

Valor Liquidativo: 8,24€

Rentabilidad: -22,0%

Activos: 5,4 millones €

**Datos Generales del FI**

Comisión de Gestión: 1,00%

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIIC

ISIN: ES0184893008

Comisión de Depositaria: 0,07%

Entidad Depositaria: Santander Securities Services

Liquidez: Diaria

Comisión de Éxito: 9,00% s/ Resultados

Gestor: Luis Urquijo

Auditor: PwC

Situación de mercado

El pasado mes Europa cerró con alzas generalizadas de entre 1% y 5%, mientras que Estados Unidos continuó marcando nuevos máximos históricos, apalancándose en la evolución de los clásicos 5 “súper gigantes” (Alphabet, Amazon, Apple, Facebook y Microsoft), que representan ya un 30% del índice.

Agosto ha servido también para cerrar el ciclo de presentación de resultados del segundo trimestre del año, en el cual se recogió el mayor impacto de los confinamientos y que, seguramente; pasará a la historia como uno de los peores ciclos de contracción económica desde la segunda guerra mundial.

En este contexto, y aunque resulte aburrido insistir en ello, se sigue ampliando la divergencia de valoración entre los sectores en crecimiento y aquellos que podemos denominar más de valor. Esta fuerte discrepancia en las valoraciones se ha visto agudizada en los últimos 4 años con una especial incidencia en el año 2020 por el COVID (generalmente, las compañías de valor son más sensibles a la ralentización económica), y ya se asemeja a la vivida en la burbuja tecnológica de finales de los años 90 (ver gráfico inferior).

Índice Russell 1000 Valor/Crecimiento (Retorno Total 1990-2020)



Es difícil adivinar en qué momento empezará a revertirse esta situación, lo que es evidente es que el punto de partida en el que se encuentran muchos sectores y compañías de valor es anormalmente bajo y en algún momento veremos una normalización.

Una de las razones por las cuales la inversión en valor (que, a grandes rasgos, se caracteriza por invertir en compañías que cotizan a múltiplos bajos sobre valor en libros, beneficios o generación de caja) lo ha hecho tan mal en estos últimos años, puede tener mucho que ver con el hecho de que estas inversiones se desenvuelven mejor en entornos de “reversión a la media”, donde la economía se recupera y los múltiplos de estas compañías mejoran sustancialmente.



Si damos un vistazo atrás a los últimos 5 ó 6 años, la economía ha estado creciendo de manera más o menos estable con crecimientos del entorno del 1,5%-2%, inflaciones más bien bajas, bajos tipos de interés y en general “poco ciclo”. En este entorno económico, las compañías en crecimiento tienden a comportarse mejor y la razón estriba en el hecho de que en un contexto de poco crecimiento real de la economía, cualquier empresa que sea capaz de crecer por encima de la media genera un valor diferencial muy importante.

Tras un periodo de recesión abrupta como el vivido en los últimos meses, cabe esperar que las inversiones en valor vuelvan a dar sus frutos una vez la economía empiece a estabilizarse ya que, como hemos mencionado, los retornos de capital de estas compañías son más cíclicos y cuando empiezan a recuperar actividad (ventas) los márgenes mejoran sustancialmente, efecto que se recoge rápidamente en las valoraciones.

Para que podamos ver una reversión a la media de la economía es condición necesaria que la pandemia se pueda neutralizar y, como bien sabemos todos, esto pasa por la vacuna. Existen a día de hoy varias vacunas en fase muy avanzada de desarrollo (fase III) y es probable que las aprobaciones regulatorias, tanto de la FDA como de la EMA, lleguen a finales de 2020 para al menos alguna de ellas. Si esta realidad se produce, los programas de vacunación podrían empezar a principios del 2021 (inicialmente para aquellas personas más vulnerables y/o expuestas al virus), evento que descontarían muy positivamente los mercados y sobre todo todos aquellos sectores que han estado especialmente afectados (turismo, aerolíneas, industria cíclica, materias primas, etc.).

En el ínterin de aquí a finales del año, nos seguiremos enfrentando a un contexto de nuevos rebrotes y, aunque descartamos la posibilidad de confinamientos severos, sí creemos que se irán produciendo limitaciones de actividad puntuales o “confinamientos suaves” muy locales para intentar controlar la velocidad de contagios y de la tan temida saturación de los hospitales.

Resumen de cartera

La Muza Inversiones registró una subida del 3,5% en agosto y acumula una rentabilidad negativa del 22,0% en el conjunto del año. Seguimos invertidos en 50 compañías, con un nivel de inversión del 91,3%.

