	3,98%
Fertilizantes	3,94%
Tecnología	2,53%
Media	2,74%
Consumo	1,56%

Respecto a la distribución geográfica, no hay cambios relevantes. Francia sigue siendo el país donde se encuentran el mayor número de compañías del fondo.

Distribución por A. Geográfica

A. Geográfica	% Patrim
Francia	21,0%
Suiza	9,6%
Alemania	9,1%
Italia	8,8%
Otros	40,0%

Y A PARTIR DE AHORA QUÉ....

A estas alturas del verano, la temporada de publicación de resultados del segundo trimestre del año casi se puede dar por finalizada y la mejor forma de resumirla es diciendo que han sido buenos. Es evidente que muchas compañías se han beneficiado de una base de comparación poco exigente (el pasado año el segundo trimestre fue un desastre a nivel económico) pero también hay muchas que han superado con creces los resultados que obtuvieron en el mismo período de 2019 y, lo más importante, las compañías están mejorando sus previsiones y guías conforme va pasando el año.

En Europa, de media, las compañías cotizadas han presentado un crecimiento en ventas casi cercano al 30% respecto del año pasado y un beneficio en torno a 2,5 veces el del primer semestre de 2020; en Estados Unidos, la tendencia ha sido parecida. Esto, por si solo, no nos diría demasiado si no fuera por lo que hemos apuntado un poco más arriba, y es que los beneficios han sido un 32% superiores a lo que esperábamos en el caso de Europa y un 17% en el caso de las compañías del S&P500.

Centrándonos ahora en la cartera de NAO Europa Sostenible, estamos muy satisfechos con los resultados de nuestras posiciones. En el sector de reciclaje, Stora Enso, Mondi y UPM presentaron ventas y resultados muy buenos, por encima de lo previsto y demostrando que están pudiendo repercutir los aumentos de precios de materias primas al cliente final. Además, en el caso de ésta última, los principales proyectos que harán que se duplique el beneficio por acción en los próximos años se están desarrollando dentro de lo previsto. Reiteramos aquí nuestra apuesta por el crecimiento estructural de estos negocios enfocados a la fabricación de materiales y combustibles sostenibles.

En la parte de farmacia, nuestras tres compañías “core”, Roche, Novartis y Sanofi, han presentado también unos muy buenos resultados, pero, sobre todo, en el caso de las dos primeras hemos podido comprobar que los nuevos medicamentos empiezan otra vez a acelerar su crecimiento y que las ventas más débiles en los dos trimestres anteriores eran consecuencia de los efectos de la pandemia y no de la falta de tracción de estos. Resaltar con respecto a ROCHE el potencial que ofrece el negocio de Diagnóstico (un negocio, que, por cierto, nos

encanta) y el comentario optimista de Severin Schwan, CEO de la compañía, reiterando que tienen el mejor porfolio de medicamentos y “pipeline” que han tenido nunca.

En el sector bancario ya nos ha presentado sus cuentas Intesa San Paolo confirmando nuestra tesis de inversión: recuperación en ingresos, mejoras importantes en el beneficio gracias también a la contención de costes y fortaleza de capital. La compañía ha mejorado sus expectativas de crecimiento para el año y espera ganar ahora 4.000 MM frente a los 3.500 que dijo inicialmente. Además, su compromiso con el accionista sigue siendo incuestionable, con una rentabilidad por dividendo en torno al 8%.

Por la parte de seguros, AXA por fin ha presentado también unas cifras lejos de toda duda; las primas crecen en todas las áreas de la compañía y las ganancias han crecido un 11%. La solvencia además da soporte a una rentabilidad por dividendo en torno al 6.5% pero, sobre todo, quedan atrás los problemas en su filial americana Axa XL donde además están pudiendo incrementar los precios de las primas fuertemente. Más allá de estas cifras, la compañía nos sigue gustando por la tendencia al envejecimiento y ahorro de la población y su exposición a emergentes donde queda mucho recorrido a este negocio.

En cuanto al resto de compañías que han publicado por encima de expectativas...Legrand, muy buenos, Prysmian, también buenos y subiendo guías, Michelin, espectaculares, y además anunciando subida de precios en los neumáticos. SSAB y Yara se han visto muy beneficiados del incremento de precios en las materias primas.

Nos han desentonado ATOS y Anheuser. La primera continua en una reestructuración del negocio hacia las áreas de crecimiento (ciberseguridad, Cloud) que aún puede tardar unos trimestres. Como puntos positivos, no obstante, destacamos que, a pesar del menor crecimiento sigue manteniendo una generación de caja que es superior al 10% de su valor, que la revisión de la auditoría ha acabado con éxito y que sigue manteniendo una deuda baja que le permite acometer adquisiciones interesantes.

En cuanto a la segunda, no entendemos porqué el mercado se tomó tal mal los resultados de Anheuser. La compañía cumplió en ventas y en beneficio, ambos por encima de expectativas. Los volúmenes crecieron más de un 20% y los precios en torno al 7% demostrando otra vez que sigue teniendo capacidad de diferenciación respecto a otras marcas, pero los márgenes operativos fueron algo menores debido al incremento de costes. Se trata de un efecto transitorio ya que la compañía espera seguir creciendo un 8-12% a nivel de EBITDA este año. Confiamos en que al final el mercado vea esto último.

En conclusión: Estamos contentos con el desempeño de esta temporada de resultados. La recuperación está siendo más fuerte que lo previsto inicialmente, y esto nos deja tranquilos de cara a los siguientes meses. Sin embargo, seguimos con una ponderación en renta variable del 88% ¿Por qué no tener más? La cuestión que subyace ahora es si puede haber factores por el camino que vuelvan desacelerar el crecimiento. Prestamos atención por ello a varios factores: 1) las nuevas variantes, 2) la inflación excesiva o 3) que gran parte de los buenos resultados

vistos durante julio ya estaban descontados por el mercado. Por ello seguimos esperando oportunidades para incrementar.

Como siempre, 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 y que tengan un feliz y merecido descanso.

Atentamente,

*Pilar Lloret Martínez
Directora General*