

Valor Liquidativo: 32,6€

Rentabilidad: -10,2%

Activos: 147 Millones €



Datos Generales de la SICAV

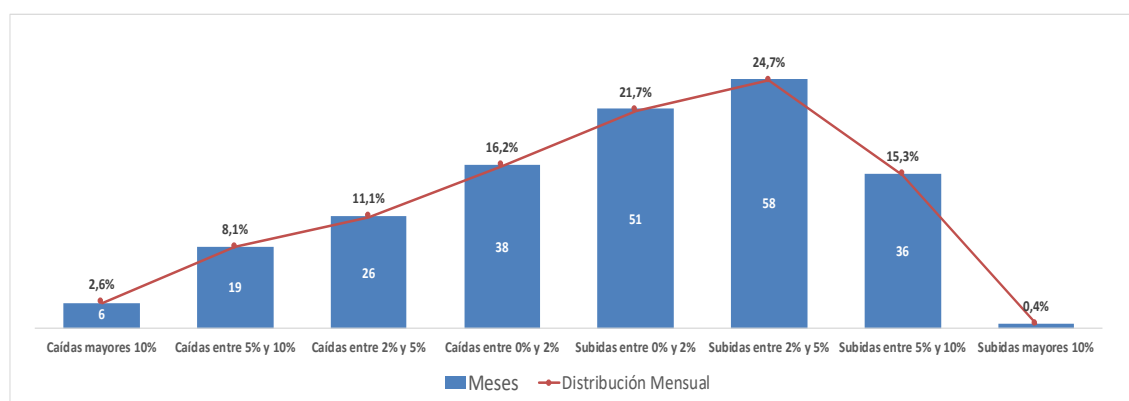
Comisión de Gestión : 1%
 Comisión Depositaria: 0,06%
 Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIIC
 Entidad Depositaria: Banco Sabadell

Liquidez: Diaria
 ISIN: ES0131365035
 Auditor: PWC
 Gestor: Luis Urquijo

Resumen

Hemos cerrado este pasado mes de octubre con una caída cercana al 10%, lo que supone llevar la rentabilidad de la SICAV a un -10,2% en el año. Por poner en perspectiva la excepcionalidad de este tipo de movimientos en los mercados, en los casi 20 años de existencia de la SICAV (casi 240 meses), correcciones de un -10% mensual o superiores, se han producido en 6 meses, 4 de las cuales se produjeron en el año 2008 y la última en el año 2012. Vamos a intentar describir en esta breve nota lo que creemos que esta ocurriendo.

Distribución Histórica de rendimientos mensuales 1999-2018



Antes de entrar en mas detalles, destacar que estas caídas han sido especialmente significativas en aquellas compañías que están "más expuestas" a situaciones de iliquidez como son las de pequeña y mediana capitalización. En el cuadro inferior hemos recogido la evolución de varios índices de Small & Mid Caps, y se puede observar como el mes de octubre, ha sido especialmente negativo tanto en Europa como en EE.UU.

Evolución Índices Octubre 2018	
Índices	% Caída
FTSE Italia Star	-13,45%
UK Small FTSE	-10,76%
CAC Small Francia	-9,92%
Russell 2000 USA	-9,11%
SMI Mid Swiss	-8,70%
S&P Small 600 USA	-8,11%
S&P Mid Cap 400 USA	-7,17%

¿Causas fundamentales?

Desde nuestro punto de vista, la única causa estrictamente fundamental tras todas estas correcciones la podemos encontrar en la subida de rentabilidad de la deuda pública, especialmente la estadounidense, cuyo bono a 10 años se sitúa por encima del 3%. A lo anterior, se han añadido determinados focos de tensión como la guerra comercial entre EE.UU. y China, el Brexit, los presupuestos en Italia, la situación de algunas economías emergentes (devaluaciones) y, en última instancia, una serie de "profit warnings" en sectores muy concretos en Europa como, por ejemplo, el de autos. Todo esto ha generado una oleada de ventas que desencadenan a su vez una gran cantidad de flujo "no racional ni fundamental" que trataremos de resumir en las próximas líneas.



¿Qué posibles eventos no fundamentales están detrás de estas últimas correcciones?

Más allá de las causas fundamentales que hayan podido desencadenar el inicio de la corrección de octubre, existen a día de hoy ciertas estructuras en el mercado que vale la pena comentar para que nos ayuden a entender las fuertes volatilidades que se producen. Todo lo que vamos a enumerar tiene un denominador en común: pueden generar inercias de flujos (de venta y compras) muy fuertes y tienden a “retroalimentarse”.

