



PRESENTACIÓN DE RESULTADOS 2019

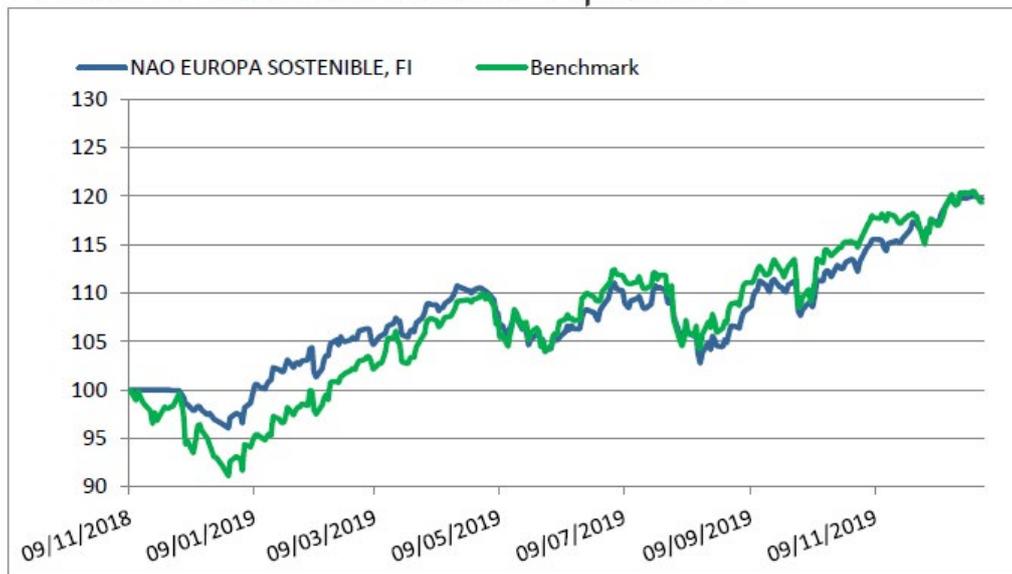
Nos hace especial ilusión escribir este comentario anual. En primer lugar, agradecer a los partícipes que han confiado en nosotros, sin ellos este proyecto no sería posible. Ya tenemos más de un año.

Durante el año 2019 el fondo ha tenido una buena evolución. **Hemos obtenido una rentabilidad de +22.7 %.** **La volatilidad de la cartera ha sido de 9.8%**, claramente más baja que el mercado y nuestros competidores.

Los aciertos han sido mayores que los errores y, lo más importante, hemos intentado reconocer esos errores lo más rápido posible. Estamos satisfechos, aunque siempre se puede hacer mejor.

EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y DEL FONDO

Evolución histórica del valor liquidativo



En el primer comentario del fondo hablábamos de los objetivos que nos marcábamos y cómo queríamos llegar a conseguirlo. Como resumen:

- Buscar rentabilidad gracias a una correcta selección de compañías. Una cartera es buena si la selección de compañías es correcta, e incluir criterios de sostenibilidad permite afinar mejor esa selección.
- Protegernos de la volatilidad. Aplicar criterios de sostenibilidad en la selección de valores permite reducir el riesgo de la cartera y anticipar posibles peligros que no se ven analizando el balance o la cuenta de resultados de una compañía.

Nuestro trabajo trata de encontrar las mejores ideas de inversión, asumiendo el mínimo de riesgo, independientemente del momento del ciclo económico en el que estemos. La filosofía de gestión no cambia, y los objetivos que nos marcamos al comienzo del proyecto siguen siendo los mismos para este nuevo año.

Ofrecemos una cartera que permita protegernos de la volatilidad y obtener una rentabilidad adecuada.

Tenemos claro que invertir en temáticas de crecimiento a un precio razonable es una de las claves del éxito.

CARTERA ACTUAL

Mantenemos una visión muy positiva tanto en la temática de reciclaje como en la temática de eficiencia energética. No hay nada que nos haya hecho cambiar de opinión, las noticias que vamos viendo nos hacen reafirmarnos en ambas. Son las dos temáticas que más pesan en nuestra cartera alcanzando ambas el 45% del total de la cartera.