No ha habido cambio alguno en las inversiones en este último mes.

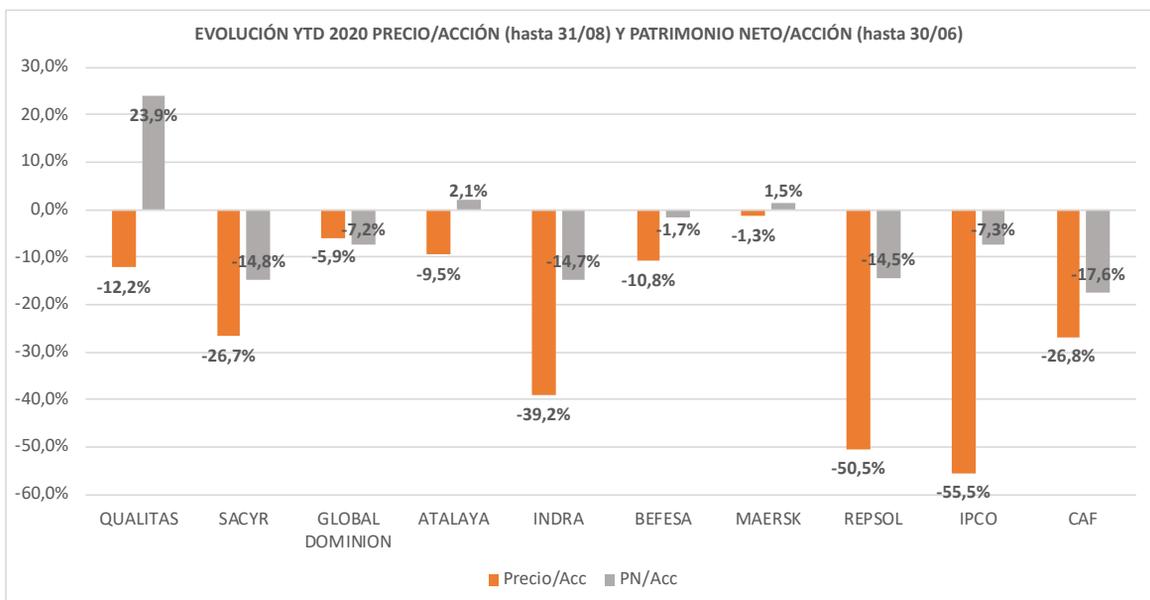
En lo que se refiere al rendimiento mensual, han destacado **Dominion** y **Atalaya** como mayor contribuidor y detractor, respectivamente. **Dominion** se ha revalorizado un 23,1% en parte debido al programa de recompra de acciones propias que está implementando la compañía. Por el contrario, **Atalaya** cayó un 11,8% pese a la recuperación del precio del cobre, que actualmente se sitúa en máximos de los últimos 2 años.

Entendemos que parte de la caída de agosto de Atalaya ha podido tener que ver con el hecho de que la compañía subió de manera importante en julio (+40%). En cualquier caso, a los niveles de precio del cobre actuales, Atalaya estaría generando en base anualizada, unos beneficios cercanos a los 80 millones de dólares lo que significa que, para una capitalización actual de unos 335 millones de dólares, cotizaría a unas 4 veces beneficios. Existe adicionalmente un catalizador importante de valor en la obtención de la licencia final de la mina de cobre de Touro.



En cuanto al balance anual, seguimos teniendo un comportamiento negativo frente a la mayoría de los índices europeos que en gran parte se explica por el mal comportamiento de algunas de nuestras principales inversiones. Entrando un poco en el detalle de este comportamiento, las 10 principales inversiones, que a día de hoy suman alrededor de un 43% de las inversiones de la cartera, han contribuido negativamente en un 7,1%.

Es quizás interesante comparar cual ha sido el comportamiento patrimonial de estas compañías en los 6 primeros meses del año y cual ha sido su evolución en bolsa. Para ello hemos analizado la evolución del valor de los fondos propios por acción (primer semestre) y la evolución de su cotización hasta el cierre de agosto. En el gráfico siguiente se ve como, exceptuando Dominion, ha evolucionado peor el precio de la acción que la caída del valor neto patrimonial. El promedio de caída de estas acciones en los 8 primeros meses del año es de un -24%, mientras que la caída de su valor neto patrimonial a cierre del primer semestre ha sido de un 11,1% (si no consideramos Quálitas, Atalaya y Maersk).