Existen diferentes razones detrás del porqué de meses tan “virulentos” como el vivido en octubre. Vamos a intentar explicar algunas de las causas que suelen estar detrás de estos fuertes movimientos:

1. Lo primero es entender la situación vivida en estos últimos muchos años de intervención de los bancos centrales. Los mercados han vivido en un contexto de baja o muy baja (sino inexistente) rentabilidad de los activos libres de riesgo (deuda pública, principalmente). Esto ha forzado a muchos inversores a buscar rentabilidad en activos “distintos” a los que habitualmente invertían, por ejemplo, muchos inversores acostumbrados a invertir deuda pública, han subido el escalón de riesgo hacia bonos corporativos, bonos high yield y en algunos casos hacia la propia renta variable. Cuando la deuda pública, como está ocurriendo ahora en EE.UU., vuelve a dar una rentabilidad razonable, estos inversores, abandonan (venden) sus inversiones en dichos activos para volver a invertir en sus activos tradicionales, generando un “evento de iliquidez” o presión vendedora. En este salto hacia la busca de rentabilidad, no solo han cambiado de clase de activo sino que, además, han pasado en muchos casos de inversiones en subyacentes muy líquidos, como la deuda pública, a inversiones muy poco líquidas como algunas emisiones high yield.
2. Existe otra tipología de inversores, algo más “sofisticados”, que buscan rentabilidad adicional con caminos más “complejos” como la “venta de volatilidad”. Sin entrar en el detalle técnico, la venta de volatilidad se resume en un contrato en virtud del cual el comprador paga una prima (al vendedor) con el fin de protegerse de una eventual subida en la volatilidad. El problema surge cuando la volatilidad aumenta por algún evento inesperado y estos inversores que están “vendidos” de volatilidad tienen que cubrirse o cerrar su posición. Dicho cierre de posiciones genera más volatilidad en el mercado, entrando en un bucle que se “retroalimenta” y que se traduce en (muy) fuertes fluctuaciones de mercado. Sólo por dar una idea de “tamaño”, se calcula que las posiciones en estrategias de volatilidad en el mercado alcanzan cifras cercanas a los 800.000 millones de dólares.
3. Adicionalmente, tenemos el mercado de los “Commodity Trading Advisors” que, básicamente, lo que hacen es comprar o vender activos que están en un buen o mal momento respectivamente, lo que tradicionalmente se denominan “inversores de momentum”. Estas estrategias, típicamente, compran lo que se comporta bien y venden lo que se comporta mal, o dicho de otra manera, siguen la “llamada” de las caídas o subidas del mercado y esto añade en los casos bajistas más presión vendedora. El tamaño de estas estrategias podría rondar actualmente los 400.000 millones de dólares.

Existen otros elementos estructurales que también hay que tener en cuenta y que pueden afectar a la iliquidez del mercado en momentos puntuales:

1. El primero y más evidente es la propia liquidez dada por los bancos centrales que poco a poco se está retirando. En algunos segmentos, los bancos centrales han absorbido una gran parte del mercado (más del 20% de los bonos públicos europeos o más del 40% de los japoneses), la mayoría de estas actuaciones por parte de los Bancos Centrales están en “retirada”.
2. Otro elemento estructural menos evidente, es la retirada de los bancos tradicionales, que antaño operaban activamente y daban contrapartida en muchos activos (especialmente en bonos), y que hoy por limitaciones regulatorias y de consumo de capital, han dejado de operar, desapareciendo como contrapartida natural.



3. Una tercera fuente de liquidez e iliquidez se refiere a la cada vez mayor popularidad de los ETFs (Exchange Traded Funds), que son los grandes canalizadores de gestión pasiva. En EE.UU., por ejemplo, superan ya más del 20% del total de fondos de inversión y se calcula que a nivel global la cifra de activos bajo gestión alcanza los 5.000 billones de dólares (lo que se traduce en una cifra con un cinco y doce ceros detrás). Generalmente, estos ETFs facilitan el acceso al mercado a muchos inversores de manera fácil y económica. Su razón de ser es la de replicar de una manera eficiente una inversión en una cesta de valores determinados (índices fundamentalmente). Estas son las bondades del producto, ahora bien, en caso de llegar correcciones en los mercados, los “traders” de ETFs, que son los que normalmente dan contrapartida a compradores y vendedores de estos productos, tienen que entregar las acciones al emisor de los ETFs, que no tiene más remedio a su vez que vender los activos que tiene ese ETF (en el caso de un índice como el IBEX, venderían acciones de cada uno de sus 35 componentes). Esta situación, debido a la enorme cantidad de flujo que se encuentra invertido en estos productos, puede llegar a suponer una presión vendedora muy “importante” en algunos índices.

