

Estimado inversor,

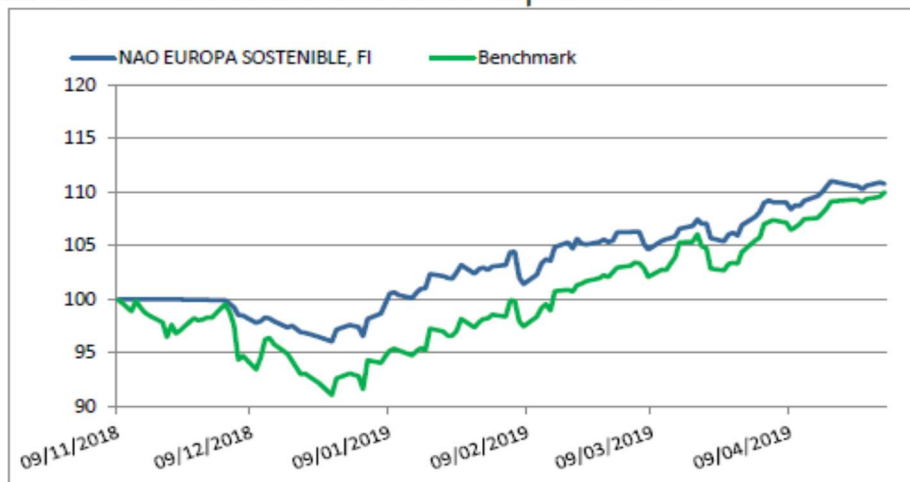
El mes de abril ha sido un mes positivo para el fondo. En general, las compañías en las que estamos invertidos están cumpliendo con la publicación de resultados y la cartera ha reaccionado positivamente.

Seguimos mejorando en rentabilidad y a final de abril el fondo se ha apreciado ya un +10.77% desde el inicio del fondo. Todo esto con una volatilidad claramente inferior a los índices.

**EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y DEL FONDO**

Abril ha sido un buen mes en los mercados. Tanto los resultados corporativos como la publicación de datos macroeconómicos han sido mejor de lo esperado. Ello ha propiciado que los índices de Bolsa hayan tenido un comportamiento muy bueno. El índice Eurostoxx50 ha subido un +4,8%, el índice alemán subió un +7.10%, el índice italiano un +2.80%, el mercado inglés +1.9%, el índice suizo un 3.1% y el Ibex un +3.57%. **Durante el mismo periodo, el fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE subió un +3.61%.**

Evolución histórica del valor liquidativo



**Desde su nacimiento hasta el 30 de abril, el fondo ha subido un +10.77% frente a un +10% del índice de referencia (Eurostoxx50 incluyendo dividendo) mientras que ha tenido una volatilidad del 8.6% frente a una volatilidad de mercado de 13.7%.**

**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 SAP (al llegar la cotización a nuestro precio objetivo) y en ALCON (compañía líder especializada en oftalmología) ya que cotizaba a múltiplos exigentes. Es de destacar que las acciones de ésta última provenían del pago de un dividendo en especie por parte de Novartis, compañía que seguimos teniendo en cartera.

También hemos realizado ventas parciales en AUSTRIAN POST (empresa de correos austriaca que se beneficia del gran crecimiento que está teniendo la paquetería gracias al comercio electrónico. Es de las pocas compañías de correos en Europa que no pierde cuota de mercado en su zona de actuación) y DORMAKABA (compañía suiza que se dedica a construir y mantener instalaciones de seguridad para

edificios). Ambas han subido con fuerza en los últimos días acercándose a nuestro precio objetivo y hemos preferido bajar ponderación.

Por el lado de las compras, hemos vuelto a subir peso en BENETEAU e incorporamos STORA ENSO en cartera por primera vez.

STORA ENSO es una de las principales papeleras europeas. La compañía ha pasado de ser un fabricante de papel a ser una de las compañías más innovadoras del sector. Se ha especializado en Bio componentes, Bio química (ambos sirven como sustitución del plástico) y es líder en todos los formatos de paquetería sostenible. Las inversiones ya están realizadas y esperamos un fuerte incremento de la generación de caja por parte de la compañía en los próximos trimestres. Seguimos viendo una tendencia clara y esperamos que el cartón reciclado continúe ganando cuota de mercado al plástico. Esperamos que tanto MMK como STORA ENSO se vayan a beneficiar claramente de esta tendencia.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: MMK, Inditex, Beneteau, Bpost y Anheuser - Busch. Las diez primeras posiciones representan un 38.7% de la cartera.

