MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

# Carta Mensual MUZA, FI

agosto 2022

MUZA

MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de agosto de 2022

## Rentabilidad de la cartera

**MUZA, FI** registró una caída en agosto del **1,74%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€14,80 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, cayó un 5,05%. **La rentabilidad en el año se sitúa en el +2,37%**, frente al -13,02% del índice de referencia.

Desde su **inicio** (agosto de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+48,0%** y una rentabilidad anualizada del **+16,9%**, frente al +16,0% y al +6,1%, respectivamente, del índice de referencia.

## Atribución de resultados

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

| Contribuidores | | Detractores | |
|---|---|---|---|
| Repsol | 0,44% | IPCO | (1,63%) |
| Ence | 0,24% | Atalaya | (1,41%) |
| Tubacex | 0,17% | Indra | (0,46%) |
| Galp | 0,16% | Azkoyen | (0,17%) |
| Quálitas | 0,15% | Befesa | (0,14%) |

Resaltar el débil comportamiento de Atalaya Mining, con una caída de algo más del 20% en el mes y una caída acumulada superior al 40% desde mayo. Una parte de ésta se explica por la corrección del precio del cobre (c.25% desde mayo) y la otra, por la subida del coste de la electricidad en España, que merma de manera significativa el margen de la compañía.

Atalaya asume que el precio de la electricidad se situará entre 150 y 175 euros por MWh de media en el segundo semestre del año. Incorporando esta variable a nuestras estimaciones, el grupo cerraría el ejercicio 2022 con un EBITDA superior a los 90 millones de euros (la mitad que en 2021) y un flujo de caja libre de unos 27 millones de euros. Es decir, aún en un escenario tan adverso como el de este año, la compañía sería capaz de soportar la fuerte inflación de costes (+40% en lo que va de año) y generar una buena cantidad de caja.

De cara a 2023 la situación será significativamente más favorable al tener cubiertas más de la mitad de sus necesidades de suministro eléctrico, a un coste que rondaría los 50 euros por MWh (a través de PPA y la instalación de un parque fotovoltaico, que entraría en funcionamiento en la segunda parte del año). Asumiendo que los precios de mercado medios por MWh se sitúen en España en 180 euros para el 2023, Atalaya soportaría un coste de la electricidad en el entorno de los 120 euros por MWh, lo que permitiría alcanzar un EBITDA superior a los 100 millones de euros, generando un flujo de caja libre superior a los 70 millones de euros.

**incluye dividendos*

Atalaya capitaliza actualmente unos 350 millones de euros y cerrará este año 2022 con una caja neta superior a los 100 millones de euros, dejando el valor de la empresa en unos 250 millones.

Con esta valoración de 250 millones de euros, y asumiendo como razonables las expectativas de flujo de caja para el año 2023 (70 millones de euros), tendríamos una rentabilidad en caja de la inversión del 30% anual.

En un momento del ciclo no especialmente positivo, dicha valoración nos resulta, desde nuestra óptica más conservadora, muy poco racional, ya que implicaría que cualquier inversor que comprara la compañía a estos niveles de capitalización se la podría repagar en 3-4 años y después de ese periodo se quedaría aun con el valor de los activos (Ríotinto y otras opcionalidades altamente interesantes) por otros 10 años, aproximadamente.

## Rotación de posiciones

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

| Entrada | Aumento | Salida | Reducción |
|---|---|---|---|
| | | | Greenvolt |
| | | | Repsol |

## Derivados y liquidez

Hemos vuelto a originar una estructura de protección bajista, consistente en futuros y opciones sobre los índices EURO STOXX 50 y S&P 500, que representa cerca de un 20% del valor de la cartera.

Actualmente, estamos invertidos en **50 compañías**, con un nivel de **liquidez del 10,7%**.

Las **20 inversiones** más relevantes suponen más del 70% del patrimonio del fondo.

## Comentarios

Durante el mes de agosto hemos ido conociendo nuevos datos sobre presiones inflacionistas en Europa y EE.UU., lo que ha provocado que tanto la FED como el BCE se hayan pronunciado de una manera más clara sobre su intención de subir sensiblemente los tipos en sus próximas reuniones (tanto el BCE como la FED podrían subir otros 75 puntos básicos a lo largo de este mes de septiembre).

