

Estimado inversor,

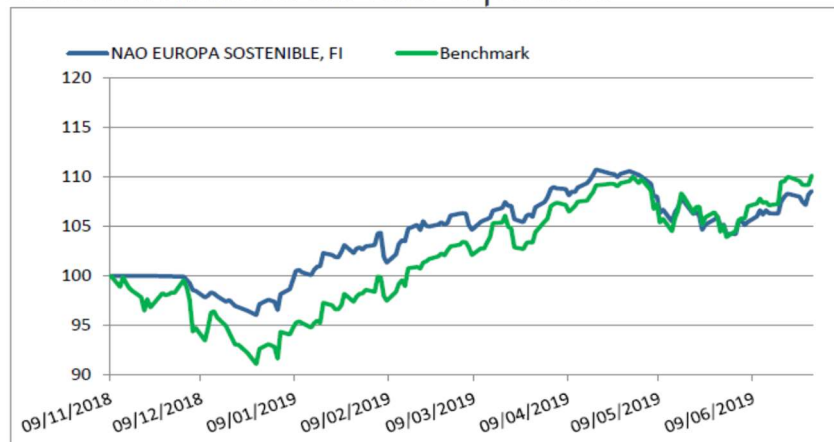
El mes de junio ha sido un mes positivo para el fondo. Los comentarios de los bancos centrales y el principio de acuerdo entre US y China en el G20 han permitido esta mejora.

**EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y DEL FONDO**

En el pasado mes de junio, el índice Eurostoxx50 ha subido un +5.9%, el índice alemán un +5.7%, el Ibex un +2.2%, el índice francés un +6.4% y el índice suizo un +3.9%.

**Durante el mismo periodo, el fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE ha subido un +4.2%.**

Evolución histórica del valor liquidativo



**Desde su nacimiento hasta final de junio, el fondo ha subido un +8.6% frente a un +10.1% del índice de referencia.**

**Todo esto con una volatilidad claramente inferior. El fondo ha tenido una volatilidad del 9.2% frente a una volatilidad de mercado del 13.8%. Queremos destacar que esta baja volatilidad es constante. Durante los últimos 90 días el fondo presenta una volatilidad del 9.3%**

**ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE**

Este mes hemos realizado algunos cambios relevantes en la cartera.

Por un lado, hemos vendido la totalidad de las acciones que teníamos en VINCI, AHOLD y SMA SOLAR. En VINCI y SMA SOLAR hemos vendido al alcanzar en ambas cotizaciones nuestro precio objetivo. En AHOLD hemos preferido reducir posición, ya que vemos que el perfil de riesgo de la compañía es mayor que hace unos meses.

Por el lado de las compras, hemos vuelto a subir peso en HENKEL y en CAF, y hemos incorporado SANOFI alcanzando el 3,5% de la cartera. Con la incorporación de SANOFI, el sector de Farmacia alcanza el 13,5% del total de la cartera.

El perfil de riesgo de SANOFI ha cambiado claramente a mejor:

- Por un lado, la falta de crecimiento de los últimos años deja de ser un problema. Hay muy buenas noticias sobre nuevos medicamentos y sobre nuevos usos de medicamentos que ya tiene en cartera.
- La compañía presenta un perfil diversificado sin riesgos binarios, algo clave dentro del sector. Los productos relacionados con la diabetes, que son los que presentan más dudas, cada vez pesan menos y los negocios de vacunas, cuidado personal y bienestar dan estabilidad al total de ventas.
- El cambio de CEO lo valoramos de manera muy positiva, vemos capacidad de innovación y esperamos una clara mejora en la eficiencia de sus activos.
- Pensamos que la compañía será capaz de alcanzar 6.500M / 7.000M de generación de caja con una fortaleza de balance fuera de toda duda.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: MMK, Prysmian, Novartis, Inditex y CAF. Las diez primeras posiciones representan un 44.6% de la cartera.

### 10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Mayr Melnhof Karton AG	Austria	6,4%
Prysmian SpA	Italia	5,2%
Novartis AG	Suiza	4,8%
Inditex SA	España	4,6%
Construcciones y Auxiliar de F	España	4,5%
ABB Ltd	Suiza	4,2%
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Bélgica	3,9%
Henkel AG & Co KGaA	Alemania	3,8%
Beneteau SA	Francia	3,7%
Sanofi-Aventis SA	Francia	3,5%
<b>TOTAL</b>		<b>44,6%</b>

Estamos invertidos en un 94.5%. Hemos aprovechado las caídas del mes pasado para subir peso en compañías a las que no les afecta todo el ruido mediático de la guerra comercial y siguen presentando una buena historia de inversión.

La temática del reciclaje y eficiencia energética se mantienen como las más relevantes de la cartera. Seguimos viendo claro que el cartón reciclado y los bio-plásticos van a sustituir al plástico como materiales para la paquetería de los productos.

