



# Carta Mensual La Muza Inversiones, SICAV

septiembre 2021





### Rentabilidad de la cartera

La **Muza Inversiones** registró una subida en septiembre del **1,17%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€43,72 por acción** (nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, cayó un 3,29%). La rentabilidad en el año se sitúa en el **27,32%** frente al 16,13% del índice de referencia.

Desde su **inicio** en marzo de 1999, la **SICAV** ha generado una rentabilidad acumulada del **+628,6%** y una rentabilidad anualizada del **+9,2%**, frente al +174,9% y al +4,6%, respectivamente, del índice de referencia.

### Atribución de resultados

Los 5 principales **contribuidores** y **detractores** en el mes fueron los siguientes:

Contribuidores		Detractores	
Repsol	1,28%	Gestamp	(0,48%)
IPCO	0,83%	Dominion	(0,21%)
Unicaja	0,40%	Arcelor	(0,18%)
Greenvolt	0,21%	Merlin	(0,17%)
Dufry	0,20%	Atalaya	(0,16%)

Destacaron **Repsol** y **Gestamp** como mayor contribuidor y detractor, respectivamente.

**Repsol** sigue beneficiándose de las subidas de los precios del crudo y del gas natural. En concreto, el Brent se revalorizó más de un 10,5%, mientras que el Henry Hub subió un 34% en septiembre (marcando máximos de los últimos 5 años).

Por su parte, la cotización de **Gestamp** cayó en torno a un 15% en septiembre afectada por la

escasez de semiconductores, que obliga a sus clientes a posponer producción. Se prevé que la normalización de la producción global de vehículos se retrase hasta mediados de 2022. Esta situación está generando mucha demanda embalsada, que debería recuperarse a medida que la producción de semiconductores se normalice (probablemente para la segunda mitad del año 2022).

### Rotación de posiciones

El resumen de **movimientos** en septiembre ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Acerinox		Greenvolt
	Almagro		Maire
	Altri		Semapa
	Arcelor		
	Atalaya		
	Azkoyen		
	Dufry		
	OHLA		

Actualmente, estamos invertidos en **46 compañías**, con un nivel de inversión del **94,5%**. Las 20 inversiones más relevantes suponen más del 75% del patrimonio de la SICAV.

En esta carta de septiembre queríamos dedicar unas líneas a explicar brevemente nuestra tesis de inversión en **Atalaya Mining**, que es junto con Repsol, una de nuestras principales inversiones de la SICAV.



### Caso de inversión: Atalaya Mining

Atalaya Mining (en adelante, **Atalaya**) es una compañía minera dedicada a la extracción de concentrado de cobre. Su principal activo minero se sitúa en Riotinto (provincia de Huelva). La producción se reactivó a principios de 2016 gracias a los avances tecnológicos que permitieron hacer rentable su explotación de nuevo.

La mina se estima que tiene una vida de unos 12 años de operación (hasta el año 2033 incluido), periodo durante el cual se prevé la extracción de unos 197 millones de toneladas de mineral, que contienen a su vez 822.000 toneladas de metal de cobre (una ley media del 0,42% de cobre). En términos anuales, procesa unos 15 millones de toneladas de mineral y produce más de 50.000 toneladas de concentrado de cobre (el producto final, que se obtiene tras machacar y moler el mineral extraído de la mina).

Los ingresos de Atalaya vienen determinados por el precio del cobre, y éste a su vez lo determinan las dinámicas entre oferta y demanda. Actualmente, existe un desequilibrio entre oferta y demanda, que ha provocado que los precios del cobre se hayan ido a máximos de los últimos 10 años. La pregunta ahora es si esta situación es coyuntural, por lo que deberíamos esperar una corrección o si por el contrario, es estructural, lo que significaría validar los niveles de precios para el medio y largo plazo. Para contestar a esta pregunta, hace falta entender cómo creemos que se van a comportar oferta y demanda a futuro.

Empezando por la demanda, estamos asistiendo a un proceso de electrificación global, que viene empujado por objetivos medioambientales (descarbonización), que nos hacen pensar en un mayor uso “per cápita” del cobre a nivel global (mayor penetración de energías renovables, vehículos eléctricos, etc.). Junto a esta realidad, que hoy es ya incuestionable, asistimos a una oferta decreciente, debido a la falta de inversión por parte de la industria minera durante la última década. Esta falta de inversión se ha debido fundamentalmente a una mayor disciplina inversora por parte de los principales productores de cobre del mundo y al hecho de que el precio del mineral de cobre, hasta hace pocos meses, no era lo suficientemente elevado como para motivar nuevos desarrollos y/o la expansión de las actuales minas.