Esta breve descripción pretende tan sólo dar una breve pincelada de las muchas cosas que ocurren en los mercados, que poco o nada tienen que ver con la realidad fundamental de muchas compañías.

Evolución de la Cartera

Queríamos también dar un repaso a algunas de nuestras inversiones más problemáticas en estos últimos meses: Duro Felguera y OHL.

Duro Felguera, es una compañía que acaba de salir de una situación de estrés financiero en la que entró tras un periodo de muy mala gestión, que transcurrió desde el 2011 hasta mediados del 2018, aproximadamente. Desde agosto de este año, y tras una recapitalización de casi 130 millones de euros, entran nuevos accionistas y son nombrados nuevos consejeros independientes. Adicionalmente, se contrata al área de reestructuraciones de Deloitte para empezar a implementar un plan de reestructuración.

En el periodo que va desde principios de agosto hasta finales de septiembre, el nuevo grupo de consejeros independientes junto con Deloitte detectan que las necesidades de caja de la compañía son superiores a lo que la compañía había descrito en los meses previos a la ampliación. Este déficit de caja se valoró en el entorno de los 40 millones de euros, debidos en su mayoría, a necesidades adicionales asociadas a la terminación de proyectos que se están ejecutando.

Esta situación generó un fuerte “estrés” en el precio de la acción de una compañía que acababa de ampliar capital hace unas semanas, provocando una caída en la cotización superior al 60% y dejando la capitalización en apenas 50 millones de euros.

A finales de octubre, la compañía presenta los resultados auditados a 31 de julio, que recogen una situación patrimonial creemos “totalmente fiable” y reequilibrada, y hace unos días la compañía presentó el cierre de los 9 primeros meses del año. De estos resultados cabría destacar como primer signo de mejora la clara inflexión en la evolución del EBITDA, que esperamos siga mejorando de aquí a final de año.

Evidentemente, nos hemos encontrado con una sorpresa que no esperábamos en cuanto a las necesidades adicionales de recursos por parte de la compañía, hecho que se debe imputar a la “incorrecta” valoración de dichas necesidades por parte del equipo de gestión previo a la ampliación de capital. Desde que finalizó la ampliación, y tras la incorporación de los nuevos consejeros independientes y Deloitte, el cambio en el criterio, control y modelo de gestión que se está imponiendo es rigurosamente más serio.



Ésta es una inversión, como otras muchas que hemos hecho, con un plazo de “maduración” lento (y no exenta de riesgos), pero que creemos merece la pena. Queda mucho por hacer y, probablemente, estemos hablando de al menos un par de años años para que la compañía pueda recuperar una velocidad de crucero razonable, entretanto, será crítica la correcta “re-ordenación” de muchas áreas de la compañía que den tiempo a su vez a la consolidación una situación financiera aún “débil”

Todo lo anterior no tendría sentido si no consideráramos que el fondo de comercio de la compañía (que consiste en una gran cantidad de referencias y proyectos ejecutados en el pasado) sigue intacto. Nos consta que estamos invertidos en una compañía con una muy buena reputación en proyectos llave en mano dentro del sector de energía, industrial y oil & gas.

Creemos y esperamos que trimestre a trimestre se vaya normalizando la situación y será muy importante que la compañía pueda ir contratando nueva obra (a día de hoy tienen aun cartera por ejecutar en el entorno de los 900 millones de euros).

Tras la publicación de los resultados de los 9 primeros meses, hemos incrementado ligeramente nuestra inversión y a día de hoy, esta inversión representa algo más del 3% del patrimonio de la SICAV.

En el caso de OHL, la compañía ha ido publicando resultados en estos últimos trimestres que han mostrado una cuantía de pérdidas “extraordinarias” en proyectos, que ellos denominan “legacy”, mucho mayores a los que la propia compañía estimaba a principios de este año. En este sentido, nos hemos vistos inmersos en una clara “falta de transparencia”, que consecuentemente ha llevado a la acción a cotizar con un descuento sensible frente a lo que aún podría ser una valoración fundamental de los activos que desde nuestra perspectiva valen al menos el doble de su capitalización actual. Estamos valorando en este momento si tiene sentido permanecer en esta inversión ante la falta de claridad que ofrece el actual equipo de directivo sobre la situación real de los proyectos de la constructora. El peso actual de esta compañía en cartera es ligeramente superior al 1%.

¿Qué estamos haciendo?

En estas últimas semanas de extrema volatilidad, hemos aprovechado para seguir rotando algunas inversiones en cartera.

Hemos seguido reduciendo nuestra exposición en Almirall, Naturgy, Vestas, Vale, Bono Perpetuo de Airtza y Acciona y en paralelo hemos comenzado a invertir en TUI, Renault, Covestro, Continental, Adecco, Brembo y Rovi. Adicionalmente estamos aumentando algo de exposición en Fairfax India, Qualitas, CAF, Lingotes Especiales y Maire Tecnimont.

