

# LA MUZA INVERSIONES, S.I.C.A.V., S.A.

Nº Registro CNMV: 00425

Gestora: MUZA GESTION DE ACTIVOS, S.G.I.I.C., S.A.

Depositario: BANCO DE SABADELL, S.A.

Grupo Gestora: No Disponible

Grupo Depositario: BANCO DE SABADELL, S.A.

Auditor: PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

Rating del depositario: BBB (Standard & Poor's)

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com).

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección: Calle Castelló, 128 9 - 28006 Madrid. Teléfono: 911634812

Correo electrónico: [info@muzagestion.com](mailto:info@muzagestion.com)

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902.149.200, e-mail: [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)).

## INFORMACIÓN DE LA SICAV

Fecha de registro: 05/03/1999

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

Vocación Inversora: Global. Perfil de Riesgo: 6, en una escala del 1 al 7.

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

#### Descripción general

La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado. La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de derivados es el importe del patrimonio neto.

#### Operativa en instrumentos derivados

La IIC ha realizado operaciones en instrumentos derivados con la finalidad de inversión para gestionar de un modo más eficaz la cartera. La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de compromiso. Una información más detallada sobre la política de inversión del Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación: EUR

### 2. Datos económicos

#### 2.1 Datos generales

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

	Período actual	Período anterior
Nº de acciones en circulación	4.468.840,00	4.611.093,00
Nº de accionistas	328	335
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)		

	Patrimonio fin de período (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Período del informe	101.149	22,6342	20,5127	36,3523
2019	163.370	35,4297	29,9636	35,4612
2018	135.389	29,9641	29,3417	38,7805
2017	152.077	36,3821	30,4900	36,6280

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema de imputación
% efectivamente cobrado							
Período			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,25	0,00	0,25	0,25	0,00	0,25	Patrimonio	

Comisión de depositario			Base de cálculo
% efectivamente cobrado			
Período	Acumulada		
0,01	0,01		Patrimonio

	Período actual	Período anterior	Año actual	Año t-1
Índice de rotación de la cartera	0,26	0,18	0,26	0,58
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,10	0,07	-0,10	-0,03

## 2.2 Comportamiento de la sociedad

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

### Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado año t actual	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
-36,12	-36,12	7,82	-1,57	-1,72	18,24	-17,64	19,32	

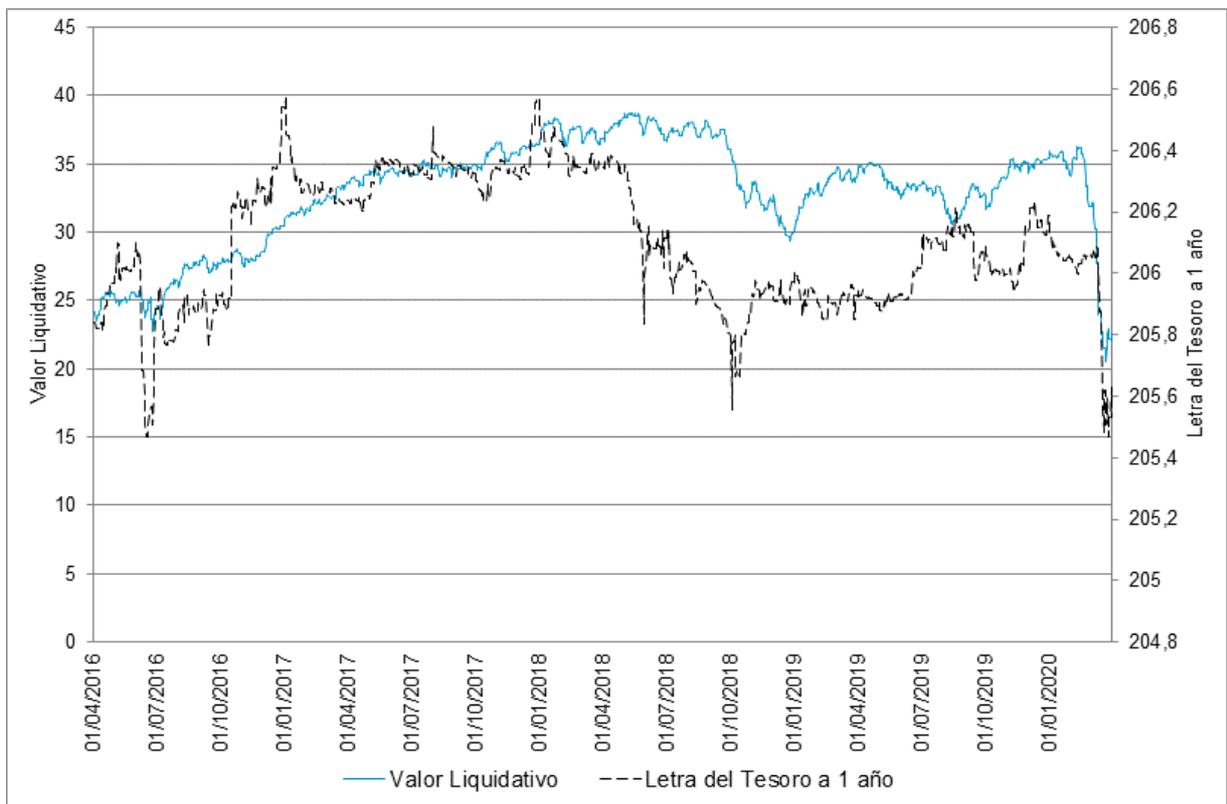
### Ratio de gastos (% s/patrimonio medio)