Distribución de la cartera por Sectores:

Sectores	Porcentaje
Reciclaje	17,22%
Eficiencia energética	16,40%
Industrial	13,86%
Farmacia	13,50%
Autos	6,31%
Seguros	5,08%
Consumo	4,90%
Ferroviano	4,79%
Logística	4,62%
Alimentación	4,14%
Tecnología	3,23%
Sevicios	2,62%
Bancos	2,20%
Transporte marítimo	1,13%

## EFICIENCIA ENERGÉTICA – DESCENTRALIZACIÓN DE LA PRODUCCIÓN ELÉCTRICA – TRANSPORTE LIMPIO

Desde NAO vemos claro que el modelo actual de producción eléctrica va a cambiar de manera radical. La mejora constante de la tecnología está permitiendo que el número de actividades que se pueden independizar de la red eléctrica sea cada vez mayor. **Estamos convencidos que vamos a pasar a un sistema totalmente descentralizado de producción eléctrica.**

El mejor ejemplo para entender este cambio es el sector papelero. Esta actividad fue la primera en independizarse de la red gracias a la mejora en la tecnología de la bio-masa. Hoy en día hay papeleras que ganan más vendiendo electricidad que con el propio papel.

El hecho que llevemos ya varios años en los que la manera más barata de producción eléctrica sea la solar es algo totalmente disruptivo. La mejora en eficiencia de los sistemas de almacenaje terminará desencadenando el escenario descrito de descentralización.

**Respecto al transporte limpio no tenemos claro que la transición vaya a ser tan rápida como espera el mercado.** En contra de la opinión de muchos analistas e inversores, no vemos que la batería de litio vaya a ser la solución definitiva para conseguirlo. Entendemos que habrá una tecnología distinta para cada nicho de transporte. Por ejemplo, en el transporte pesado, ya sea ferroviario, marítimo o camiones, no tiene ningún sentido la batería de litio.

La batería de litio tiene sentido en vehículos que funcionan en ciudad, donde se frena constantemente y, por lo tanto, la batería se va recargando. Pero fuera de los núcleos urbanos, en donde no hay que frenar y no se recarga la batería, la autonomía del vehículo baja y, si además le incorporas carga pesada, la autonomía se reduce todavía más.

Entendemos que son las mayores plataformas logísticas del mundo, aquellas con una flota superior a los 100.000 vehículos, las que finalmente decidan la tecnología que saldrá ganadora en el nicho de transporte pesado. Todas las plataformas logísticas grandes tienen objetivos claros y concretos que van hacia la emisión cero y estamos monitorizando todas las pruebas que están realizando con las distintas tecnologías. Por ahora, lo que estamos viendo es que ninguna de ellas se ha decidido por la batería de litio y por eso no entendemos las expectativas tan altas que asigna el mercado a dicha tecnología.

En cambio, una tecnología que va ganando cuota de mercado en el nicho de transporte pesado, es la pila de combustible. Ha pasado de periodo de pruebas a una fase de cartera de pedidos en el nicho ferroviario, de camiones y autobuses. Tenemos monitorizadas varias compañías que trabajan esta tecnología y en diciembre del año pasado entramos en HYDROGENICS.

HYDROGENICS es una compañía canadiense con dos negocios clave:

- Líder en fabricación de electrolizadores.
  - o Los electrolizadores permiten producir hidrógeno separando la molécula del agua H<sub>2</sub>O. Se queda con el Hidrógeno y se libera el Oxígeno. La materia prima para conseguir la separación es la electricidad. Esta tecnología lleva mucho tiempo inventada pero el coste de la electricidad la hacía económicamente inviable. Hoy en día el coste se ha reducido a un nivel que sí la hace viable.
- Uno de los mayores productores de pilas combustible.
  - o Las pilas de combustible producen electricidad mezclando el hidrógeno con el oxígeno y genera como residuo vapor de agua. Es una tecnología que lleva también mucho

tiempo inventada y la mejora en costes (similar a la vista en la placa solar) hace viable su incorporación.

Decidimos entrar en HYDROGENICS el día que se anunció la entrada de AIR LIQUIDE en el accionariado mediante una ampliación de capital. El balance se quedaba totalmente saneado para afrontar el crecimiento esperado y la incorporación de un accionista de referencia como AIR LIQUIDE daba seguridad a la evolución de su cartera de pedidos. AIR LIQUIDE, líder mundial de generación de hidrógeno, le interesa y mucho la tecnología de los electrolizadores.

Por el lado del negocio de pilas de combustible también se ha producido un incremento importante en la cartera de pedidos. Dos nichos claros: ferroviario y autobuses. El tren de hidrógeno de Alstom (HYDROGENICS es su proveedor de pilas de combustible) ha tenido una gran acogida, lleva tiempo en funcionamiento en Alemania y el número de pedidos se ha multiplicado.

El pasado 28 de junio Cummins, empresa americana líder en *power solutions*, anunció una oferta de compra por HYDROGENICS que vamos a aceptar. Desde que compramos hemos multiplicado por tres la inversión.

Todas estas buenas noticias confirman nuestra visión positiva en dicha tecnología y la temática seguirá formando parte de la cartera.

Como siempre, finalizamos el 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 la gestión de sus ahorros en nosotros y formar parte del proyecto que representa NAO.

Atentamente,

Pablo Cano Escoriaza  
Director de Inversiones