Nuestra idea es seguir rotando la cartera hacia aquellas compañías que eventualmente se hayan visto o se puedan ver afectadas por estas correcciones y cuya situación fundamental no haya variado sustancialmente. Nuestra experiencia nos dice que estas altas volatilidades suelen brindar oportunidades de capturar muchas ineficiencias de valor a medio plazo.

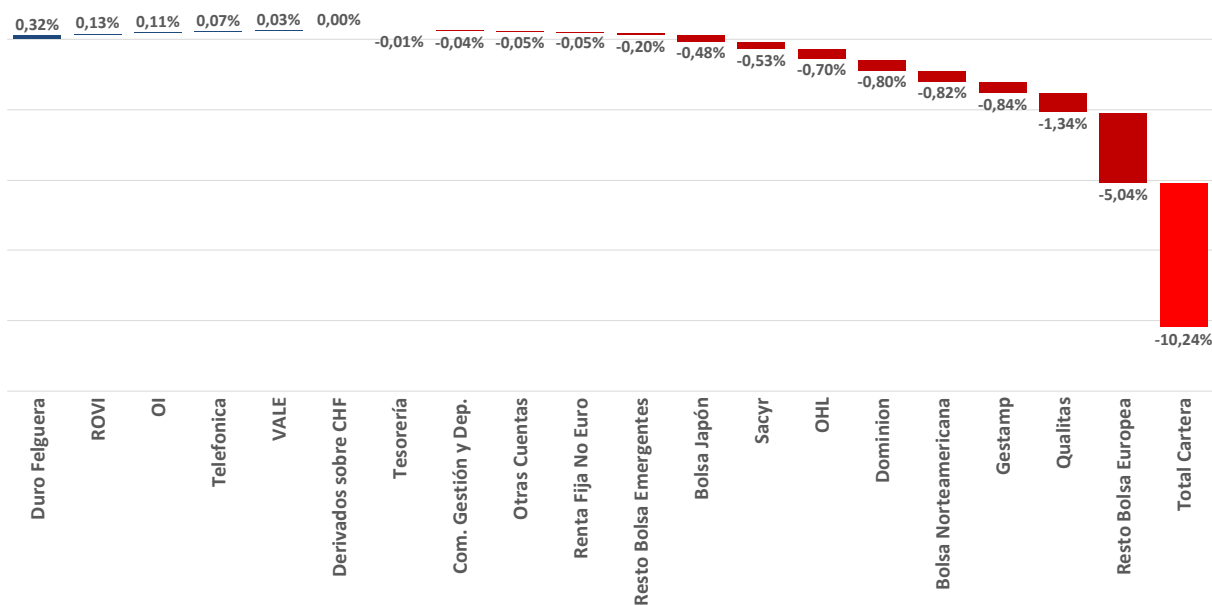


MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

RETORNOS ANUALES				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
Rentabilidad 1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
Rentabilidad 2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
Rentabilidad 2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
Rentabilidad 2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
Rentabilidad 2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
Rentabilidad 2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
Rentabilidad 2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
Rentabilidad 2006	48,89%	17,81%	20,80%	31,79%
Rentabilidad 2007	10,80%	-0,17%	2,36%	7,32%
Rentabilidad 2008	-43,19%	-45,60%	-43,77%	-39,43%
Rentabilidad 2009	41,16%	27,99%	32,39%	29,84%
Rentabilidad 2010	9,88%	8,63%	11,61%	-17,43%
Rentabilidad 2011	-13,93%	-11,34%	-8,61%	-13,11%
Rentabilidad 2012	9,86%	14,37%	18,18%	-4,66%
Rentabilidad 2013	32,87%	17,37%	20,79%	21,42%
Rentabilidad 2014	-3,13%	4,35%	7,20%	3,66%
Rentabilidad 2015	4,69%	6,79%	9,60%	-7,15%
Rentabilidad 2016	22,77%	-1,20%	1,73%	-2,01%
Rentabilidad 2017	19,32%	7,68%	10,58%	7,40%
Rentabilidad 2018 (Oct)	-10,23%	-7,09%	-4,67%	-11,45%
RETORNO ACUMULADO DESDE LANZAMIENTO				
1999-2018 (Oct)	444,33%	21,69%	103,44%	-8,70%
(D) Valor del Indice Euro Stoxx 600 Incluyendo Dividendos.				
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
Rentabilidad Anualizada 1999-2018 (Oct)	9,24%	1,04%	3,81%	-0,48%

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES OCTUBRE 2018



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.