Acumulado año t actual	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
0,28	0,28	0,37	0,38	0,28	1,40	1,18	0,97	0,50

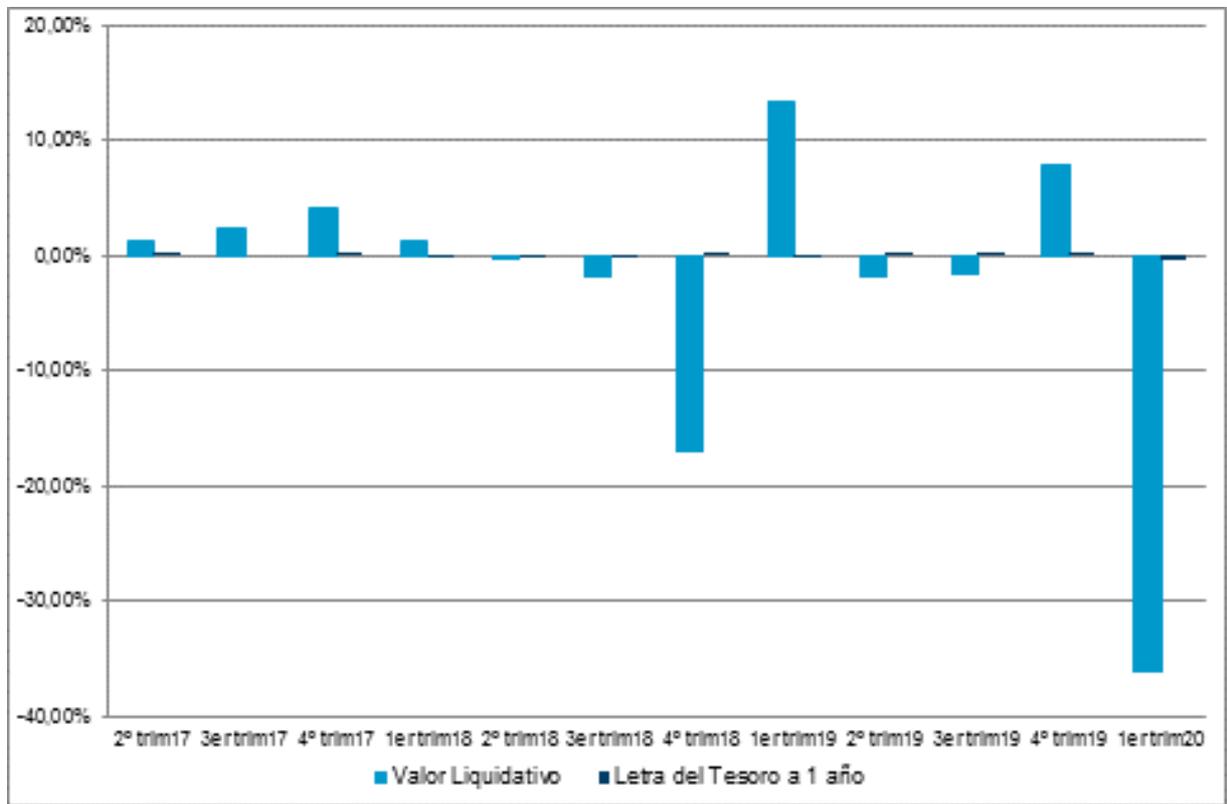
Incluye todos los gastos directos soportados en el período de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación) y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del período. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC se incluyen también los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones que incluyen las comisiones de suscripción y de reembolso. Este ratio no incluye la

comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



El 11/01/2016 se modificó la política de inversión, por ello solo se muestra la evolución del valor liquidativo de la rentabilidad a partir de ese momento.

## 2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	98.061	96,94	158.634	97,10
* Cartera interior	52.258	51,66	80.166	49,07
* Cartera exterior	45.803	45,28	78.468	48,03
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	2.387	2,36	3.848	2,36
(±) RESTO	701	0,70	888	0,54
TOTAL PATRIMONIO	101.149	100	163.370	100

