

LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Segundo Semestre 2018

Gestora: 1) MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A. **Depositario:** BANCO DE SABADELL, S.A. **Auditor:** PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

Grupo Gestora: **Grupo Depositario:** BCO. SABADELL **Rating Depositario:** BBB (Standard & Poor's)

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.muzagestion.com.

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

Dirección

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

Correo Electrónico

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).

INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 05/03/1999

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: 6, en una escala del 1 al 7
La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión: 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

Una información más detallada sobre la política de inversión de la Sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación EUR

2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2018	2017
Índice de rotación de la cartera	0,39	0,28	0,67	0,66
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,16	0,45	0,30	0,51

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	4.518.309,00	4.436.163,00
Nº de accionistas	318,00	300,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)		

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	135.389	29,9641	29,3417	38,7805
2017	152.077	36,3821	30,4900	36,6280
2016	115.797	30,4904	20,6008	30,4908
2015	95.725	24,8342	23,1157	28,4778

Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,52	0,00	0,52	1,04	0,00	1,04	patrimonio	al fondo
Comisión de depositario			0,02			0,03	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

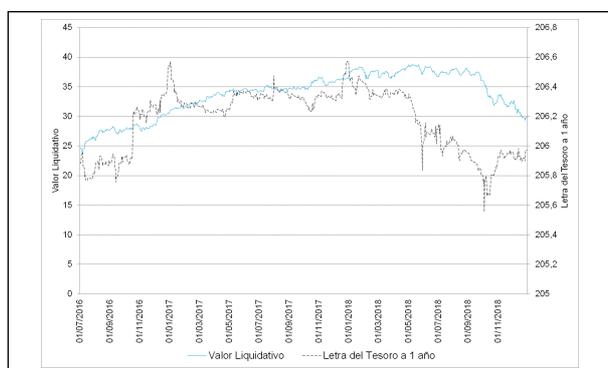
Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	Año t-2	Año t-3	Año t-5
-17,64	-16,94	-1,85	-0,17	1,20	19,32			

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
Ratio total de gastos (iv)	1,18	0,27	0,37	0,27	0,27	0,97	0,51	0,50	0,51

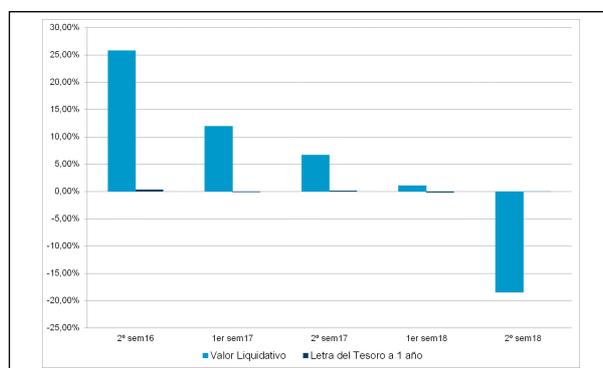
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Ultimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



11/01/2016 "Se puede encontrar información adicional en el Anexo de este informe"

11/01/2016

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

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	129.150	95,39	149.788	91,86
* Cartera interior	58.846	43,46	78.444	48,11
* Cartera exterior	70.304	51,93	71.268	43,71
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	76	0,05
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	5.670	4,19	12.673	7,77
(+/-) RESTO	569	0,42	593	0,36
TOTAL PATRIMONIO	135.389	100,00 %	163.054	100,00 %

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	163.054	152.077	152.077	
± Compra/ venta de acciones (neto)	1,96	5,96	7,97	-67,84
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	-19,57	0,85	-18,46	-2.338,79
(+) Rendimientos de gestión	-18,93	1,40	-17,28	-1.417,80
+ Intereses	0,02	0,08	0,11	-74,99
+ Dividendos	0,65	1,78	2,45	-64,09
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,21	-0,25	-0,05	-182,40
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-19,78	-0,23	-19,76	8.418,86
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,04	0,00	-0,04	-1.299,25
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	0,00	0,00	0,00	-57,70
± Otros rendimientos	0,00	0,01	0,01	-97,39
(-) Gastos repercutidos	-0,63	-0,55	-1,18	12,61
- Comisión de sociedad gestora	-0,52	-0,52	-1,04	-2,90
- Comisión de depositario	-0,02	-0,01	-0,03	52,94
- Gastos por servicios exteriores	-0,10	0,00	-0,10	4.731,45
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	-0,01	-19,57
- Otros gastos repercutidos	0,01	-0,01	0,00	-200,00
(+) 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)	135.389	163.054	135.389	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

