

NAO

[SUSTAINABLE
ASSET MANAGEMENT]

COMENTARIO OCTUBRE 2019

Estimado inversor,

El mes de octubre ha sido otro mes positivo para el fondo.

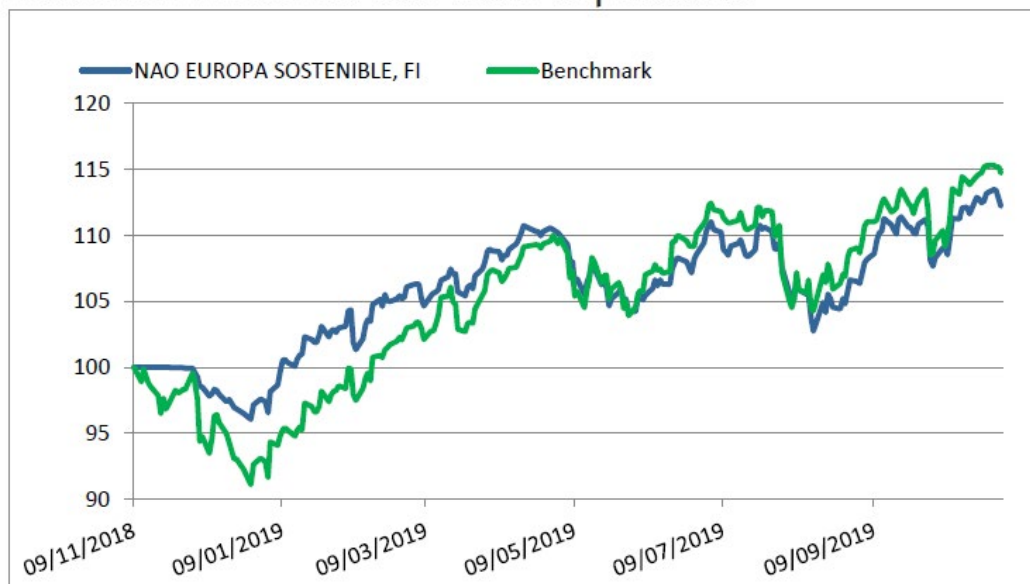
Seguimos con el constante y pesado “ruido” de la guerra comercial y nos encontramos con una nueva prórroga del Brexit. Al margen de estos dos titulares que se repiten mes tras mes, hay noticias que merecen la pena destacar. Por el lado negativo, los datos sobre la actividad industrial siguen sorprendiendo a la baja en todo el mundo y por el lado positivo, siguen apareciendo compañías en todo tipo de sectores que se comprometen a reducir el uso del plástico y sustituirlo por materiales fáciles de reciclar. **Reiteramos la temática del reciclaje como una de las mejores inversiones para los próximos años.**

EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y DEL FONDO

El comportamiento de los índices fue bueno, el DAX alemán subió un +3,53%, el mercado francés un +0,92%, el índice italiano un +2,65% y el índice suizo un +1,40%.

Con este entorno, el fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE ha subido este mes un +0,89% manteniendo una revalorización anual del +14,98%.

Evolución histórica del valor liquidativo



Desde su nacimiento, el fondo ha subido un +12,21% con una volatilidad del 10,30%, claramente por debajo de la volatilidad de mercado que se sitúa en el 14,20%.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 85%.

La operación más destacada es la venta total en **Renault**, la comentamos en detalle posteriormente. También hemos reducido peso en **Inditex** al acercarse a nuestro precio objetivo. Por el lado de las compras, hemos subido peso en **Reno de Medici** aprovechando la caída de la cotización nada más comenzar el mes y también hemos subido peso en **Boskalis**, una vez conocidos varios nuevos contratos que dan mayor visibilidad al negocio.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **MMK, Sanofi, Prysmian, CAF y Engie**. Las diez primeras posiciones representan un 45,5% de la cartera.

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Mayr Melnhof Karton AG	Austria	7,3%
Sanofi-Aventis SA	Francia	5,7%
Prysmian SpA	Italia	4,8%
Construcciones y Auxiliar de F	España	4,5%
Engie S.A. (GDF Suez)	Francia	4,5%
Inditex SA	España	4,2%
Henkel AG & Co KGaA	Alemania	3,9%
Stora Enso OYJ	Finlandia	3,6%
bpost SA	Bélgica	3,6%
Michelin	Francia	3,5%
TOTAL		45,5%

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

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.