## 2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	163.370	149.824	163.370	
± Compra/venta de acciones (neto)	-2,29	1,06	-2,29	-298,61
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	-40,28	7,49	-40,28	-596,37
(+) Rendimientos de gestión	-40,00	7,88	-40,00	-568,37
+ Intereses	0,00	0,00	0,00	-147,50
+ Dividendos	0,23	0,21	0,23	0,64
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	-100,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-39,76	7,64	-39,76	-580,27
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en derivados (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	562,17
± Resultados en IIC (realizadas o no)	-0,47	0,03	-0,47	-1.716,42
± Otros Resultados	0,00	0,00	0,00	0,17
± Otros rendimientos	0,00	0,01	0,00	-100,00
(-) Gastos repercutidos	-0,28	-0,39	-0,28	-34,64
- Comisión de sociedad gestora	-0,25	-0,25	-0,25	-9,18
- Comisión de depositario	-0,01	-0,02	-0,01	-9,18
- Gastos por servicios exteriores	-0,01	-0,10	-0,01	-87,78
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	64,46
- Otros gastos repercutidos	0,00	-0,02	0,00	-100,00
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	101.149	163.370	101.149	

### 3. Inversiones financieras

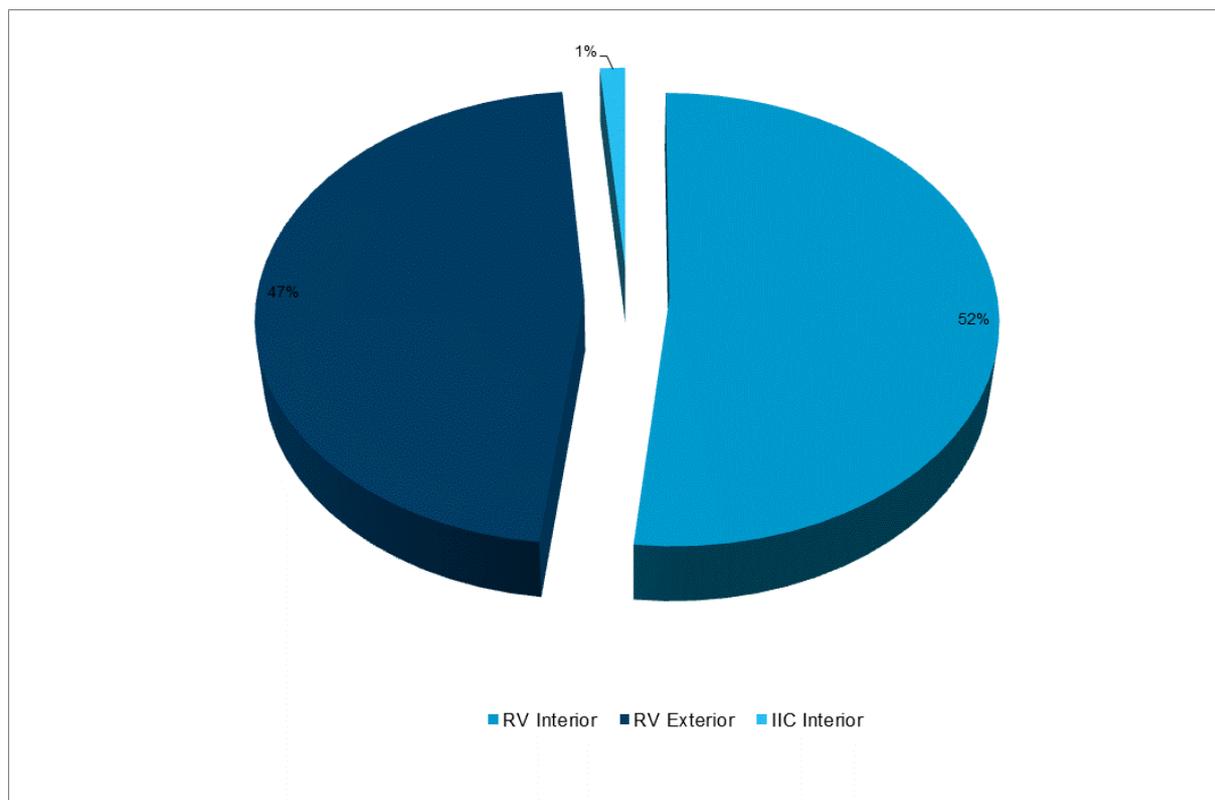
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
AC.ALMIRALL SA	EUR	252	0,25	0	0,00
AC.ARCELORMITTAL (SM)	EUR	813	0,80	1.593	0,98
AC.AZKOYEN	EUR	2.447	2,42	2.967	1,82
AC.BANKINTER	EUR	213	0,21	0	0,00
AC.CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	1.013	1,00	969	0,59
AC.ENCE ENERGIA Y CELULOSA	EUR	1.750	1,73	2.569	1,57
AC.GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA	EUR	983	0,97	1.285	0,79
AC.GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	3.253	3,22	6.000	3,67
AC.GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	8.210	8,12	10.868	6,65
AC.IBERPAPEL GESTION, S.A.	EUR	1.534	1,52	2.115	1,29
AC.INDRA SISTEMAS SA	EUR	4.349	4,30	5.903	3,61
AC.IMMOBILIARIA DEL SUR	EUR	2.210	2,18	3.358	2,06
AC.LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI SA	EUR	5.432	5,37	7.320	4,48
AC.LIBERBANK SA	EUR	1.269	1,26	2.680	1,64
AC.LINGOTES ESPECIALES, S.A.	EUR	0	0,00	537	0,33
AC.MASMOVIL IBERCOM SA	EUR	128	0,13	1.688	1,03
AC.MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION	EUR	540	0,53	905	0,55
AC.OBRASCON HUARTE	EUR	811	0,80	1.563	0,96
AC.PHARMA MAR SA	EUR	0	0,00	2.000	1,22
AC.REPSOL SA	EUR	3.891	3,85	4.137	2,53
AC.SACYR SA	EUR	5.489	5,43	8.266	5,06
AC.STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI SA	EUR	607	0,60	640	0,39
AC.TECNICAS REUNIDAS	EUR	1.463	1,45	2.975	1,82
AC.TELEFONICA SA	EUR	1.752	1,73	3.736	2,29
AC.UNICAJA BANCO SA	EUR	987	0,98	2.081	1,27
AC.VOCENTO	EUR	702	0,69	1.046	0,64
DERECHOS REPSOL SA AMP DIC.19	EUR	0	0,00	125	0,08
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>50.109</b>	<b>49,54</b>	<b>77.335</b>	<b>47,32</b>
AC.ALLIANZ CIA SEG	EUR	51	0,05	51	0,03
AC.HUBR MALAGA SA	EUR	340	0,34	340	0,21
AC.HUBR SEVILLA SA	EUR	395	0,39	395	0,24
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		<b>787</b>	<b>0,78</b>	<b>787</b>	<b>0,48</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>50.897</b>	<b>50,32</b>	<b>78.123</b>	<b>47,82</b>
PART.MUZA FI	EUR	1.360	1,34	2.042	1,25
<b>TOTAL IIC</b>		<b>1.360</b>	<b>1,34</b>	<b>2.042</b>	<b>1,25</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIORES</b>		<b>52.257</b>	<b>51,66</b>	<b>80.165</b>	<b>49,07</b>
AC.ALPHABET INC - CL A (USD)	USD	316	0,31	0	0,00
AC.ALTRI SGPS SA	EUR	1.086	1,07	0	0,00
AC.ANTOFAGASTA PLC (GBP)	GBP	2.358	2,33	2.977	1,82
AC.AP MOELLER-MAERSK A/S A (DKK)	DKK	739	0,73	362	0,22
AC.APERAM (NA)	EUR	0	0,00	2.280	1,40
AC.ATALAYA MINING PLC (GBP)	GBP	1.584	1,57	3.061	1,87