Recordar brevemente que parte de la inflación actual responde a causas teóricamente transitorias, como el hecho de que la pandemia provocó una importante cantidad de demanda contenida que chocó frontalmente con una capacidad de oferta muy limitada por falta de inventarios en todos los niveles de la cadena de producción. En estas circunstancias se produjo un fuerte tensionamiento de los precios, que se agravaron además por el hecho de que el fuerte tirón de demanda obligo a poner la maquinaria de producción a un ritmo muy elevado, lo que a su vez tiro fuertemente del consumo de energía y materias primas. Todo lo anterior, en un entorno de enorme cantidad de liquidez inyectada por los bancos centrales.

Esta realidad sigue siendo hoy en día uno de los principales problemas del tensionamiento de los precios y es por ello que es estrictamente necesario cortar el "bucle" inflacionista que se ha generado, actuando en primera instancia sobre la demanda y esto se consigue con los mecanismos de "enfriamiento" de la economía habituales (subidas de tipos, retiradas de liquidez del sistema, etc.).

Estamos por tanto en un momento donde es necesario ralentizar la economía en aras de proteger el "bien mayor", que no es otro que la estabilidad de precios. No hay forma de eliminar presiones inflacionistas si persisten las tensiones entre oferta y demanda (sobre todo si existe un exceso de demanda provocado por un exceso de liquidez como creemos que es el caso actual).

Esto nos sitúa en un periodo donde cualquier indicador de desaceleración económica debe interpretarse en clave positiva, ya que anticiparía una posible relajación de precios.

Estamos empezando a ver ya los primeros indicadores de ralentización económica, mucha culpa de ello no sólo la está teniendo la subida de tipos, sino la propia inflación, que por sí misma está causando una disminución sensible de la renta disponible (en el caso de las personas físicas) y de la capacidad de inversión y gasto de las empresas.

## Comentarios (cont.)

A lo anterior se une, como hemos dicho, una subida muy "acelerada" de los tipos de interés, que no sólo generan una menor demanda de financiación, sino que provocan caídas en la valoración de muchos activos, lo que, a su vez, genera un efecto de pérdida de riqueza latente en la economía, que reduce la propensión al consumo.

Esta caída de actividad que ya empezamos a vislumbrar, en un escenario geopolítico normal, tendría que tener su reflejo en los precios del gas y petróleo, ya que PIB y energía correlacionan de una forma muy directa. Consecuentemente, si se relaja el crecimiento del PIB, deberíamos ver también una relajación en los precios de la energía y de muchas materias primas. Dicho esto, hay que tener en cuenta que el conflicto entre Rusia y Ucrania ha tensionado mucho el equilibrio de oferta y demanda de gas y petróleo (afectando especialmente a Europa), con lo que es posible que los precios de la energía no se comporten coherentemente con la caída de la actividad económica a corto plazo. Sin embargo, cualquier desenlace positivo del conflicto entre Rusia y Ucrania, mejoraría sensiblemente esta situación.

Adicionalmente, hay un elemento "psicológico" en la economía, que son las propias expectativas de inflación y que en sí mismas pueden crear más presiones a corto plazo.

Un ejemplo sencillo de entender sería el caso de las presiones para subir salarios, éstas suelen ser más elevadas si las expectativas de inflación a futuro siguen siendo altas. Si se consiguen moderar algo los datos de inflación en los próximos meses, las presiones sobre subidas salariales deberían ser también menores, reduciendo el riesgo a entrar en una espiral inflacionista (de ahí la prisa de los bancos centrales por frenar esta situación, siendo bastante agresivos con las subidas de tipos).

Por terminar, entramos por tanto en un periodo económico donde las noticias macro que adelanten cierta desaceleración (recesión) deberían interpretarse en clave positiva, porque permitirían anticipar una cierta normalización a medio plazo de los precios.

Adicionalmente, queda un trabajo de más largo plazo, que consiste en el drenaje de todo el exceso de liquidez inyectado por los bancos centrales durante la pandemia. Son "trillones" de dólares y euros que tienen que ir "desapareciendo" del sistema para aliviar esa parte de la inflación que podríamos denominar más "estructural" (este proceso debería llevarse a cabo en varios años).