En muchos de los casos que explicamos a continuación, el ajuste contable que estas compañías han sufrido en fondos propios proviene de cuestiones que no han supuesto salida de caja alguna (valoración de reservas, ajustes de valoración de activos por razones de tipos de cambio, etc.). Hacemos un breve resumen de estas 10 inversiones:

1. La primera de ellas, **Quálitas** (8,1% de la cartera): los fondos propios han subido un 23,9% en el año (en moneda local), gracias a unos resultados muy positivos en el primer semestre. La acción en euros ha caído cerca de un 12%, debiéndose fundamentalmente a la debilidad del peso mejicano contra el euro, que a cierre de agosto había perdido un 18,7%. Este impacto se traduce en un -1,4% de rentabilidad en el año. La debilidad de las monedas emergentes no creemos que se recupere hasta que los efectos del COVID estén mas controlados.
2. **Sacyr** es la segunda inversión por peso (7,2% de la cartera). El ajuste en fondos propios del año ha sido de un -14,8% y se ha debido fundamentalmente al ajuste por diferencias de cambio. La acción ha caído un 26,7% y esto ha contribuido a un 0,9% de rentabilidad negativa hasta agosto. Sacyr ha tenido un resultado operativo muy positivo en el primer semestre del año y creemos que esta segunda parte seguirá la misma tendencia, con la entrada en operación de una concesión muy relevante como lo es Pedemontana.



A corto plazo también debemos esperar la resolución de los arbitrajes de Panamá, lo que ayudará a ir eliminando elementos de incertidumbre de la compañía. Entendemos que sigue habiendo un sesgo negativo en la acción por su “teórica” exposición a Repsol y por el hecho de que sigue teniendo una deuda corporativa con recurso algo elevada a nivel holding.

3. La siguiente inversión es **Dominion** (5,6% de la cartera): los fondos propios bajaron un 7,2%, en gran parte debido a los ajustes de valoración por diferencias de cambio. La acción ha caído en una cifra muy similar en el año y la contribución negativa en el año es del 1%. Creemos que existe un valor oculto importante en la división de B2C (Alterna) que se irá cristalizando en los próximos 2 años (actualmente cerca de 200.000 clientes) como plataforma de operación única e integrada de servicios de Energía y comunicación.
4. **Atalaya** es la cuarta inversión por peso (4,9% de la cartera). Ya hemos comentado anteriormente el buen momento de resultados que creemos tendrá esta compañía, de perpetuarse en estos niveles los precios del cobre. El valor neto patrimonial de la misma ha subido ligeramente en el primer semestre y la acción sigue cotizando un -9,5% por debajo del cierre de 2019. A pesar de la evolución negativa de la acción en 2020, al haber incrementado la inversión de manera importante en los meses en que ésta estuvo cotizando con un fuerte descuento, tenemos en este momento una aportación positiva del 0,4%.
5. **Indra** es la quinta inversión de la cartera con un peso del 3,9%. El ajuste de los fondos propios ha sido de un -14,7% en los 6 primeros meses del año y la acción ha caído cerca de un 39%. La compañía ha tenido un segundo trimestre complicado en su división de Tecnología, con mucho personal ocioso (a causa del COVID) que no han podido flexibilizar debido a la alta rigidez laboral de los sindicatos. Adicionalmente, ha sufrido retrasos en certificaciones en la parte de Transporte y Defensa debido a las restricciones de movimiento, también consecuencia de la pandemia. Gran parte de estos problemas son transitorios y deberíamos ir viendo una inflexión a positivo a lo largo de esta segunda parte del año. Las pérdidas del primer semestre se han situado en unos 70 millones de euros (parte de éstas se han debido a deterioros de activos intangibles, sin efecto en caja, y parte a razones operativas ya comentadas). Indra detrae este año un 1,7% de la rentabilidad del fondo. A medio plazo seguimos viendo una compañía con una muy buena cartera en Defensa y unos mejores márgenes en la parte de Tecnología. La valoración actual nos parece que está excesivamente deprimida por el virus y sería una de las compañías que debería mejorar sustancialmente una vez se aclaren las incertidumbres de la pandemia.
6. **Befesa** pesa actualmente un 3,1% de la cartera. El comportamiento de los fondos propios ha sido muy estable en el año y la acción está un 11% por debajo de los precios de cierre del 2019. Aquí el factor principal que afecta a los resultados es la evolución de los precios del zinc (actualmente ya en niveles muy similares a los del año 2019). La compañía está ampliando capacidad de reciclaje de polvo de acero en China y las nuevas fábricas van a suponer un fuerte impulso de resultados en los próximos 2 años. Befesa ha detraído un 0,4% en la rentabilidad del fondo a lo largo de estos 8 primeros meses.