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
AC.BEFESA	EUR	2.394	2,37	3.420	2,09
AC.COVESTRO AG	EUR	1.003	0,99	1.492	0,91
AC.DAIMLER AG	EUR	1.210	1,20	2.172	1,33
AC.DANIELI & CO-RSP	EUR	2.322	2,30	2.727	1,67
AC.DUFREY AG - REG (CHF)	CHF	1.561	1,54	3.096	1,90
AC.FRAMADA INVESTIMENTOS SGPS	EUR	55	0,06	120	0,07
AC.FAIRFAX FINANCIAL HLDGS LTD (USD)	USD	1.530	1,51	2.300	1,41
AC.FAIRFAX INDIA HO-SUB VTG SHS (USD)	USD	1.187	1,17	2.282	1,40
AC.GEOX SPA	EUR	65	0,07	287	0,18
AC.GRUPO HOTELERO SANTA FE SAB (MXN)	MXN	979	0,97	1.786	1,09
AC.INTERNATIONAL PETROLEUM CORP (SEK)	SEK	1.670	1,65	5.359	3,28
AC.KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER	EUR	1.303	1,29	3.546	2,17
AC.MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	1.445	1,43	2.474	1,51
AC.MOTA ENGIL SGPS SA	EUR	594	0,59	1.009	0,62
AC.NABALTEC AG	EUR	964	0,95	0	0,00
AC.NAVIGATOR CO SA/THE	EUR	1.079	1,07	1.794	1,10
AC.OI SA ADR (USD)	USD	76	0,08	159	0,10
AC.PIAGGIO & C. S.P.A	EUR	1.139	1,13	1.920	1,18
AC.QUALITAS CONTROLADORA SAB DE CV (MXN)	MXN	10.062	9,95	16.164	9,89
AC.RENAULT (FP)	EUR	619	0,61	1.476	0,90
AC.RHI MAGNESITA NV (GBP)	GBP	440	0,44	0	0,00
AC.ROSENBAUER INTERNATIONAL AG	EUR	552	0,55	804	0,49
AC.ROYAL DUTCH SHELL PLC-A (NA)	EUR	1.711	1,69	0	0,00
AC.SAIPEM SPA	EUR	0	0,00	653	0,40
AC.SALINI IMPREGILO SPA	EUR	472	0,47	1.452	0,89
AC.SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIM	EUR	1.240	1,23	929	0,57
AC.SERCO GROUP PLC (GBP)	GBP	0	0,00	3.059	1,87
AC.SONAE	EUR	328	0,33	507	0,31
AC.SUBARU CORP (JPY)	JPY	0	0,00	2.005	1,23
AC.TCM GROUP A/S (DKK)	DKK	1.732	1,71	2.375	1,45
AC.THOR INDUSTRIES INC (USD)	USD	917	0,91	1.589	0,97
AC.TUI AG-DI (GBP)	GBP	1.291	1,28	2.816	1,72
TOTAL RV COTIZADA EXT		46.038	45,55	78.468	48,01
TOTAL RENTA VARIABLE EXT		46.038	45,52	78.468	48,03
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIORES		46.038	45,52	78.468	48,03
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		98.296	97,18	158.633	97,10