¿Por qué los precios del mineral de cobre no eran lo suficientemente altos? La razón técnica tiene que ver con el hecho de que las explotaciones mineras de cobre a nivel global han ido procesando los yacimientos más ricos en cobre, ya que éstos tenían un menor coste de extracción. Una vez que estos yacimientos se han ido agotando, se explotaron los siguientes (de menor calidad), incurriendo en mayores costes de extracción y así sucesivamente hasta llegar a un punto donde hay reservas que no puedes explotar, porque el precio de venta es insuficiente para hacer el proyecto viable.



Caso de inversión: Atalaya Mining (cont.)

En definitiva, las leyes medias de cobre (la concentración de mineral por tonelada extraída) han ido decreciendo a nivel global y hoy en día es más caro extraer cobre de lo que lo era hace unos años. Hasta hace muy pocos meses, las mineras no tenían realmente incentivos para aumentar y/o mantener su producción, ya que los precios de mercado no estaban recogiendo los mayores costes de extracción de unos yacimientos cada vez más pobres.

Por lo tanto, creemos que no nos enfrentamos a un problema coyuntural de demanda sino estructural. Si queremos más cobre, necesitamos extraerlo de reservas con un coste de extracción mayor y, por lo tanto, los precios de mercado tienen que situarse en un nivel tal, que permita hacer esto de una manera rentable. Y esta es la situación que creemos subyace tras la fuerte recuperación de los precios del cobre vivida en los últimos meses. Recordemos que el cobre ha subido casi un 50% en comparación con los precios pre-pandemia (tomamos como referencia los precios medios del 2018 y 2019 para este cálculo)

En este contexto, los precios del cobre se sitúan actualmente por encima de los 4 dólares por libra (algo más de 9.000\$ por tonelada), habiendo subido cerca de un 20% en lo que llevamos de 2021.

A los niveles de precio del cobre actuales (4 dólares/libra), Atalaya estaría generando una caja libre anual cercana a los 200 millones de dólares

(alrededor de un 30% de rentabilidad con respecto a su capitalización actual de 600 millones de dólares), lo que quiere decir que con 3,5 años y medio de operación de la mina generaríamos una caja libre (de la que podemos disponer totalmente como accionistas) equivalente al valor actual de la compañía en bolsa.

En términos de valoración, estos flujos de caja justificarían desde nuestro punto de vista un precio por acción de 5 libras, lo que supone cerca de un 60% de revalorización con respecto a la cotización actual (3,15 libras). En esta valoración no incluimos la opcionalidad del Proyecto Touro (provincia de Galicia), con potencial para producir unas 30 mil toneladas de cobre, cuya aprobación sigue sujeta a cuestiones medioambientales.



### Principios de inversión

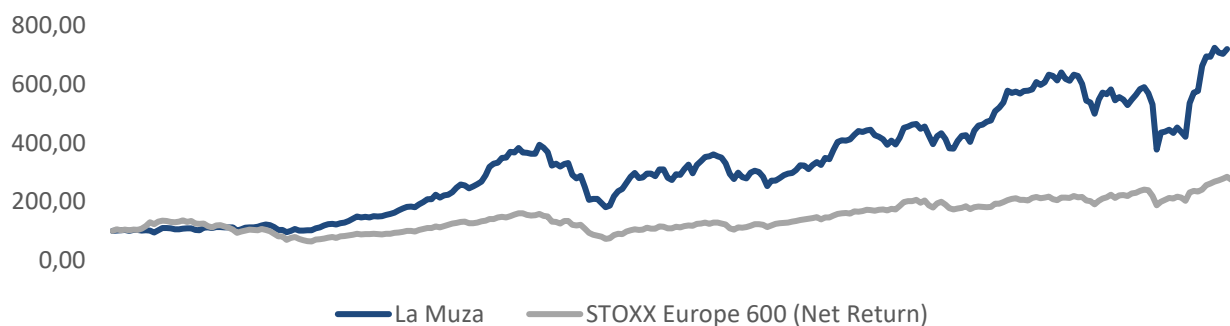
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

Valoramos especialmente el entorno competitivo de la empresa y su situación patrimonial.

Implementamos estas inversiones en un mercado donde fluctúan mucho más los precios a los que cotizan las compañías que el valor intrínseco que merecen sus negocios.

### Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 30/09/2021



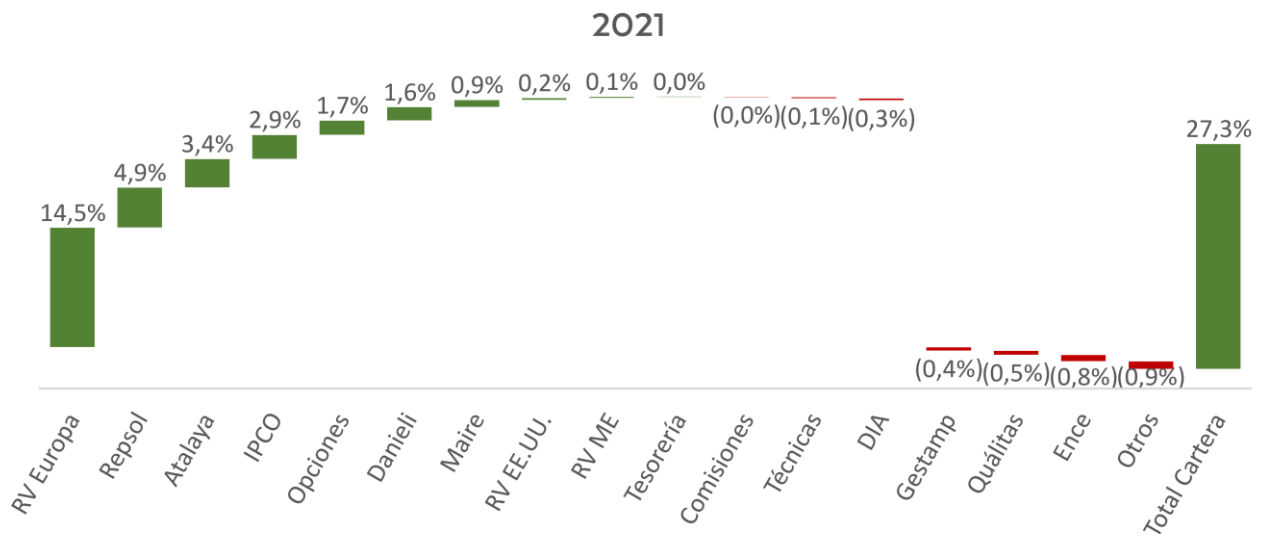
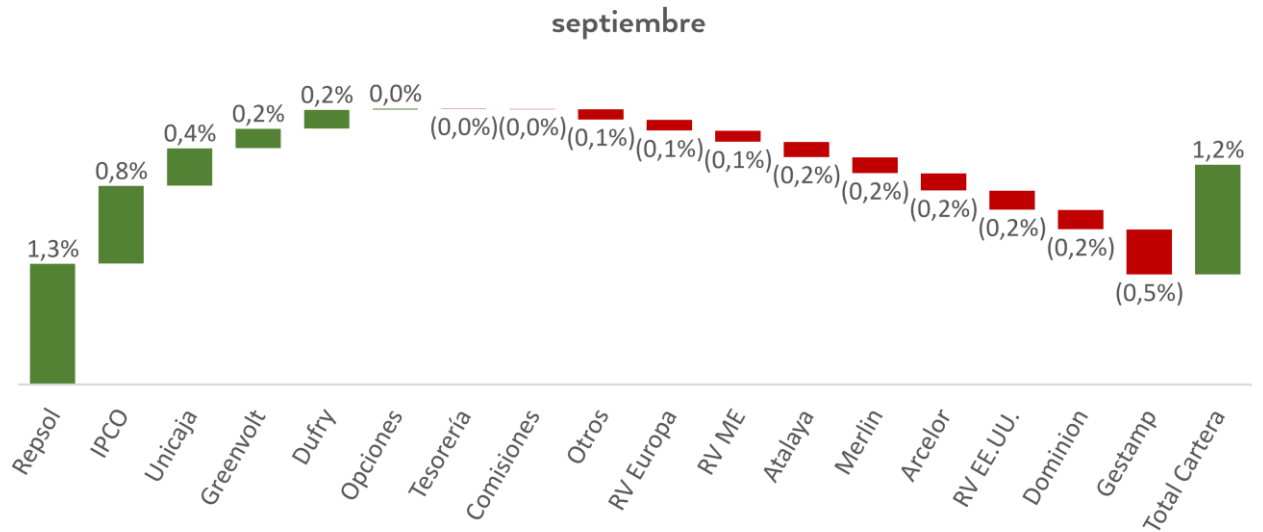
	La Muza	STOXX
Rentabilidad acumulada	<b>628,6%</b>	<b>174,9%</b>
Rentabilidad anualizada	<b>9,2%</b>	<b>4,6%</b>