SECTORES Y PRINCIPALES POSICIONES DE LA CARTERA

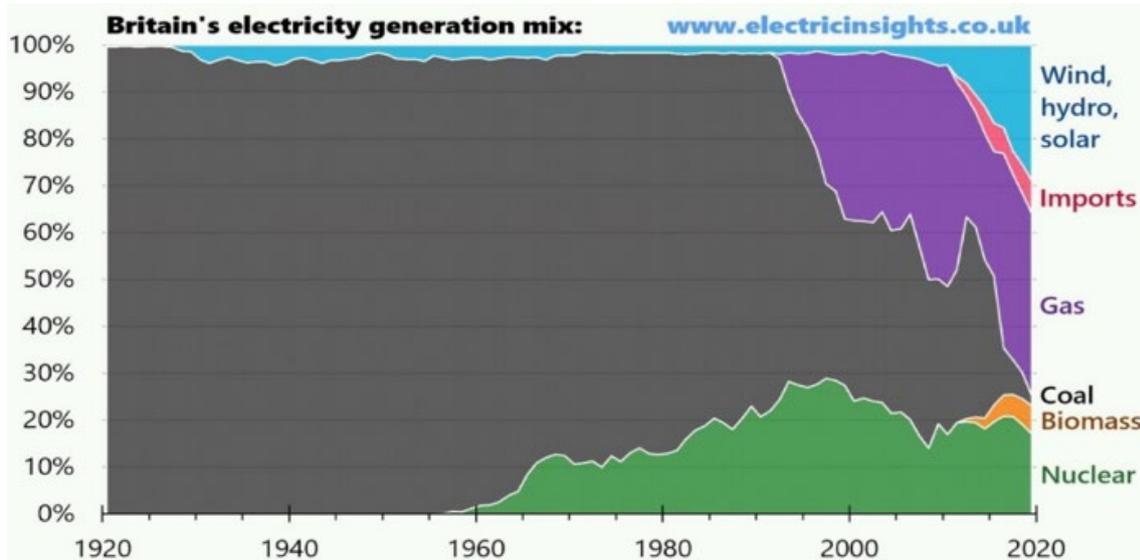
Durante el año 2020, seguiremos muy positivos en todo lo relacionado con la eficiencia energética, donde nos centramos claramente en almacenaje energético, transmisión y biogás. También seguiremos muy positivos en la temática del reciclaje y en el sector farmacéutico.

Francia y Alemania siguen siendo los países donde encontramos mayores oportunidades de inversión.

SECTOR	Porcentaje
Reciclaje	26,71%
Eficiencia Energética	18,11%
Farmacia	15,54%
Industrial	12,32%
Ferrovioario	3,88%
Tecnología	3,88%
Consumo	3,88%
Logística	2,31%
Autos	3,74%
Transporte Marítimo	3,27%
Bancos	2,31%
Alimentación	1,16%

PAÍSES	Porcentaje
Francia	18,51%
Alemania	11,72%
España	9,34%
Austria	7,55%
Italia	7,72%
Suiza	7,58%
Bélgica	4,04%
Reino Unido	3,50%
Finlandia	3,51%
Portugal	4,68%
Países Bajos	2,70%
Luxemburgo	1,78%

En el siguiente gráfico se puede apreciar muy bien cómo está cambiando el mix de producción energética. El gráfico trata de UK y el patrón de cambio es similar al resto de países europeos. Pensamos que la tendencia va a continuar.



Vemos un gran potencial de crecimiento en la tecnología del biogás, en el negocio de transmisión y en el almacenaje energético.

Actualmente mantenemos una posición importante en la compañía alemana **2G ENERGY**, líder en la tecnología de biogás.

La gama de productos 2G incluye plantas con una potencia eléctrica entre 20 kW y 2.000 kW para operar con gas natural, biogás, hidrógeno y biometano. Hasta la fecha, 2G ha instalado con éxito varios miles de plantas de cogeneración en 45 países. Mediante la generación combinada de calor y energía, se alcanzan niveles de eficiencia general de entre 85% y por encima del 90%.

Como parte de la transición energética y descentralización en el suministro de energía, las plantas de cogeneración están adquiriendo cada vez más importancia en los sistemas inteligentes de energía en red, debido a su capacidad de control, descentralización y disponibilidad predecible. La base de clientes abarca desde la agricultura hasta la industria, los municipios, el sector residencial, las empresas de servicios públicos y los principales proveedores de energía. Además de diseñar y fabricar plantas de cogeneración, la compañía ofrece soluciones completas desde la planificación e instalación hasta servicios de mantenimiento. El porcentaje que representan los servicios de mantenimiento no han dejado de aumentar y esperamos que alcancen el 40% del total de ingresos en 2019, dando una gran estabilidad al plan de negocio.