Distribución de la cartera por sectores:

SECTOR	Porcentaje
Reciclaje	23.43%
Eficiencia Energética	18.08%
Farmacia	14.91%
Industrial	14.54%
Logística	5.73%
Ferroviario	5.27%
Consumo	4.87%
Autos	4.10%
Tecnología	3.20%
Transporte Marítimo	2.96%
Bancos	2.89%

PAÍSES	Porcentaje
Francia	21.16%
Alemania	11.81%
España	11.12%
Austria	8.67%
Italia	7.88%
Suiza	7.54%
Finlandia	3.59%
Bélgica	3.56%
Reino Unido	3.28%
Países Bajos	2.53%
Portugal	2.49%
Luxemburgo	1.69%

PUBLICACIÓN DE RESULTADOS TRIMESTRALES. NUEVO “EXAMEN” A LA CARTERA

Cada trimestre, las compañías que tenemos en cartera deben superar el examen de la publicación de resultados. Estamos satisfechos con lo publicado hasta ahora, menos en el caso de Renault, donde no podemos hacer otra cosa que reconocer el error y no persistir en el mismo.

La publicación de resultados por parte de Roche, ABB, Saint Gobain, Bankinter, ITM Power, Seche y Albioma han sido buenos, pero una vez conocidos los resultados de Renault, decidimos vender la totalidad de la posición.

Por ahora, a pesar del susto, la cartera está sacando buena nota en este “examen trimestral”.

Respecto a Renault, los resultados fueron muy malos y estuvieron claramente por debajo de lo esperado. La compañía habla de una subida de costes por retrasos en el lanzamiento de nuevos modelos, y un mayor esfuerzo del esperado en I+D. También reduce las estimaciones de ventas, diciendo que la desaceleración de la economía mundial afecta de lleno al consumo y a la compra de vehículos. Ante el deterioro de la situación, el fabricante francés dijo que espera ahora una contracción de las ventas de hasta un -4% y no repetir las del 2018, como había anunciado.

Todo esto ha provocado una reducción en las estimaciones de ventas y en el margen operativo de la compañía.

¿Cómo está la valoración de la compañía después de resultados?

Nosotros valoramos la compañía por suma de partes y es realmente llamativa. Valorando la parte financiera una vez valor en libros, la participación que tiene en Nissan (posee el 43,4%) y en Daimler (tiene el 1.55%) a precio de mercado del día 28/10/19, nos sale un total de 16.850 M frente a una capitalización de 13.850M.

Y sí, a pesar de estar tan barata con respecto al sector, vendemos la posición. Pero es que el sector tiene un futuro muy incierto y entendemos que Renault y el sector seguirán baratos por mucho tiempo.

Analizando los resultados de sus competidores, podemos decir que el sector de fabricantes de coches está muy tocado. El riesgo tecnológico es cada vez mayor, esto implica incrementos en inversiones, cambio sustancial de porfolio de producto, nueva regulación...y lo más importante, **son los propios directivos de las compañías automovilísticas más destacadas los que reconocen que no saben cómo será el sector dentro de cinco años.**

Un coche eléctrico tiene diez veces menos piezas que un coche de motor de combustión lo que significa que las barreras de entrada bajan. Esta realidad hará subir la competencia, cambia totalmente el proceso de fabricación y su mantenimiento... Si asumimos como buenas las estimaciones de los propios fabricantes, que hablan de tener en los próximos años un 40% - 50% del porfolio eléctrico, entendemos que el sector va a pasar por una transformación total. Los puntos en contra siguen siendo muchos: mayores costes para afrontar el cambio, riesgo de entrada de nuevos competidores, compradores retrasando su decisión de compra.

Tantas incógnitas nos hacen incrementar la prima de riesgo del sector. Vemos el sector como una trampa de valor.

Nuestro objetivo es ofrecer una rentabilidad aceptable, con una volatilidad claramente inferior al mercado. Es algo que estamos consiguiendo mes tras mes. Evitar trampas de valor es tan importante como acertar en la selección de compañías.

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.

Atentamente,

Pablo Cano Escoriaza
Director de Inversiones



WWW.NAO-SAM.COM
info@nao-sam.com