### 10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Mayr Melnhof Karton AG	Austria	5,2%
Inditex SA	España	4,1%
Beneteau SA	Francia	4,1%
bpost SA	Bélgica	3,9%
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Bélgica	3,9%
Novartis AG	Suiza	3,8%
ABB Ltd	Suiza	3,6%
Randstad Holding NV	Países Bajos	3,4%
Renault SA	Francia	3,4%
Prysmian SpA	Italia	3,3%
<b>TOTAL</b>		<b>38,7%</b>

Estamos invertidos en un 82%, mantenemos una posición holgada de liquidez a la espera de buenas oportunidades de inversión.

Hemos subido la ponderación de la temática del reciclaje y ya supone el sector que más pesa en la cartera de NAO. Cada vez vemos más claro que el cartón reciclado y los bio-plásticos van a sustituir al plástico como materiales para la paquetería de los productos. Samsung, al igual que ya hizo Nestlé, ha anunciado su decisión de eliminar el plástico de la paquetería de sus productos. Esta tendencia la vemos imparable.

Distribución de la cartera por Sectores:

Reciclaje	16,43%
Eficiencia energética	14,68%
Autos	7,72%
Farmacia	7,71%
Seguros	7,71%
Industrial	7%
Logística	6,61%
Alimentación	6,36%
Sevicios	5,52%
Consumo	5,07%
Ferroviano	3,92%
Bancos	2,94%
Tecnología	2,94%
Media	1,96%
Concesiones	1,84%
Transporte marítimo	1,59%

### VENTAJAS COMPETITIVAS, NEGOCIOS DISRUPTIVOS Y UNICORNIOS

Muchos inversores nos preguntan sobre cómo las nuevas tecnologías y los nuevos modelos de negocio están afectando a los negocios existentes.

Desde NAO damos mucha importancia al entorno en el que se mueve una compañía. Buscamos compañías que disfruten de ventajas competitivas en sectores estables y analizamos si esa ventaja competitiva es sostenible en el tiempo.

Aquellas compañías cuya ventaja competitiva sea cada vez menos importante cotizará con unos múltiplos cada vez menores. Si la ventaja competitiva disminuye, será más difícil predecir la evolución de sus números y la posibilidad de tener sorpresas negativas aumenta. Aunque pueda parecer que esa compañía cotiza a precios atractivos/baratos, la realidad es que se trata de una trampa de valor (Una compañía que parece barata pero que seguirá estando barata al reducirse su capacidad de generar rentabilidad).

Cuanto mayor y más fuerte sea esa ventaja competitiva, mayor serán los múltiplos a los que cotiza la compañía que disfruta de esa ventaja. La explicación es muy sencilla, es una compañía con menos riesgo ya que tenemos mayor capacidad de predicción y podemos estimar mejor la evolución de su negocio para los próximos años.

Los cambios tecnológicos son cada vez más intensos y frecuentes. Sectores que disfrutaban de una gran tranquilidad, de la noche a la mañana, han visto que la competencia ha subido y la capacidad de mantener precios se esfuma. Tenemos muchos ejemplos de negocios que han sufrido una gran transformación como son las discográficas, videoclubs, agencias de viajes...el hueco que han dejado estas compañías lo han ocupado otras como Spotify, Netflix, Airbnb....

Es tremendamente difícil acertar con el unicornio (compañías de nueva creación que alcanzan rápidamente los 1000M de capitalización gracias a unas altas expectativas de disrupción en el sector que operan). Decimos que es tremendamente difícil ya que, por ejemplo, por mucho que tengamos claro que Internet representaba una mejora estructural, el nacimiento de un Amazon suele ocurrir junto al nacimiento de 400 Terras y saber distinguir las compañías que van a mantenerse en el momento del nacimiento es sumamente complicado.

Desde NAO preferimos identificar los sectores que tienen peligro de sufrir un cambio brusco o una disrupción. Esos sectores suelen estar repletos de trampas de valor y evitarlos es más eficiente que intentar encontrar el unicornio del año.

Cuando se invierte en Bolsa, para obtener una buena rentabilidad junto a una volatilidad inferior a la media, se deben centrar los esfuerzos en evitar los errores y trampas de valor.

Nuestra cartera está formada por compañías con alta generación de caja, remuneración alta para los accionistas, solvencia financiera y ESTABILIDAD. Estamos convencidos que aplicar criterios de sostenibilidad en las inversiones permite una mejor selección de compañías.

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 Escorriaza  
Director de Inversiones