Los principales accionistas son sus fundadores, mantiene una política financiera muy conservadora, la estabilidad que ofrece el negocio de servicios y la política de prepagos nos hacen estar muy tranquilos respecto a su balance. En este momento representa el 2,5% de la cartera, y aunque la acción ha subido más de un 30% desde que compramos, seguimos viendo un buen potencial de crecimiento.

PRINCIPALES POSICIONES

No hay cambios importantes. Lo más significativo del mes de diciembre es que hemos empezado a reducir la posición en **Inditex**. Una compañía con la que llevamos desde el inicio y que durante el último mes ha tenido un comportamiento muy bueno. Los resultados han sido muy buenos, pero ya está próxima a nuestro precio objetivo.

He de comentar también que hemos vendido la totalidad de la posición en **Austrian Post**, una vez alcanzó nuestro precio objetivo y hemos reducido la posición en **SECHE**.

Las diez primeras posiciones representan el 42% del fondo.

1	MAYR-MELNHOF KARTON	7,55%
2	SANOFI	5,70%
3	PRYSMIAN	4,63%
4	CAF	4,22%
5	ENGIE	3,95%
6	HENKEL	3,53%
7	STORA ENSO	3,51%
8	INDITEX	3,21%
9	RENO DE MEDICI	3,10%
10	BPOST	3,09%
11	BENETEAU	2,91%
12	MICHELIN	2,79%
13	NOVARTIS	2,78%
14	SOFTWARE AG	2,75%
15	BOSKALIS	2,70%

REPASO OPERACIONES SIGNIFICATIVAS EN EL AÑO

La mayoría de las ventas realizadas se han producido al llegar la cotización a nuestro precio objetivo. **SMA Solar, SAP, Air Liquide, Vinci, Allianz, Axa y Abi Inbev** son los ejemplos más claros. He de decir que en **Abi Inbev** hemos vuelto a entrar. La compañía publicó unos resultados que sin ser muy malos provocaron un comportamiento de la cotización tremendamente negativo y aprovechamos la irracionalidad del movimiento para volver a comprar. Una de las mejores operaciones del año fue la OPA sobre **Hydrogenics**, compañía canadiense líder en la tecnología del hidrógeno. Reiteramos nuestra visión positiva en el hidrógeno como vector energético, junto a la temática del transporte sin emisiones. Esta visión seguirá formando parte importante de la cartera.

Hemos realizado también operaciones de venta al observar un riesgo mayor que el esperado en la tesis de inversión. Serían los casos de **Randstad, Renault y Publicis**.

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.

EXPECTATIVAS PARA EL NUEVO AÑO. TEMÁTICAS DE CRECIMIENTO Y RIESGOS

No esperamos grandes cambios en la coyuntura económica, vemos un crecimiento económico similar al de este año. Los riesgos siguen siendo los mismos que en los últimos meses, exceso de deuda, Brexit, guerra comercial, situación política en Europa...

Antes de enumerar los riesgos más importantes que vemos para el nuevo año, vamos a empezar con las oportunidades.

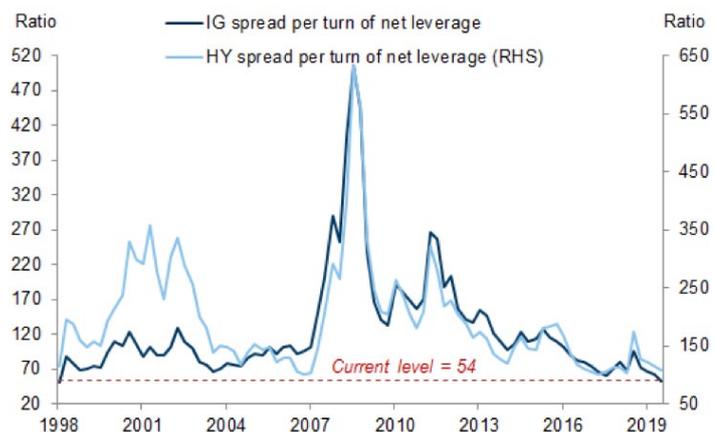
El crecimiento económico apunta a continuidad. Seguimos viendo temáticas que van a crecer por encima de la media y en esas tendencias nos posicionamos. Identificamos tres categorías:

- La primera es la **innovación**: Big Data, inteligencia artificial, robótica, ciberseguridad...
- La segunda, **demografía**: envejecimiento, millennials, educación, desigualdad, urbanización...
- La tercera, todo lo que tiene que ver con la **economía circular**: cambio climático, seguridad alimentaria, agua, reciclaje, gestión de residuos, energía renovable, almacenamiento de energía...