### 3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período

Distribución inversiones financieras por tipo de activo



### 3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del período (importes en miles EUR)

	Instrumento	Importe nominal compromet.	Objetivo de la inversión
TOTAL DERECHOS		0	
AC.ARCELORMITTAL (NA)	C/ OPCION PUT ARCELOR NA 12 VT.17/04/20	840	Inversión
Total subyacente renta variable		840	
TOTAL OBLIGACIONES		840	

#### 4. Hechos relevantes

	Si	No
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio de elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

#### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones	Si	No
a. Accionistas significativos en el capital de la Sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

## 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Existe un accionista con un saldo de 20.968.934,00 euros que representa un 20,68% sobre el total de la Sociedad.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

El patrimonio baja desde 163.369.700,99 euros hasta 101.148.637,55 euros, es decir un 38,09%. El número de accionistas baja desde 335 unidades hasta 328 unidades. La rentabilidad en el trimestre ha sido de un -36,12% acumulado. La referida rentabilidad obtenida es neta de unos gastos que han supuesto una carga del 0,28% sobre el patrimonio medio. Las IIC aplican metodología de compromiso y no se ha realizado operativa con instrumentos derivados no considerada a efectos del cumplimiento del límite según el cual la exposición total al riesgo de mercado asociada a derivados no superará el patrimonio neto de la IIC. Durante el periodo se ha realizado operativa en derivados con la finalidad de inversión, con un apalancamiento medio de 1,76%. Las IIC podrán soportar los gastos derivados del servicio de análisis financiero sobre inversiones incluidos en el servicio de intermediación. El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y partícipes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y partícipes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima. iii) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación de la IIC gestionada por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora represente, al menos, el CINCO POR CIENTO (5%) del capital de la sociedad emisora y el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción. iv) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación ostentada represente, al menos, un CINCO POR CIENTO (5%) del patrimonio bajo gestión por cuenta de la IIC gestionada, el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción. Dada la extraordinaria situación que nos rodea, nos gustaría iniciar esta carta con algunas reflexiones a las que posiblemente muchos de vosotros ya habréis llegado. Todos somos conscientes de que este virus va a marcar un antes y un después —al menos durante una larga temporada— en diversos hábitos de nuestra vida cotidiana. Van a pasar muchos meses hasta que seamos capaces de valorar en perspectiva el impacto global de esta pandemia, y no nos referimos exclusivamente al impacto económico, sino también al psicológico. Nunca antes habíamos experimentado la imposibilidad de libertad de movimiento y esto nos ha obligado a pasar por una "prueba de uso forzosa" en muchas materias como, por ejemplo, el propio teletrabajo. Volveremos a la normalidad antes o después, pero está claro, que muchos protocolos y formas de entender los riesgos van a cambiar —como también lo hicieron tras los atentados del 11-S. Entrando ya en la materia de esta carta, el fuerte confinamiento al que nos estamos viendo sometidos va tener un sensible y, en muchos casos, irrecuperable efecto económico. Sin entrar a criticar los aciertos y desaciertos de muchos Gobiernos en la prevención y gestión de esta situación, nos hemos enfrentado a una situación absolutamente nueva y desconocida. Esta dura realidad que estamos sufriendo en el mundo desarrollado —que no decir del mundo sub-desarrollado—, ha puesto además en evidencia las carencias estructurales que muchos países tenemos en diversos ámbitos de la industria y servicios, deficiencias que ni siquiera podíamos intuir se pondrían de manifiesto, como el simple hecho de ser incapaces de autoabastecernos de unas simples mascarillas o de unos test. Muy por encima de todo lo anterior, lo que esta pandemia ha puesto de relieve es que existe un riesgo más allá de las recesiones, los atentados e incluso de las guerras, que hasta ahora infravalorábamos o siquiera considerábamos y que ha puesto "patas arriba" la estabilidad económica de 5 continentes con una rotundidad e intensidad, no vista desde los periodos de post-guerra. Aunque es cierto que a muchos nos vienen a la memoria los peores momentos de la crisis financiera del 2008, ni en los peores días de la misma, vivimos episodios de colapso en los mercados tan volátiles como los vividos desde mediados de febrero. Entrar a valorar ahora las causas de la dureza de las correcciones no viene al caso. Sean cuales fueren, creemos que esta corrección ha descontado, en muchos casos, una contracción económica muy severa, escenario que no podemos descartar, sobre todo, de cara a este primer semestre del año. No podemos recordar ningún episodio de la historia reciente de la economía donde se hayan dado situaciones de cierre absoluto de actividad en tanta diversidad de sectores, industrias y países al mismo tiempo y de manera tan brusca. Dicho lo anterior, esta crisis no se inició por razones de sobrecalentamiento de la economía, ni por una burbuja financiera, ni por ninguna otra causa estructural significativa —aunque algo pudiera estar dándose muy puntualmente en un determinado sector o país. Teniendo en cuenta esta realidad, no tenemos por delante —como ocurrió con la crisis financiera— la necesidad de reestructurar la mayoría del sistema financiero mundial, ni de