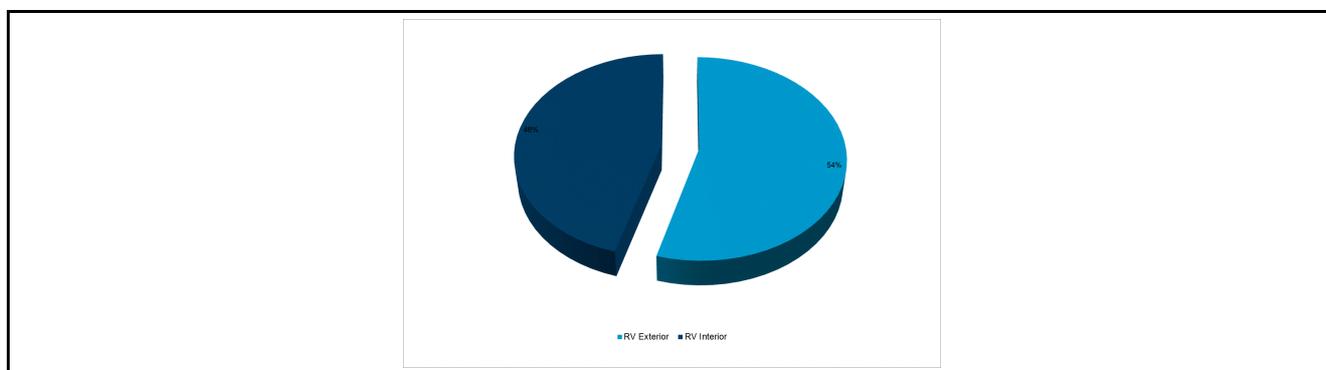
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RV COTIZADA	58.776	43,42	77.817	47,73
TOTAL RV NO COTIZADA	69	0	32	0
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	593	0,36
TOTAL RENTA VARIABLE	58.845	43,46	78.443	48,11
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	58.845	43,46	78.443	48,11
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	1.131	0,69
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	1.131	0,69
TOTAL RV COTIZADA	70.304	51,94	70.133	42,99
TOTAL RENTA VARIABLE	70.304	51,93	70.133	43,01
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	70.304	51,93	71.264	43,70
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	129.150	95,39	149.708	91,82

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total



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

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
TOTAL DERECHOS		0	
TOTAL OBLIGACIONES		0	

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 en 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

15.10.2018 La CNMV ha resuelto: Inscribir en el Registro Administrativo de LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A.

(inscrita en el correspondiente registro de la CNMV con el número 425), la revocación del acuerdo de gestión con URQUIJO GESTION, S.A., S.G.I.I.C., SOCIEDAD UNIPERSONAL y el otorgamiento a MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A. Asimismo recoger la sustitución de URQUIJO GESTION, S.A., S.G.I.I.C., SOCIEDAD UNIPERSONAL por MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A. como entidad encargada de la representación y administración de LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A. Número de registro: 27047215.10.2018 La CNMV ha resuelto: Incorporar al Registro Administrativo de LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A. (inscrita en el correspondiente registro de la CNMV con el número 425), la comunicación de la revocación del acuerdo de delegación de la gestión de inversiones de la sociedad gestora designada de LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A. con: ABACO CAPITAL, SGIIC, S.A. Número de registro: 270473

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 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 27.759.921,84 euros que representa un 20,50% sobre el total de la Sociedad. El volumen agregado de las operaciones en las que entidades del grupo de Banco de Sabadell, S.A. han actuado como intermediarios durante el período ha ascendido a 7.614.241,41 euros, habiendo percibido dichas entidades 7.614,23 euros durante el período, equivalentes a un 0,00% del patrimonio medio de la Sociedad de Inversión, como contraprestación por los servicios de intermediación prestados. Las entidades del grupo de Banco de Sabadell, S.A. han percibido comisiones satisfechas por la Sociedad de Inversión en concepto de liquidación de transacciones por importe de 320,79 euros, equivalentes a un 0,00% del patrimonio medio de la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión puede realizar operaciones de compraventa de activos o valores negociados en mercados secundarios oficiales, incluso aquéllos emitidos o avalados por entidades del grupo de Banco de Sabadell, S.A., así como operaciones de compraventa de títulos de deuda pública con pacto de recompra en las que actúen como intermediarios o liquidadores entidades del grupo de Banco de Sabadell, S.A. Esta Sociedad Gestora verifica que dichas operaciones se realicen a precios y condiciones de mercado. La remuneración de las cuentas y depósitos de la Sociedad de Inversión en la entidad depositaria se realiza a precios y condiciones de mercado.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable

9. Anexo explicativo del informe periódico

El patrimonio baja desde 163.053.639,63 euros hasta 135.388.873,30 euros, es decir un 16,97%. El número de accionistas sube desde 300 unidades hasta 318 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un -18,48% acumulado. La referida rentabilidad obtenida es neta de unos gastos que han supuesto una carga del 0,64% 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 0,87%. 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. Cerramos un año 2018 con un cuatrimestre final para las bolsas que se podría calificar como uno de los peores de los últimos 20 años. La SICAV ha cerrado con una caída superior al 17% y esto supone que 2018 ha sido el segundo peor año en términos de rentabilidad desde su constitución. Quisiéramos arrancar esta carta de fin de año con unas pequeñas reflexiones sobre el modelo de gestión que venimos implementando desde hace años. En La Muza, hemos tenido siempre la vocación de estar "permanentemente" invertidos, es decir, no gestionamos el riesgo sistemático (así se denomina al riesgo de mercado) con posiciones de liquidez exageradas o con cualquier otra estrategia de "protección". Esta filosofía de gestión no nace de una postura caprichosa o arbitraria, sino que responde al convencimiento de lo difícil (por no decir imposible) que es anticipar los episodios de corrección y recuperación correctamente. Aunque puedas razonar que una corrección esté cerca de ocurrir, en la mayoría de los casos, el plazo de espera para que ocurra eso que has previsto supone un coste de oportunidad en el tiempo (a veces varios años), en el que la rentabilidad que has dejado de obtener (por estar en excesiva liquidez y/o con estructuras de protección), es mayor a la pérdida que habrías conseguido evitar durante el periodo de corrección, y no sólo eso, sino que una vez inmerso en la corrección del mercado, se suele tender a mantener esa posición defensiva más de lo debido, dejando de capturar la rentabilidad de la fase de recuperación del mercado. Como diría Peter Lynch "se ha perdido más dinero intentando prever las correcciones y protegiéndose frente a ellas que sufriendolas realmente". Otra posible consecuencia de lo anterior podría ser, que habiendo hecho un buen trabajo de inversión, destruyas parte de la rentabilidad obtenida en dichas inversiones por hacer una "errónea" gestión del riesgo sistemático. En definitiva, creemos que gestionar el riesgo de mercado, supone en el mejor de los casos, aspirar a dejar de perder lo que muy probablemente dejes de ganar. Por todo lo anterior y porque creemos que nuestro único ámbito de competencia son nuestras inversiones, decidimos hace mucho tiempo que sólo debemos tomar decisiones sobre "en qué invertir" y no sobre "si debemos invertir". Dentro de este espíritu de gestión, sabemos que vamos a pasar inexorablemente por episodios de nerviosismo e incertidumbre que se continuarán con episodios eufóricos y de complacencia. Teniendo claro este baile de ciclos, lo importante es entender la dinámica por la que los ciclos buenos suelen compensar a los malos, dinámica que tiene que ver con el hecho de que permaneciendo invertido (no claudicando a las presiones del mercado), puedes invertir en compañías que sufren excesivamente en su valor (porque otros claudicaron y las vendieron). Haciendo este ejercicio