## Comentarios (cont.)

Como siempre hemos dicho, no creemos en la gestión de fuertes posiciones de liquidez (dicho de otra manera, no creemos en "no estar invertidos") porque predecir los acontecimientos a corto plazo por muy negativos que creas que puedan ser, tiene siempre el riesgo de que se comporten de una manera muy diferente. Por poner un ejemplo, que no por improbable hay que descartarlo. ¿Alguien dudaría de cual sería la reacción de los mercados si mañana se acabara de manera inesperada el conflicto entre Rusia y Ucrania?

No obstante, si creemos que todo este proceso de desaceleración de la economía va a seguir generando episodios de volatilidad y corrección de valoraciones en muchos activos (incluidos por supuesto muchas compañías cotizadas). En este sentido, seguimos teniendo un nivel de protección históricamente elevado para lo que son nuestros "estándares" de inversión, y esto lo hacemos a través de la venta de futuros del EURO STOXX 50 y S&P 500, manteniéndoos por el contrario totalmente invertidos en nuestras compañías.

MUZA

**MUZA, FI** | **Ficha mensual, 31 de agosto de 2022**

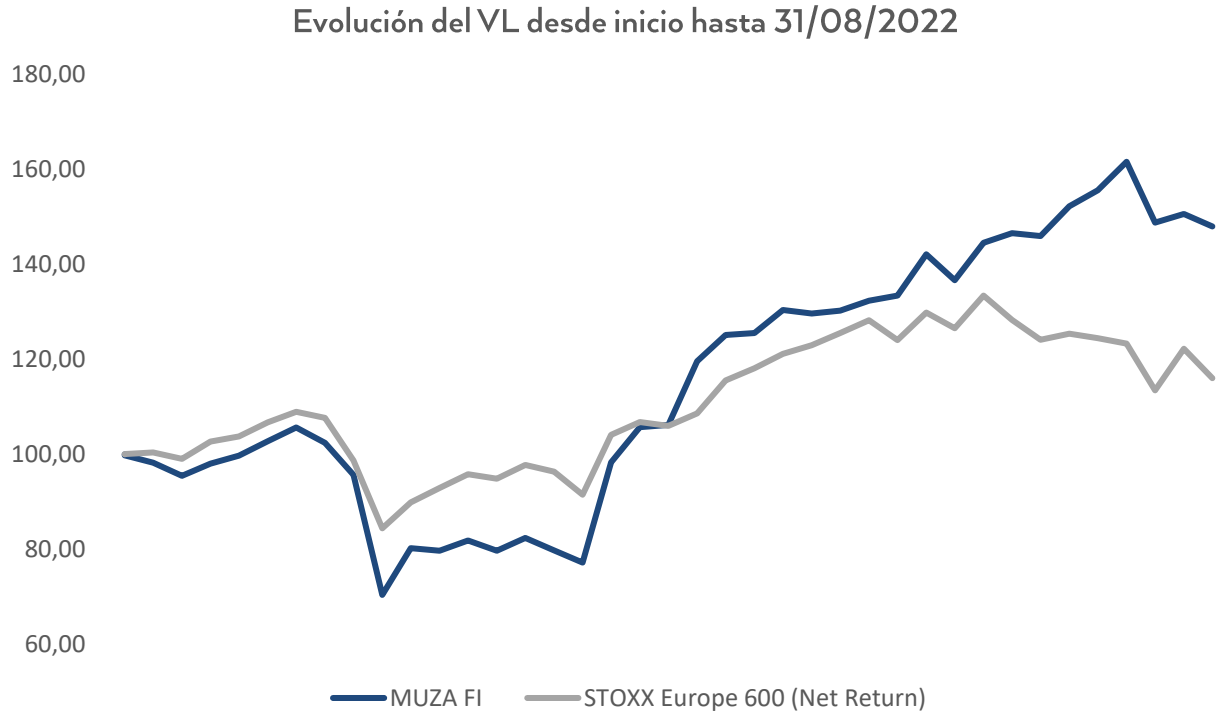
## Principios de inversión

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




| | MUZA FI | STOXX |
|---|---|---|
| Rentabilidad acumulada | 48,0% | 16,0% |
| Rentabilidad anualizada | 16,9% | 6,1% |