corregir unas valoraciones del mercado inmobiliario desorbitadas, ni nos enfrentamos aparentemente a ningún reto macroeconómico distinto del que esta ocasionado la propia pandemia, que no es otro que el de reiniciar una economía —evidentemente, un gran reto en sí mismo— tras quizás dos o tres meses de "hibernación". Es complicado barajar escenarios de recuperación, entre otras cosas, porque no sabemos aún cómo va a producirse la normalización. Tenemos cierta luz que nos guía hacia como podrían desarrollarse los acontecimientos en China, que nos lleva varios meses de ventaja. Nuestro escenario central es que, si este proceso de normalización no se retrasa mucho más allá del primer semestre del 2020, una vez se den las condiciones adecuadas, la economía debería iniciar una recuperación paulatina. Si bien es cierto que vamos a necesitar estímulos y ayudas importantes para reiniciar los motores de la economía, los bancos centrales tienen ya claros y aprendidos muchos de los estímulos no convencionales que se utilizaron tras la crisis financiera y que ahora serán nuevamente necesarios para "reiniciar" la economía. A diferencia de lo que ocurrió en la crisis financiera, ahora están mucho más consensuadas las medidas no convencionales de intervención y no se ha perdido tanto tiempo en acordarlas e implementarlas (como ocurrió, sobre todo, en Europa). Por poner en algunos ejemplos, el BCE decidió lanzar un Programa de Compra de Emergencia Pandémica, con una dotación total de 750.000 millones de euros y plazo hasta finales de 2020. Por su parte, la Fed aprobó un programa adicional de QE por un billón —doce ceros— de dólares, así como una bajada de los tipos de interés de 100 pbs hasta el rango 0-0,25%, replicando su decisión de finales de 2008. El Banco de Inglaterra hizo lo propio, asignando 200.000 millones de libras al proceso de expansión cuantitativa. Sin duda, veremos más actuaciones provenientes de los bancos centrales, al estilo del famoso "whatever it takes... and believe me, it will be enough" de Mario Draghi en 2012. El hecho de que estas medidas se hayan implementado con mayor rapidez, unida a la ausencia de tener que luchar contra un problema estructural grave, nos hace pensar, sin ánimo en absoluto de pecar de optimismo, que la senda de recuperación debe ser posible en un contexto de tiempo no muy lejano. Aquí es donde entra el juego de las letras, quizás debamos manejar un perfil de recuperación en "U" y no tanto de "V", pero creemos que no hay razón a día de hoy para pensar en una "L". Dentro del contexto de la post-Guerra Fría, surgió en la Academia Militar de los Estados Unidos el concepto de VUCA, un acrónimo formado por la letra inicial de las siguientes palabras: Volatility, Uncertainty, Complexity y Ambiguity. El término en cuestión resulta apropiado para describir el entorno originado a raíz del COVID-19 en todos los mercados. Los índices europeos cerraron marzo con caídas mensuales superiores al 15% e, incluso, por encima del 20% en el caso de Italia y España, los dos países inicialmente más afectados por la enfermedad en Europa. Se trata de un evento sin precedentes en este siglo, pues ni en el mes más complicado de la crisis financiera de 2008 (octubre), se registraron semejantes caídas. La misma lectura se puede extraer de los niveles de volatilidad sufridos, que alcanzaron "80% y 90%" (VIX) —a modo de referencia, su media de los últimos 5 años se sitúa en torno a 15%— para días después estabilizarse entre 50 y 60. En resumidas cuentas, a lo largo de marzo asistimos a lo que comúnmente se podría definir como un "mercado roto". En China, se ha frenado el ritmo de infectados y ya se vislumbran signos de normalización (fin de las restricciones de movilidad o reapertura de las fábricas incluso en el epicentro de la epidemia). La vuelta paulatina a la normalidad de China se debería extrapolar en estas próximas semanas a Europa y progresivamente a otras regiones que iniciaron el confinamiento más tarde. Al otro lado del Atlántico, EE. UU. lidera las cifras de casos confirmados a nivel global y los pronósticos apuntan a que el pico de contagios. En el frente corporativo, la inmensa mayoría de compañías han suspendido cualquier tipo de indicación sobre las estimaciones de resultados que esperan para el 2020, ante la total falta de visibilidad. En coherencia con lo anterior, muchas compañías están preservando y gestionando la liquidez (ampliando líneas de crédito, cancelando dividendos y programas de recompra de acciones), implementando recortes de costes, cancelando planes de inversión que no sean estrictamente necesarios y, por supuesto, ajustando plantillas en la medida de sus posibilidades. En este contexto de alta incertidumbre, a riesgo incluso de sonar arrogantes y/o imprudentes, tenemos la obligación de asumir una hipótesis de vuelta a la normalidad en la que apoyarnos, siendo ésta que las cosas empiecen a normalizarse en la segunda mitad de este año. Basados en esta hipótesis, hemos empezado a rotar algunas inversiones de nuestra cartera hacia aquellas compañías que creemos cumplen razonablemente con el doble objetivo de "sobrevivir" mejor en un contexto de incertidumbre y, al mismo