razonablemente bien, una vez se normalizan las cosas, consigues recuperar no sólo la rentabilidad "aparentemente perdida" en las caídas, sino mejorar la rentabilidad a largo plazo del conjunto de las inversiones. Dicho de otra manera, este proceso continuo de retrocesos y recuperaciones de los mercados, significa en muchos casos, retroceder algo para posteriormente avanzar significativamente. Nos atreveríamos a decir incluso, que las correcciones son muchas veces (sino la mayoría) el peaje necesario para poder capturar rentabilidad adicional a futuro. Son un proceso natural de "inspiración y expiración" que se corresponde con los constantes ciclos que se dan en la economía (ciclos nuevamente naturales y en la mayoría de los casos necesarios pero difícilmente predecibles en tiempo y hora). Terminado este breve recordatorio sobre el porqué de nuestra filosofía de estar "permanentemente" invertidos y de los habituales pros y contras de la misma, pasamos ahora a hacer un breve resumen del 2018. Centrándonos ya en lo que fue el 2018, debemos primero reconocer los errores más claros de gestión: OHL y DIA. Estas dos inversiones han supuesto una caída del 4,5% en el año (1% DIA y 3,5% OHL). Creemos que en el caso de OHL aun hay cierta esperanza de recuperar una parte del valor invertido y en el caso de DIA tendremos que esperar a ver cómo se plantea la operación de recapitalización y reestructuración de deuda. Han sido dos inversiones donde el error fundamental ha sido confiar en unas estimaciones que, a la postre, se demostraron no realistas. Otra inversión que ha afectado negativamente a la rentabilidad del año 2018 ha sido Duro Felguera, que en el año detrajo un 2%. Esta inversión, como ya comentamos en nuestra última carta de octubre, está aun en una fase inicial de reestructuración y creemos que necesitará al menos un año más hasta que la compañía consiga estabilizar todas sus variables operativas. El caso es sin embargo, distinto al de OHL o DIA, porque aunque posiblemente fue un error haber participado en la ampliación de capital (a las pocas semanas de la ampliación se conocieron problemas de balance omitidos por el anterior equipo gestor), creemos que el ejercicio de reestructuración está mostrando ya evidencias de una clara inflexión operativa, lo que nos hace ser optimistas de cara a una futura generación de valor. En resumen, estas 3 inversiones han supuesto una tercera parte de las caídas del año, lo que es únicamente achacable a decisiones de inversión mal implementadas por nuestra parte. El resto la corrección sufrida en el año, podríamos decir que se corresponde más con la muy negativa evolución de las bolsas durante el último cuatrimestre, que con problemas específicos de alguna de nuestras compañías. Antes de empezar a hablar de lo que podemos esperar para este año que arrancamos, vale la pena dar un vistazo a la magnitud de las caídas de final del 2018. Gran parte de los índices, y en especial los de pequeña y mediana capitalización, han sufrido el peor cierre de año desde el 2011. Es más, en muchos casos, diciembre ha sido el peor mes que se recuerda de la historia moderna de los mercados. Al final del informe hemos adjuntado unos gráficos sobre rentabilidades acumuladas de 4 meses en 4 meses, desde mediados del 2006, para algunos índices de Mediana Capitalización (Europa y EE.UU.). En casi todos se aprecia como las correcciones han sido tan significativas como las del 2011. Tan sólo queda como peor ciclo de corrección el vivido a finales del 2008 y principios del 2009. Sirva esta pequeña mención a los índices como introducción a lo que creemos debería ser el trabajo a realizar en este comienzo de año, que no es otro, que el de seguir rotando las inversiones hacia aquellas compañías que han sufrido en exceso en su valoración. Es probablemente dentro del segmento de compañías de pequeña y mediana capitalización (y en especial algunas cíclicas), donde se han podido producir fuertes ineficiencias de valor. Sin que se puedan establecer paralelismos con otras crisis de mercado, la experiencia nos recuerda que siendo cierto que estas correcciones de mercado suelen anticipar ralentización económica, no es menos cierto, que en la mayoría de estos casos, la desaceleración se descuenta "en exceso". Estamos seguros que durante esta primera mitad del 2019 veremos revisiones de resultados a la baja, lo que seguirá generando cierta volatilidad en los precios de muchas compañías. Dicho lo cual, pensamos que el nivel de corrección ha sido en su mayoría lo suficientemente severo como para poder asumir que dicha ralentización de resultados ya está en precio. La cuestión ahora es cuánto tiempo va a tardar el mercado en estar en condiciones de recuperar las valoraciones perdidas. La respuesta es sencilla: no lo sabemos. Dependerá de lo que dure el periodo de revisión de estimaciones de resultados, de lo abrupto que sea aun el proceso de "re-pricing de activos" (que ahora comentaremos) y de otros factores más geopolíticos como las tensiones entre China y EE.UU. o el Brexit. Creemos que la marea de fondo de los mercados va a seguir estando muy marcada por las decisiones de los bancos centrales. Estamos inmersos en un proceso de "re-pricing" de activos como consecuencia de la repatriación de liquidez iniciada fundamentalmente por la FED, lo que ha acabado provocando ajustes en precios en muchos activos, siendo este (creemos) el principal causante de los episodios de corrección vividos a finales del año pasado. Decíamos en nuestra carta de cierre de hace dos años (diciembre 2016): Nos encantaría pensar que toda esta "normalización" de políticas cuantitativas de los bancos centrales, muy especialmente la que nos toca más de cerca (BCE) va a ser suave y sin sobresaltos, pero el riesgo a que no sea así existe. Sólo podríamos ver "amortiguado" este proceso de normalización si va