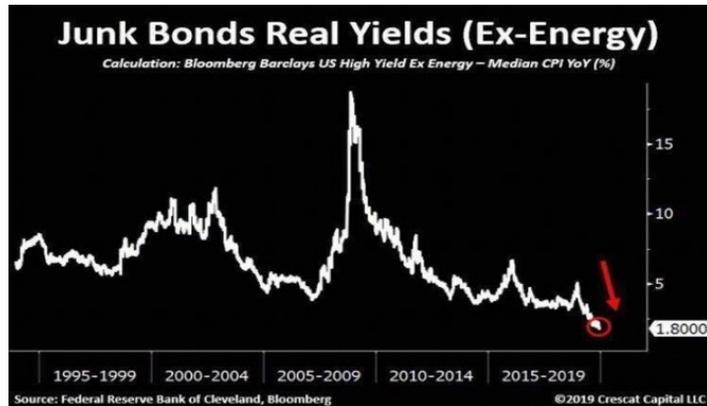
Estas son las mega tendencias que más están afectando a la economía y donde vemos más crecimiento. Encontrar compañías que operan en estas temáticas a precio razonable es nuestro objetivo.

Por el lado de los riesgos, seguimos viendo que uno de los riesgos más relevantes para el mercado de renta variable es la actual burbuja que hay en el crédito corporativo. Seguimos sin poder justificar los niveles a los que cotiza. Varios gráficos que pienso explican muy bien nuestro razonamiento:

El *spread* de la deuda corporativa frente a la deuda del estado está en mínimos históricos. El inversor asume que el riesgo de invertir en deuda de empresas es similar al de invertir en Estados. Nosotros no pensamos así. El riesgo en el crédito corporativo es claramente mayor, ya que su calidad crediticia es inferior.

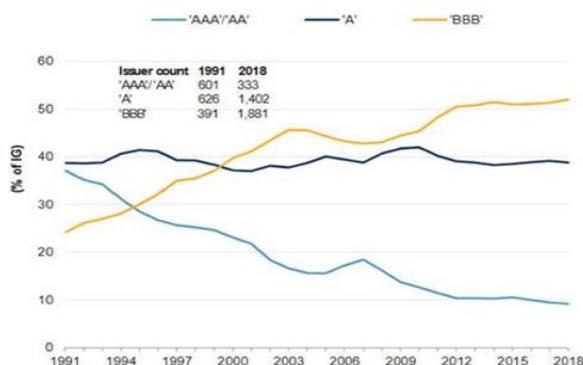


Siempre hay que diferenciar entre bonos según su calidad, por muy bajos que estén los tipos. Esto último adquiere todavía más importancia cuando vemos que la deuda de peor calidad es la que más ha crecido en los últimos años.



En el año 91 la deuda BBB (peor calidad) suponía un 25% del total, en estos momentos supera el 50%. En cambio, la deuda de mayor calidad AAA, ha pasado de suponer casi el 40% del total a suponer el 10%.

The 'BBB' Category Now Accounts For The Majority Of Investment-Grade Ratings



Note: Chart shows ratings as a percentage of the number of investment-grade issuer globally. Sources: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Y como hemos visto en el gráfico anterior, aunque la calidad es claramente peor, el inversor no pide una mayor rentabilidad, el *spread* está en mínimos históricos.