tiempo, permitan recuperar una cantidad de valor similar a la que necesitamos para volver a nuestro valor liquidativo previo a la pandemia. En este entorno de incertidumbre es igual, o más importante, seleccionar donde no estar invertidos que acertar en donde sí debemos estarlo, sabiendo que la línea que separa una de otras inversiones es a veces muy difusa. La Muza Inversiones cerró el mes de marzo con una caída del 29,0%, siendo la rentabilidad acumulada en el conjunto del año del -36,1%. Estamos actualmente invertidos en 59 compañías, con un nivel de inversión del 96,9%. En términos de rendimiento mensual, han destacado en su comportamiento Quálitas como mayor detractor. Como bien sabeis, Quálitas es nuestra principal inversión (más de un 10% del capital de la SICAV está invertido en esta compañía) por lo que cualquier variación en su cotización influye de manera significativa en la rentabilidad agregada. A la suma de la caída de la acción, que en el mes de marzo perdió más de un 26%, se unió la debilidad del peso mejicano, que cayó otro 21%. En nuestra opinión, esta inversión sigue manteniendo todas las cualidades que venimos indicando desde hace mucho tiempo. Dicho lo cual, es innegable que el contexto macro del mundo, y el de Méjico en particular, va a cambiar. Méjico está empezando ahora su confinamiento y este hecho, unido a que es un país cuya economía tiene una fuerte dependencia de EE.UU., del crudo y del turismo, nos hace pensar en un contexto macro donde el país sufrirá a buen seguro un parón. Por el lado positivo, si el país entra en un contexto de menor tráfico de coches y camiones, los ratios de siniestralidad de Quálitas deberán disminuirse proporcionalmente, otorgando mejores márgenes en este periodo de tiempo a la compañía, por lo que no vemos a corto plazo ningún elemento de preocupación en su cuenta de resultados. Por otro lado, el consejo de administración anunció hace pocos días un plan de recompra de acciones —que someterá a su Asamblea de accionistas en abril— de 1.400 millones de pesos, lo que equivale casi al 6% del valor de la compañía a cierre de marzo. Adicionalmente, se aprobó un pago de dividendo de otros 722 millones de pesos, elevando la remuneración total al 8,5%. Después de terminar con estos 2.100 millones de pesos de remuneración entre recompras y dividendos que se ejecutaran a lo largo del 2020, la compañía sigue teniendo un exceso de capital (caja) de otros 4.000 millones de pesos (un 16% de la capitalización a cierre de marzo) y creemos puede estar cotizando en este momento a unas 6 veces beneficios del 2020 o un Flujo de Caja libre entre capitalización del 16%. Siguiendo con el resto de movimientos de la cartera, hemos continuado con el proceso de rotación de inversiones a lo largo del mes, desinvertiendo totalmente en Serco y Subaru, así como reduciendo nuestra inversión en Boskalis y ROVI. En paralelo hemos comenzado a invertir en Almirall, Alphabet, Altri, Maersk y Merlin Properties. También, hemos incrementando algo exposición en Atalaya, Dufry y Sacyr. Una de las nuevas incorporaciones ha sido Almirall compañía que se ha transformado mucho desde que vendiera su división de respiratorio a AstraZeneca en 2014, desde entonces, ha construido un portfolio de especialidades dermatológicas a través de diversas adquisiciones (Aqua, Polichem, Thermigen) y el portfolio de Alergan para Acné). La compañía ha sufrido recientemente en su cotización porque se encuentra en un periodo de transición. Por un lado, le están cayendo las ventas de algunos productos como Aczone (sale de patente), al mismo tiempo que los hitos de AstraZeneca, que venían de la venta de respiratorio a AstraZeneca en el 2014, empiezan a disminuir y, por otro lado, la comercialización de otro componente, Seysara, presenta algo de incertidumbre. Dichos factores, entre otros, han hecho que la acción haya caído especialmente en estos últimos meses. Sin embargo, creemos que tenemos una compañía cuyo crecimiento potencial en los próximos 2 ó 3 años puede ser muy significativo y se debe, fundamentalmente, a un pipeline de productos donde destacan dos compuestos especialmente importantes. El primero es el KX2-391 para combatir la Keratosis Actínica (se espera el lanzamiento en la primera y segunda parte del 2021 en EE. UU. y Europa, respectivamente). Esta enfermedad es el "pre-cáncer" más común de la piel, que se da por exceso de exposición solar y, de no tratarse, acaba ocasionando carcinoma. Se calcula que en EE.UU. hay más de 50 millones de personas afectadas. Almirall calcula que podrían tener ventas de este producto en el entorno de los 300 millones de dólares (alrededor de un 30% de las ventas actuales de la compañía). El otro compuesto importante es Lebrikizumab (lanzamiento en 2022), para el tratamiento de la Dermatitis Atópica. En Europa se calcula que hay unos 4 millones de personas afectadas. El único tratamiento similar que se comercializa en Europa es Dupixent de Sanofi, que vendió 2.000 millones de euros en 2019. El compuesto de Almirall, se espera que tenga la misma eficacia que Dupixent pero con una sola inyección al mes, lo que lo hace a priori más atractivo. Con un valor de empresa que ronda los €2,2bn