acompañado de una sostenible recuperación del crecimiento (que en honor a la verdad se ve ya en algunos países de la zona Euro) Hoy podemos decir, que efectivamente la retirada de políticas macro expansivas ha generado sobresaltos, y esto ha ocurrido fundamentalmente tras la decisión de la FED de empezar a reducir su balance en otoño del 2017. Se calcula que desde esta fecha, más de 300.000 millones de dólares han sido desinvertidos y que durante 2019 se podrían reducir otros 400.000 adicionales. Aun así, el balance sigue siendo 4 veces mayor al que tenían en 2008. Una cuestión que aun no está clara, es qué tamaño de balance querría dejar como "estable" la FED. Recordemos que cuando se inicio toda la política expansiva estaba por debajo de "1 trillón de dólares" y que actualmente sigue por encima de los "4 trillones". Algunos expertos macroeconómicos creen que la FED no va a volver a las cifras del 2008 y que "3 trillones" podría ser la nueva cifra de balance "normalizada", con lo que todavía quedaría "1 trillón" americano por desinvertir. En paralelo, el BCE acaba de terminar su QE y por ahora no plantea una reducción de balance (va a seguir reinvertiendo los importes de la deuda que vayan venciendo), con lo que no es previsible que se generen presiones adicionales en las rentabilidades de la deuda publica europea (por el momento), y tampoco se plantea subida alguna de tipos en un contexto económico como el actual. Volviendo a la renta variable, es razonable pensar que la fuerte corrección vivida, haya podido recoger gran parte del "re-pricing" tras el calamitoso final del año pasado, máxime sino se produce una fuerte desaceleración en resultados (esta es una cuestión que habrá que ir viendo a lo largo del primer semestre del año). EE.UU., es como siempre una referencia necesaria para entender el posible comportamiento de las bolsas, y como todos los años, repasamos los niveles a los que cotiza el S&P 500 con respecto a su potencial de crecimiento (los beneficios crecen de media ligeramente por encima del 6% desde hace mas de 50 años). Si atendemos a esta media, el BPA actual del S&P debería estar en torno a los 150\$, con lo que cotizando el S&P 500 a 2.620, el múltiplo de beneficios es de 17,5 veces (que compara con una media histórica de 16,5 veces). Si atendemos sin embargo al consenso de beneficios para 2019 es aun mayor, unos 170\$ de BPA, lo que rebajaría a 15,5 veces beneficios el múltiplo. Si hacemos la media entre el consenso y nuestra cifra de crecimiento medio potencial, llegamos a unos 160 dólares de beneficio por acción para este año, lo que nos da un PER en línea con la media histórica, haciendo difícil justificar correcciones adicionales de no darse una fuerte ralentización de resultados. Entendiendo que el múltiplo no es descabellado, la siguiente cuestión es entender en qué medida los resultados en EE.UU. pueden ser excesivamente optimistas y, por lo tanto, estar distorsionando a la baja dicho múltiplo. En la página siguiente elaboramos un poco más esta cuestión. Tengamos en cualquier caso muy presente, que este tipo de cálculos de múltiplos tienden a ser "muy generalistas" al tomar tan sólo la cifra de beneficios y ninguna otra consideración adicional (por ejemplo, la rebaja fiscal a las empresas en EE.UU., que eleva artificialmente el nivel de beneficios con respecto al pasado reciente). Ponemos un año más en contexto las estimaciones del consenso para 2019 y 2020, el BPA S&P500 con la evolución del índice S&P500 y ambos en el contexto de la línea de crecimiento medio de los beneficios de la media BPA S&P500 desde 1954. De cara al 2019 y 2020, el consenso está por encima de la media de crecimiento del 6% (6,3% de crecimiento anual). Es posible por tanto, que en algún momento pueda llegar alguna "desaceleración" y que el BPA S&P500 pierda fuerza, tendiendo a converger con la media, tras los cual siempre viene una caída del índice S&P500. Si los resultados tendieran a acercarse a la media, significaría caer a unos 160 dólares o un múltiplo de 16,5 veces beneficios, nada preocupante. En definitiva: •Si llega o no algo de ralentización de beneficios creemos que puede estar razonablemente recogido en las valoraciones de las bolsas, por lo que de no darse esta situación de ralentización es muy posible que veamos una evolución en el año que vaya de menos a más. •Adicionalmente, están los frentes Geopolíticos (Brexit y China-EE.UU) que de aclararse servirían de impulso a los mercados a buen seguro. •Por el lado de las preocupaciones, creemos que el "re-pricing" de activos puede dar aun sorpresas en el mundo de los "bonos corporativos". Se ha emitido mucho y en algunos casos de calidad cuestionable. •Tenemos como siempre el papel de los bancos centrales que mucho nos extrañaría fueran a implementar medidas muy restrictivas en la economía si el ciclo realmente se debilita (por ahora parece que la FED no va a subir los tipos aunque seguirá con la reducción del balance y el BCE aunque ha parado las compras, ni va a reducir el balance ni va a subir tipos). •Intentaremos aprovechar este contexto para seguir rotando la cartera hacia aquellas compañías que hayan podido sufrir en su valoración sin una justificación razonable. La rentabilidad de las Letras del Tesoro a un año, fue del 0,29%. La volatilidad de la SICAV a lo largo del 2018 fue del 12,45% que compara con la de las Letras del Tesoro a 1 año del 0,30%. La SICAV opera muy ocasionalmente con derivados y a lo largo de 2018 tan solo se utilizaron derivados para una cobertura del importe invertido en Francos Suizos en un bono de Arytza. Junta de Accionistas: CLÍNICA BAVIERA Fecha: 13/09/18 Sentido del voto: voto a favor de las propuestas de acuerdos formuladas por el consejo de administración. Los gastos soportados durante el periodo por la Sociedad han sido de 0,64% sobre el patrimonio