### Rentabilidad mensual y anual

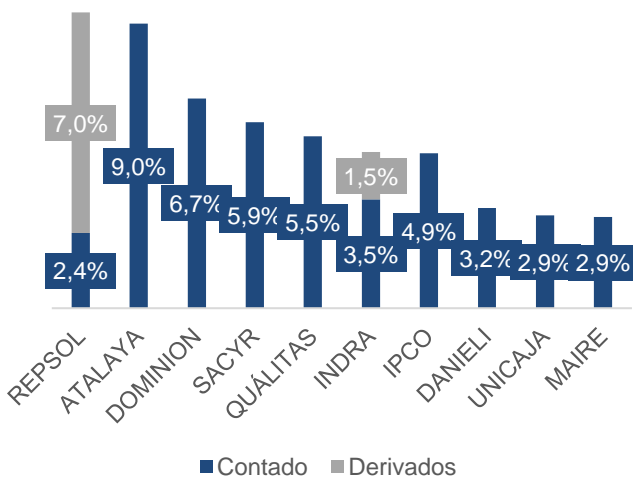
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA	STOXX
1999				1,25%	1,30%	0,30%	(2,95%)	3,85%	(0,24%)	(2,43%)	1,16%	(0,90%)	1,17%	29,38%
2000	(6,52%)	8,38%	7,73%	(0,35%)	(0,65%)	(3,62%)	0,70%	1,87%	0,68%	0,28%	(4,73%)	(1,29%)	1,44%	(3,83%)
2001	8,51%	0,93%	(1,70%)	2,19%	0,44%	(1,11%)	(0,05%)	0,09%	(9,68%)	4,41%	4,93%	1,10%	9,37%	(15,65%)
2002	0,26%	1,50%	3,81%	2,81%	(1,95%)	(5,46%)	(8,33%)	0,22%	(7,26%)	3,88%	6,44%	(4,90%)	(9,82%)	(30,36%)
2003	0,38%	0,20%	0,73%	5,85%	3,61%	5,33%	4,27%	0,89%	(1,94%)	3,09%	2,41%	3,67%	32,14%	15,92%
2004	5,64%	5,72%	(2,17%)	1,19%	(1,13%)	2,91%	(0,72%)	0,45%	2,81%	2,13%	3,27%	4,37%	26,97%	12,24%
2005	4,27%	2,98%	0,47%	(1,46%)	5,65%	4,31%	4,86%	(0,38%)	7,38%	(4,00%)	3,55%	0,72%	31,57%	26,68%
2006	4,07%	6,67%	4,03%	(0,94%)	(3,93%)	2,73%	2,93%	3,27%	8,37%	9,44%	3,64%	0,94%	48,89%	20,80%
2007	4,90%	0,32%	5,51%	(0,37%)	3,92%	(3,75%)	(0,35%)	(0,91%)	0,05%	8,39%	(2,57%)	(4,01%)	10,80%	2,36%
2008	(12,39%)	1,85%	(2,86%)	2,66%	1,09%	(12,27%)	(4,00%)	3,14%	(13,15%)	(17,65%)	1,56%	0,10%	(43,19%)	(43,77%)
2009	(6,70%)	(7,39%)	2,93%	17,26%	7,69%	3,37%	8,71%	7,54%	4,87%	(5,79%)	0,54%	4,69%	41,16%	32,39%
2010	(0,14%)	(2,82%)	7,92%	(0,08%)	(9,00%)	(2,74%)	7,10%	(0,67%)	6,71%	4,92%	(9,04%)	9,50%	9,88%	11,61%
2011	4,09%	4,30%	0,60%	1,85%	(1,82%)	(1,30%)	(5,57%)	(10,77%)	(5,95%)	7,79%	(5,02%)	(1,58%)	(13,93%)	(8,61%)
2012	6,70%	2,26%	(1,41%)	(5,39%)	(10,94%)	6,97%	0,02%	3,43%	3,40%	1,88%	0,74%	3,20%	9,86%	18,18%
2013	5,52%	(0,54%)	(3,63%)	4,55%	3,16%	(3,00%)	7,37%	(1,36%)	9,39%	7,09%	1,52%	(0,31%)	32,87%	20,79%
2014	0,98%	3,78%	3,14%	(0,71%)	1,20%	0,53%	(4,15%)	(1,40%)	(2,04%)	(4,54%)	3,54%	(3,04%)	(3,13%)	7,20%
2015	5,71%	8,08%	1,04%	1,47%	0,36%	(3,53%)	1,82%	(6,89%)	(6,84%)	6,92%	2,25%	(4,39%)	4,69%	9,60%
2016	(7,74%)	(0,26%)	6,81%	4,45%	0,34%	(5,26%)	9,46%	3,87%	0,63%	2,31%	0,92%	6,50%	22,77%	1,73%
2017	2,51%	3,37%	7,31%	(1,33%)	0,85%	(1,11%)	1,57%	0,15%	0,66%	4,43%	(1,66%)	1,40%	19,32%	10,58%
2018	4,39%	(0,67%)	(2,40%)	4,39%	(3,33%)	(1,08%)	3,29%	(0,71%)	(4,32%)	(9,45%)	(1,23%)	(7,12%)	(17,64%)	(10,77%)
2019	9,69%	4,41%	(1,00%)	2,92%	(6,34%)	1,96%	(1,64%)	(3,32%)	3,49%	3,08%	3,47%	1,08%	18,24%	26,82%
2020	(3,54%)	(6,76%)	(28,97%)	15,47%	0,64%	1,53%	(2,41%)	4,17%	(3,22%)	(3,82%)	27,32%	6,73%	(3,08%)	(1,99%)
2021	0,94%	14,73%	4,97%	(0,24%)	4,41%	(2,20%)	(0,67%)	2,31%	1,17%	-	-	-	27,32%	16,13%