## Rentabilidad mensual y anual

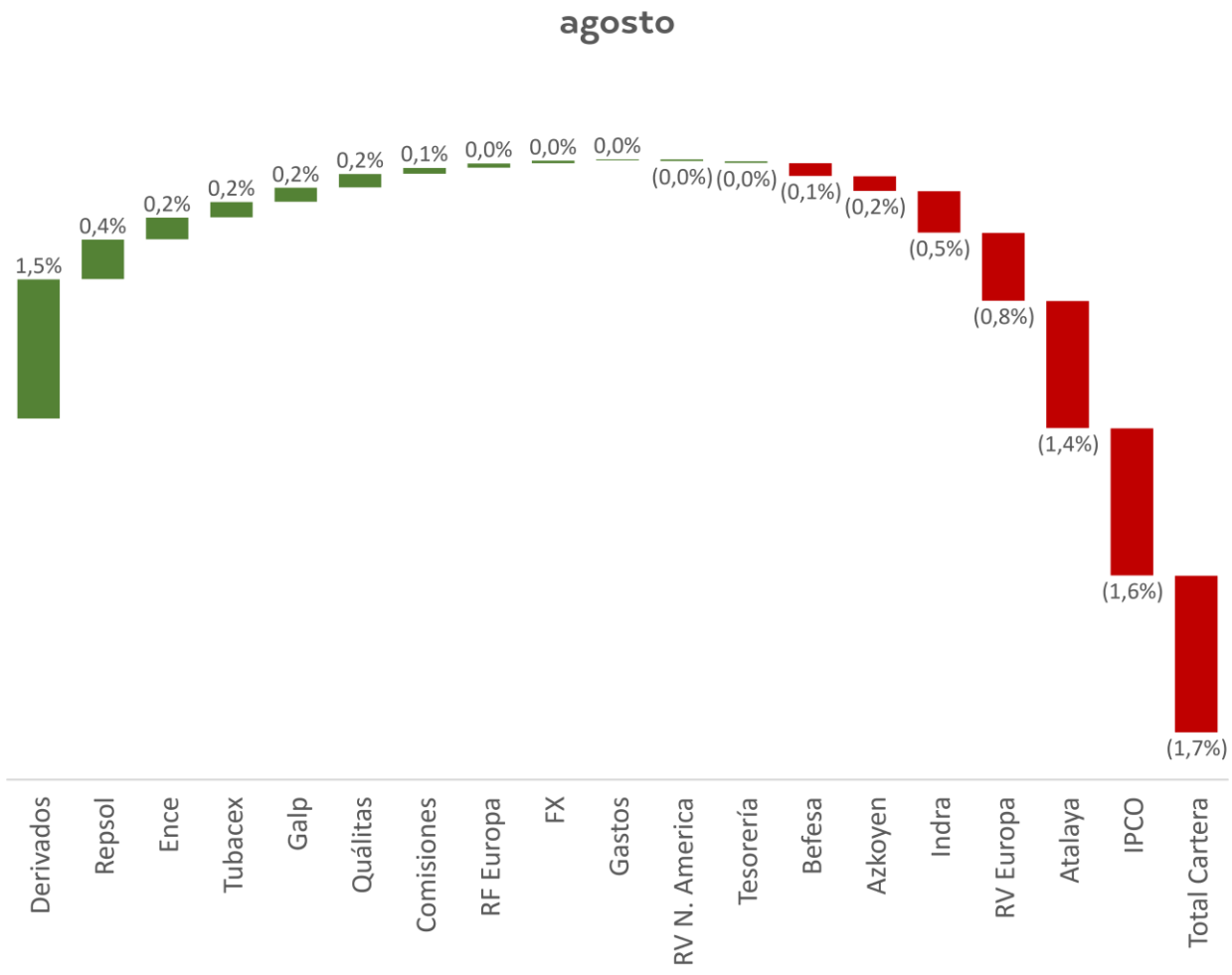
| AÑO | ene | feb | mar | abr | may | jun | jul | ago | sep | oct | nov | dic | MUZA FI | STOXX |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **2019** | | | | | | (0,19%) | (1,58%) | (2,85%) | 2,70% | 1,71% | 3,07% | 2,85% | **5,68%** | **8,98%** |
| **2020** | (3,08%) | (6,57%) | (26,45%) | 13,96% | (0,66%) | 2,69% | (2,64%) | 3,45% | (3,25%) | (3,19%) | 27,37% | 7,49% | **0,00%** | **(1,99%)** |
| **2021** | 0,45% | 12,68% | 4,63% | 0,32% | 3,86% | (0,59%) | 0,48% | 1,62% | 0,82% | 6,51% | (3,86%) | 5,81% | **36,81%** | **24,91%** |
| **2022** | 1,39% | (0,42%) | 4,31% | 2,21% | 3,83% | (7,90%) | 1,21% | (1,74%) | - | - | - | - | **2,37%** | **(13,02%)** |