medio. Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46 bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: La sociedad inició sus actividades como gestora el día 15 de octubre de 2018. Durante este periodo la cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad a su personal ha sido de 42.933,31 euros de remuneración fija. En este su primer ejercicio de singladura la sociedad no ha distribuido importe alguno en remuneración variable. A 31 de diciembre de 2018 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son cinco. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha basado en una participación en los beneficios de las IICs obtenidas por la SGIIC como compensación por la gestión. A 31 de diciembre de 2018 el número total de altos cargos y de empleados responsables de asumir riesgo dentro de la SGIIC es de cinco. La remuneración fija de este colectivo ha ascendido a 42.933,31 euros no habiéndose distribuido importe alguno en concepto de remuneración variable. Durante los meses de funcionamiento de la gestora, la política de remuneración ha estado formada exclusivamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados y un componente voluntario, en función de la responsabilidad y desempeño individual. La retribución variable será un elemento clave en la estrategia de compensación de la SGIIC y vendrá determinada por objetivos individuales y colectivos relativos a la rentabilidad de las IIC y carteras gestionadas, objetivos y planes de negocio de la gestora, combinando tanto indicadores financieros como no financieros. La retribución variable tiene en consideración diversos factores, y especialmente el desempeño profesional de sus beneficiarios, en consonancia con el riesgo asumido y los niveles de calidad asociados a su desempeño, sin que venga determinada únicamente por la evolución general de los mercados de activos invertibles