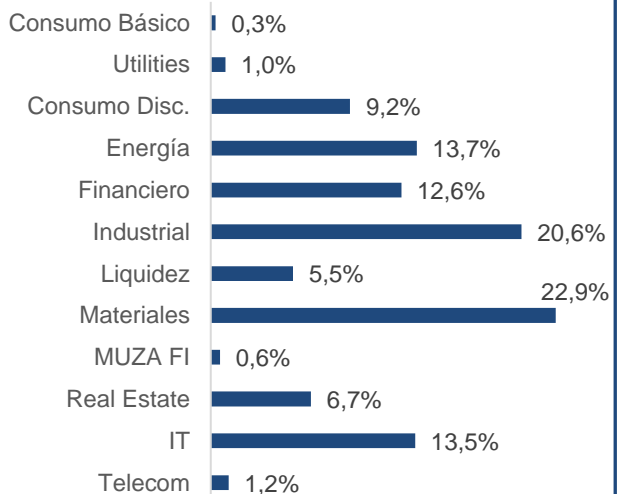
**Atribución de resultados**



**Principales posiciones**



**Distribución sectorial**





## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** LA MUZA INVERSIONES, SICAV

**Fecha Inicio:** 31/03/1999

**Patrimonio:** €166,3 millones

**Valor Liquidativo a 30/09/2021:** €43,717

**Divisa:** EUR

**Categoría:** Sociedad de Inversión. Global

**ISIN:** ES0131365035

**Nº Registro CNMV:** 425

**Ticker Bloomberg :** S0891 SM

**Política de Inversión:** Hasta 100% en Renta Variable, Renta Fija y otros permitidos por normativa

**Inversión Mínima:** 1 participación

**Liquidez:** Diaria

**Entidad Gestora:** Muza Gestión de Activos, SGIIC, S.A.

**Gestor:** Luis Urquijo

**Entidad Depositaria:** BNP Paribas

**Auditor:** PwC

**Com. Gestión:** 1,00% s/Patrimonio

**Com. Depositaria:** 0,06% s/Patrimonio

**Com. Éxito:** No

*Esta presentación se ha preparado con un carácter exclusivamente informativo. Toda la información aquí incluida debe ser considerada confidencial y por lo tanto no debe ser compartida con ninguna otra persona o entidad distinta del destinatario sin el consentimiento expreso de Muza Gestión de Activos, SGIIC. Los resultados históricos aquí contenidos no son garantía de resultados futuros. El inversor y/o sus asesores deben considerar cualquier tipo de aspecto legal, impositivo y contable que pueda afectar a la tipología de inversión contenida en esta presentación. Este documento no constituye ningún tipo de oferta de venta de acciones. Alguna de las afirmaciones contenidas en esta presentación constituyen "perspectivas futuras". En concreto cualquier afirmación expresa o implícita relativa a "eventos futuros" o "expectativas" deben ser consideradas como perspectivas futuras. Cualquier afirmación, expresa o implícita relativa a "perspectivas futuras" podrá ser incorrecta y cualquier evento relativo a las mencionadas perspectivas futuras podría no comportarse como en este documento se anticipa.*



## INFORMACIÓN DE CONTACTO

[www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com)

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

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