MUZA

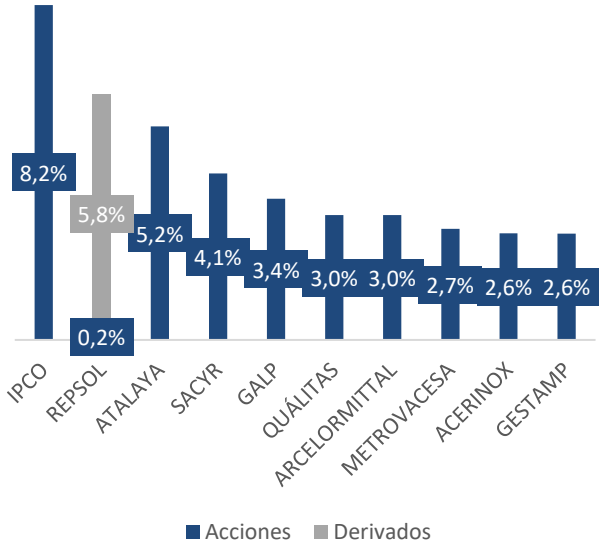
MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de agosto de 2022

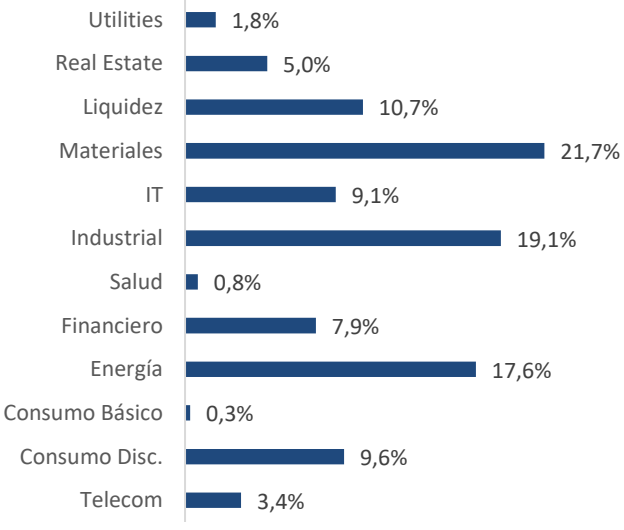
## Atribución de resultados (detallado)




## Principales posiciones




## Distribución sectorial



MUZA

## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

**Fecha Inicio:** 21/06/2019

**Patrimonio**: €16,2 millones

**Valor Liquidativo a 31/08/2022**: €14,801

**Divisa**: EUR

**Categoría**: Fondo de Inversión. Renta Variable Internacional

**ISIN**: ES0184893008

**Nº Registro CNMV**: 5391

**Ticker Bloomberg** : MUZAEUR SM

**Política de Inversión**: mínimo 75% exposición en Renta Variable

**Inversión Mínima:** No existe

**Liquidez:** Diaria

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

**Gestor**: Luis Urquijo

**Entidad Depositaria**: Caceis Bank Spain, S.A.

**Auditor**: PwC

**Com. Gestión**: 1,00% s/Patrimonio

**Com. Depositaría**: 0,05% s/Patrimonio

**Com. Éxito**: 9,00% s/Resultados

*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.*

MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

## INFORMACIÓN DE CONTACTO


www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com