10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES0157097017 - AC.ALMIRALL SA	EUR	0	0,00	4.500	2,76
LU1598757687 - AC.ARCELORMITTAL (SM)	EUR	725	0,54	1.004	0,62
ES0112458312 - AC.AZKOYEN	EUR	2.913	2,15	3.383	2,07
ES0113900J37 - AC.BANCO SANTANDER	EUR	1.008	0,74	1.156	0,71
ES0105630315 - AC.CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	536	0,40	709	0,44
ES0121975009 - AC.CONST.Y AUXILIARES DE FERROC.	EUR	5.728	4,23	6.165	3,78
ES0126775032 - AC.DISTRIB INTER ALIMENTACION (DIA SA)	EUR	253	0,19	1.372	0,84
ES0162600417 - AC.DURO FELGUERA	EUR	3.365	2,49	0	0,00
ES0168561019 - AC.EUROPAC (PAPELES Y CARTONES DE EUROPA	EUR	0	0,00	2.204	1,35
ES0105223004 - AC.GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	6.461	4,77	7.388	4,53
ES0105130001 - AC.GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	8.718	6,44	10.683	6,55
ES0125220311 - AC.GRUPO ACCIONA	EUR	0	0,00	1.737	1,07
ES0147561015 - AC.IBERPAPEL GESTION, S.A.	EUR	990	0,73	0	0,00
ES0118594417 - AC.INDRA SISTEMAS SA	EUR	4.775	3,53	5.944	3,65
ES0154653911 - AC.INMOBILIARIA DEL SUR	EUR	1.806	1,33	1.893	1,16
ES0157261019 - AC.LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI SA	EUR	2.037	1,50	0	0,00
ES0168675090 - AC.LIBERBANK SA	EUR	1.520	1,12	1.526	0,94
ES0158480311 - AC.LINGOTES ESPECIALES, S.A.	EUR	1.018	0,75	0	0,00
ES0152503035 - AC.MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION	EUR	768	0,57	505	0,31
ES0164180012 - AC.MIQUEL Y COSTAS	EUR	102	0,08	1.365	0,84
ES0116870314 - AC.NATURGY ENERGY GROUP	EUR	0	0,00	2.608	1,60
ES0105043006 - AC.NATURHOUSE HEALTH SAU	EUR	608	0,45	1.378	0,85
ES0142090317 - AC.OBRASCON HUARTE	EUR	961	0,71	4.654	2,85
ES0173516115 - AC.REPSOL SA	EUR	2.229	1,65	2.579	1,58
ES0182870214 - AC.SACYR SA	EUR	3.193	2,36	3.519	2,16
ES0143416115 - AC.SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY SA	EUR	0	0,00	2.876	1,76
ES0165386014 - AC.SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE	EUR	1.107	0,82	0	0,00
ES0105294005 - AC.STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI SA	EUR	603	0,45	0	0,00
ES0178165017 - AC.TECNICAS REUNIDAS	EUR	2.667	1,97	3.448	2,12
ES0178430E18 - AC.TELEFONICA SA	EUR	3.669	2,71	3.639	2,23
ES0180850416 - AC.TUBOS REUNIDOS	EUR	0	0,00	169	0,10
ES0114820113 - AC.VOCENTO	EUR	939	0,69	1.255	0,77
ES06735169D7 - DERECHOS REPSOL SA AMP DIC.18	EUR	63	0,05	0	0,00
ES06735169C9 - DERECHOS REPSOL SA AMP JUN.18	EUR	0	0,00	74	0,05
ES06828709D8 - DERECHOS SACYR AMP JUN.18	EUR	0	0,00	73	0,04
TOTAL RV COTIZADA		58.776	43,42	77.817	47,73
ES0108390032 - AC.ALLIANZ CIA SEG	EUR	69	0,05	32	0,02
TOTAL RV NO COTIZADA		69	0	32	0
ES0105294005 - AC.STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI SA	EUR	0	0,00	593	0,36
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN		0	0,00	593	0,36
TOTAL RENTA VARIABLE		58.845	43,46	78.443	48,11
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		58.845	43,46	78.443	48,11
CH0253592783 - OB.ARYZTA AG FTF %VAR PERP (C4/20)(CHF)	CHF	0	0,00	1.131	0,69
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		0	0,00	1.131	0,69
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		0	0,00	1.131	0,69
TOTAL RENTA FIJA		0	0,00	1.131	0,69
CH0012138605 - AC.ADECCO GROUP AG-REG (CHF)	CHF	2.081	1,54	0	0,00
PTAL0AE0002 - AC.ALTRI SGPS SA	EUR	899	0,66	1.340	0,82
US0268747849 - AC.AMERICAN INTERNATIONAL GROUP (USD)	USD	1.580	1,17	2.087	1,28
GB0000456144 - AC.ANTOFAGASTA PLC (GBP)	GBP	2.615	1,93	2.237	1,37
DK0010244425 - AC.AP MOELLER-MAERSK A/S A (DKK)	DKK	3.506	2,59	2.948	1,81
LU0569974404 - AC.APERAM (NA)	EUR	1.152	0,85	0	0,00
CH0043238366 - AC.ARYZTA AG (CHF)	CHF	319	0,24	385	0,24
CY0106002112 - AC.ATALAYA MINING PLC (GBP)	GBP	2.407	1,78	446	0,27
IT0005252728 - AC.BREMBO SPA	EUR	889	0,66	0	0,00
GB00BDCPN049 - AC.COCA-COLA EUROPEAN PARTNERS PLC (NA)	EUR	0	0,00	884	0,54
DE0005439004 - AC.CONTINENTAL AG	EUR	724	0,54	0	0,00
DE0006062144 - AC.COVESTRO AG	EUR	1.554	1,15	0	0,00
DE0007100000 - AC.DAIMLER AG	EUR	2.020	1,49	1.709	1,05
IT0000076486 - AC.DANIELI & CO-RSP	EUR	1.032	0,76	1.206	0,74
DE0005552004 - AC.DEUTSCHE POST AG	EUR	1.601	1,18	1.873	1,15
CH0023405456 - AC.DUFREY AG - REG (CHF)	CHF	2.895	2,14	3.819	2,34
PTFRV0AE0004 - AC.F.RAMADA INVESTIMENTOS SGPS	EUR	1.235	0,91	1.453	0,89
CA3039011026 - AC.FAIRFAX FINANCIAL HLDGS LTD (USD)	USD	2.110	1,56	2.638	1,62
CA3038971022 - AC.FAIRFAX INDIA HO-SUB VTG SHS (USD)	USD	2.289	1,69	2.395	1,47
JP3818800009 - AC.FUJITEC CO LTD (JPY)	JPY	1.780	1,32	2.014	1,24
IT0003697080 - AC.GEOP SPA	EUR	285	0,21	968	0,59
MX01H0090008 - AC.GRUPO HOTELERO SANTA FE SAB (MXN)	MXN	2.208	1,63	2.632	1,61
CA46016U1084 - AC.INTERNATIONAL PETROLEUM CORP (SEK)	SEK	1.435	1,06	0	0,00
NL0000852580 - AC.KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER	EUR	3.379	2,50	3.880	2,38
IT0004931058 - AC.MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	4.309	3,18	5.967	3,66