Los momentos de volatilidad que vimos en la renta variable a comienzos del año 2016 o a final del año 2018 fueron provocados por las tensiones en el mercado de crédito corporativo. Vemos este riesgo como el más relevante para los próximos años y por este motivo queremos tener compañías con la menor deuda posible. **La mejor manera de reducir el riesgo "crediticio" es estar invertidos en compañías con una estructura de deuda que esté fuera de toda duda.**

RESUMEN 2019 SOSTENIBILIDAD - Emilio García

Creemos que 2019 ha sido un gran año, y no solamente por las rentabilidades obtenidas en la mayoría de los activos financieros. 2019 ha sido el año de la sostenibilidad, el año en el que la inversión sostenible se ha consolidado en España como una forma de materializar nuestras inversiones dejando atrás la etiqueta de producto de moda. Como muestra, según datos de Spainsif, al cierre del primer semestre de 2019 los fondos de inversión comercializados en España que incluyen específicamente criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG) casi se ha duplicado desde 2018, alcanzando los 362 fondos y con un patrimonio a cierre de 2018 superior a los 200 mil millones de Euros.

Desde NAO estamos muy orgullosos de haber contribuido a ello y no dejaremos nunca de agradecer a nuestros más de 400 clientes la confianza depositada en un proyecto como el nuestro, pionero en la inversión ASG en nuestro país.

A lo largo del año, nuestro primer año completo, hemos establecido las bases en que se fundamenta nuestro análisis de sostenibilidad, tan importante como el análisis financiero. No nos cansamos de repetir que una inversión es adecuada para nuestras carteras siempre que cumpla los dos criterios, financiero y de sostenibilidad, sin excepciones.

Siguiendo con nuestro objetivo de transparencia os mostramos algunas características sobre sostenibilidad de nuestras inversiones en 2019:

El análisis cuantitativo es nuestro primer paso, con acceso a más de 250 métricas ambientales, sociales y de buen gobierno. Configuramos nuestro 'score' a través de la suma de cada una de las métricas ponderadas por el peso asignado a cada una, este peso viene determinado por la importancia de la métrica en el sector en el que opera cada compañía.

El **49%** de nuestra cartera tiene un 'score' cuantitativo de sostenibilidad Alto, mientras que el **51%** tiene un 'score' medio, no teniendo en cartera ninguna compañía con 'score' bajo.

Dentro de este proceso comprobamos las controversias graves que han afectado o afectan a compañías en cartera o que pueden afectar a las posibles inversiones. A cierre de 2019 menos del **3%** de la cartera estaría afectada por controversias potencialmente graves.

También revisamos las exposiciones a actividades controvertidas revisando que las compañías en cartera no dedican a las actividades que tenemos excluidas, tabaco, pornografía, armamento y juego. A cierre de 2019 ninguna de las compañías en cartera tiene exposición relevante a estos sectores.

Por último, chequeamos el impacto de las emisiones de las compañías que mantenemos en cartera a través de un 'score' parcial de las métricas de emisiones 'Scope' 1 y 'Scope' 2 basadas en el 'GHG Protocol Corporate Standard', así como el compromiso de reducción de estas métricas de cara al año 2025.

A cierre de 2019 la cartera de NAO obtiene una calificación de 71 sobre 100 para la totalidad de la cartera con una intensidad de carbono de la cartera calculada como el ratio [Toneladas de CO2 emitidas / USD M Ingresos] de 268,19. Más del 90% de la cartera presenta compromisos de reducción de emisiones para el año 2025 con una calificación de 73 sobre 100.

Pero nuestro proceso de integración de criterios ESG no se detiene en los datos cuantitativos, controversias y exposiciones, ni nos quedamos con las que mejor calificación obtienen. En NAO buscamos compromisos en la mejora, con objetivos claros y medibles y buscando sectores que aporten nuevas soluciones para la mitigación del

RESUMEN 2019 SOSTENIBILIDAD - Emilio García

cambio climático, energías limpias, apuestas por economía circular, reciclaje, mejora de la calidad de vida, reducción de la pobreza... en línea con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas.

Para ellos utilizamos las publicaciones de las propias compañías, dónde buscamos identificar los riesgos potenciales a los que se enfrentan. Estos variarán dependiendo del sector en que opera, ya sean riesgos medioambientales, sociales o de buen gobierno, estudiamos cómo se enfrentan a ellos y qué recursos, planes y objetivos están implementando para su correcta gestión.

Por último, a través del contacto directo con las propias compañías buscamos resolver las posibles dudas que nos surjan sobre sus propias publicaciones, así como promover el dialogo entre inversores y compañías y la publicación de datos periódicos de calidad.

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 la gestión de sus ahorros en nosotros y formar parte del proyecto que representa NAO.

Atentamente,

Pablo Cano Escoriaza
Director de Inversiones



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