y una generación de caja que se debería normalizar por encima de los €200m, el mercado valora Almirall a un múltiplo de Flujo de Caja de unas 10 veces. Al margen de una valoración más que razonable, tenemos toda la potencialidad de los compuestos que hemos mencionado y de otros que, por no hacer muy extensa esta carta, hemos omitido. Almirall creemos que debería sufrir muy poco en el contexto actual de pandemia, incluso, asumiendo un parón muy severo más prolongado de la economía. Otra nueva inversión en la cartera ha sido Alphabet. Aunque somos conscientes de que no ganaría un concurso de originalidad, consideramos que aporta un componente de calidad diferencial. Siempre pensamos que la única forma de poder comprar esta compañía a precios atractivos sería en un escenario de estrés de mercados, como el actual. Alphabet engloba una batería de negocios que, a su vez, son auténticos "monstruos" por sí mismos como, por ejemplo, Google, YouTube, Waymo o Android. Aunque creemos que no es totalmente inmune a la caída de la actividad económica —sobre todo, en la parte de publicidad online— estos efectos serán transitorios. Tiene actualmente 100.000 millones de dólares en caja. El mercado estima un beneficio neto de unos \$40bn para 2021, con lo que estaría cotizando a 16 veces Valor Empresa, múltiplo que nos parece más que razonable para la cantidad de opcionalidad que hay en sus diferentes negocios. Seguimos viendo sectores que van a sufrir especialmente en este año 2020, entre otros, los relacionados con el turismo en su más amplio espectro (cruceiros, agencias de viajes, cadenas hoteleras y aerolíneas). También, y por razones evidentes, el sector de petróleo —que ya venía algo "tocado" antes del inicio de la pandemia— seguirá sufriendo hasta que se ajusten correctamente oferta, demanda e inventarios. Adicionalmente, algunos sectores financieros van a tener impactos a corto y medio plazo en sus carteras e ingresos (hemos visto hace poco a JP Morgan adelantando fuertes provisiones en este primer trimestre de cara a lo que viene por delante en el 2020). Dentro de esta tipología de sectores que van a estar claramente expuestos a las consecuencias del fuerte parón de actividad, se están produciendo oportunidades de valor muy interesantes. Actualmente, tenemos exposición al sector turístico a través de Dufry (1,4%), Grupo Hotelero Santa Fe (0,9%) y TUI (1,3%). En el caso de la industria petrolera, la posición más fuerte es la de Repsol (3,9%), seguida de IPCO (2,2%) y Royal Dutch (1,7%). Nuestra exposición al sector financiero se limita a dos bancos medianos: Liberbank (1,3%) y Unicaja (0,9%). Todas estas compañías van a sufrir este 2020 y probablemente la resaca llegue en algunos casos al 2021, dicho lo cual la mayoría de sus cotizaciones han caído en estas últimas semanas a la mitad o incluso por debajo, recogiendo mucho ya de este escenario en su valoración. La razón de permanecer invertidos en todas ellas estriba en que, pensando en los próximos 2 años, incluso asumiendo que alguna de ellas necesitara capital adicional —enveto que hoy no vemos pero no podemos descartar—, la probabilidad de duplicar o triplicar la inversión en algunos casos creemos que es alta. Por último, el sector automóvil estaría también incluido en este último recuento de compañías afectadas. CIE, Daimler y Gestamp representan en conjunto alrededor del 5% de la cartera. Aún teniendo claro que 2020 va a ser un "annus horribilis" en general, no nos extrañaría ver muchos planes de ayuda al sector impulsados por los Gobiernos una vez se terminen estos episodios de confinamiento. Os pedimos como siempre que seáis pacientes. Sabiendo que estamos viviendo un periodo de incertidumbres muy fuertes, es igual de cierto que se están abriendo oportunidades muy atractivas, el valor de permanecer como siempre invertidos nos llevará probablemente equivocarnos en algunas decisiones pero a buen seguro nos permitirá también participar en numerosas oportunidades de valor.