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PTMEN0AE0005 - AC.MOTA ENGIL SGPS SA	EUR	869	0,64	1.265	0,78
US6708515001 - AC.OI SA ADR (USD)	USD	267	0,20	725	0,44
IT0003073266 - AC.PIAGGIO & C. S.P.A	EUR	2.160	1,60	1.830	1,12
MX01Q0000008 - AC.QUALITAS CONTROLADORA SAB DE CV (MXN)	MXN	8.696	6,42	9.708	5,95
FR0000131906 - AC.RENAULT (FP)	EUR	1.909	1,41	0	0,00
AT0000922554 - AC.ROSENBAUER INTERNATIONAL AG	EUR	666	0,49	940	0,58
FR0000125007 - AC.SAINT GOBAIN (FP)	EUR	874	0,65	1.148	0,70
IT0005252140 - AC.SAIPEM SPA	EUR	489	0,36	309	0,19
IT0003865570 - AC.SALINI IMPREGILO SPA	EUR	1.281	0,95	2.019	1,24
GB0007973794 - AC.SERCO GROUP PLC (GBP)	GBP	1.702	1,26	1.788	1,10
DE000SKWM021 - AC.SKW STAHL-METALLURGIE HOLD AG	EUR	0	0,00	214	0,13
PTSON0AM0001 - AC.SONAE	EUR	1.620	1,20	2.060	1,26
JP3814800003 - AC.SUBARU CORP (JPY)	JPY	1.685	1,24	2.254	1,38
DK0060915478 - AC.TCM GROUP A/S (DKK)	DKK	610	0,45	0	0,00
US8851601018 - AC.THOR INDUSTRIES INC (USD)	USD	1.088	0,80	1.667	1,02
DE000TUAG000 - AC.TUI AG-DI (GBP)	GBP	2.067	1,53	0	0,00
US91912E1055 - AC.VALE SA-SP ADR (USD)	USD	0	0,00	877	0,54
FR0000120354 - AC.VALLOUREC SA	EUR	0	0,00	312	0,19
DK0010268606 - AC.VESTAS WIND SYSTEMS A/S (DKK)	DKK	0	0,00	2.120	1,30
TOTAL RV COTIZADA		70.304	51,94	70.133	42,99
TOTAL RENTA VARIABLE		70.304	51,93	70.133	43,01
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		70.304	51,93	71.264	43,70
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		129.150	95,39	149.708	91,82
Detalle de inversiones dudosas, morosas o en litigio (miles EUR):					
DE000SKWM021 - AC.SKW STAHL-METALLURGIE HOLD AG	EUR	0	0,00	0	0,00

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.