7. La siguiente inversión por peso en nuestra cartera es **Maersk** (2,9%). La compañía incrementó muy ligeramente el valor de sus fondos propios en este primer semestre, mientras que su cotización se mantuvo prácticamente plana. No obstante, al haber construido la totalidad de la posición en el mes de marzo (precio medio en torno a 5.300 coronas danesas) y tras una fuerte recuperación desde entonces, Maersk nos ha aportado un 1% de rentabilidad positiva en el año.
8. **Repsol**, supone actualmente un 2,9% de la inversión de Muza FI, el ajuste en fondos propios durante el primer semestre ha sido de un -14,5% y se ha debido fundamentalmente al ajuste de valoración de inventarios y activos de producción y exploración. Todos estos ajustes no tienen efecto en caja y son susceptibles de ser revertidos si los precios del crudo se siguen recuperando. En este escenario la acción de Repsol ha corregido en el año más de un 50% lo que implícitamente descuenta un escenario de “no normalización” de precios del crudo a futuro. Nosotros no compartimos esta visión a medio plazo. Entendiendo que a largo plazo es un sector que estará sometido a una caída secular de la demanda de crudo (por la evidente “des-carbonización” que persiguen todos los países desarrollados), sabemos también que ésta no puede darse de la noche a la mañana y que los riesgos a corto plazo (después de muchos meses de cierre de producción y cancelación de inversiones en nueva producción), pueden estar más cerca de una falta de oferta que de lo contrario. Repsol ha detrído un 1,5% de rentabilidad a la cartera hasta el cierre de agosto.
9. **IPCO** representa un 2,5% de la inversión total. El valor de la acción ha caído un 55,5%, mientras que los fondos propios tan sólo lo han hecho cerca de un 7% en este primer semestre. IPCO sólo tiene actividad de exploración y producción con un portfolio de activos de muy buena calidad (17 años de reservas) y actualmente cotiza con un descuento sobre el valor de de las reservas superior al 80%. La inversión, al igual que en Repsol, necesita que los precios del crudo sigan recuperando terreno y para ello debe existir una mayor visibilidad sobre la evolución de la demanda, algo que el mercado muy posiblemente descontará cuando finalmente llegue la vacuna. En estos momentos IPCO está cotizando a unas 3 veces beneficios normalizados y tiene una situación de balance muy controlada, con lo que no vemos riesgo patrimonial alguno. Esta inversión ha supuesto una caída del 1,6% en el año para la cartera.
10. Y por último, en el caso de **CAF** (2,3% de la cartera) la cotización y patrimonio neto han caído en el año 26,8% y 17,6%, respectivamente. La explicación viene, por un lado, de un resultado negativo en el periodo y, por otro lado, de pérdidas por diferencias de conversión. Sin embargo, al haber iniciado la posición recientemente, CAF apenas ha detrído rentabilidad para el FI.

En resumidas cuentas, nuestras 10 primeras inversiones por orden de magnitud han supuesto un 32% de la caída acumulada en el año. Sin embargo, nuestra convicción en estos negocios se mantiene firme y creemos que, en la medida que la actividad económica siga normalizándose (que lo hará), su valor terminará por aflorar.



Sabemos que la evolución del año desde el punto de vista de rentabilidad es frustrante y que muchos de los mensajes que escribimos son repetitivos y poco novedosos, pero es nuestra obligación insistir en transmitirles la visión que tenemos y como estamos viendo las cosas.

Creemos que la inversión en valor, lejos de estar denostada como muchos se atreven a decir en estos días, se encuentra en un momento de mucho atractivo y pensamos, que como ya ha ocurrido en otros momentos de frustración pasados, veremos los frutos de continuar con esta filosofía en los próximos años.

Gracias como siempre por vuestra paciencia,

El equipo de Muza Gestión


DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD A CIERRE AGOSTO 2020

Contribuidores	Contribución	Detractores	Contribución
Global Dominion	1,07%	Atalaya	-0,62%
Liberbank	0,52%	Quálitas	-0,33%
AP Moeller-Maersk	0,48%	Indra	-0,18%
Unicaja	0,31%	Telefónica	-0,09%
ArcelorMittal	0,27%	ROVI	-0,05%

DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD YTD 2020

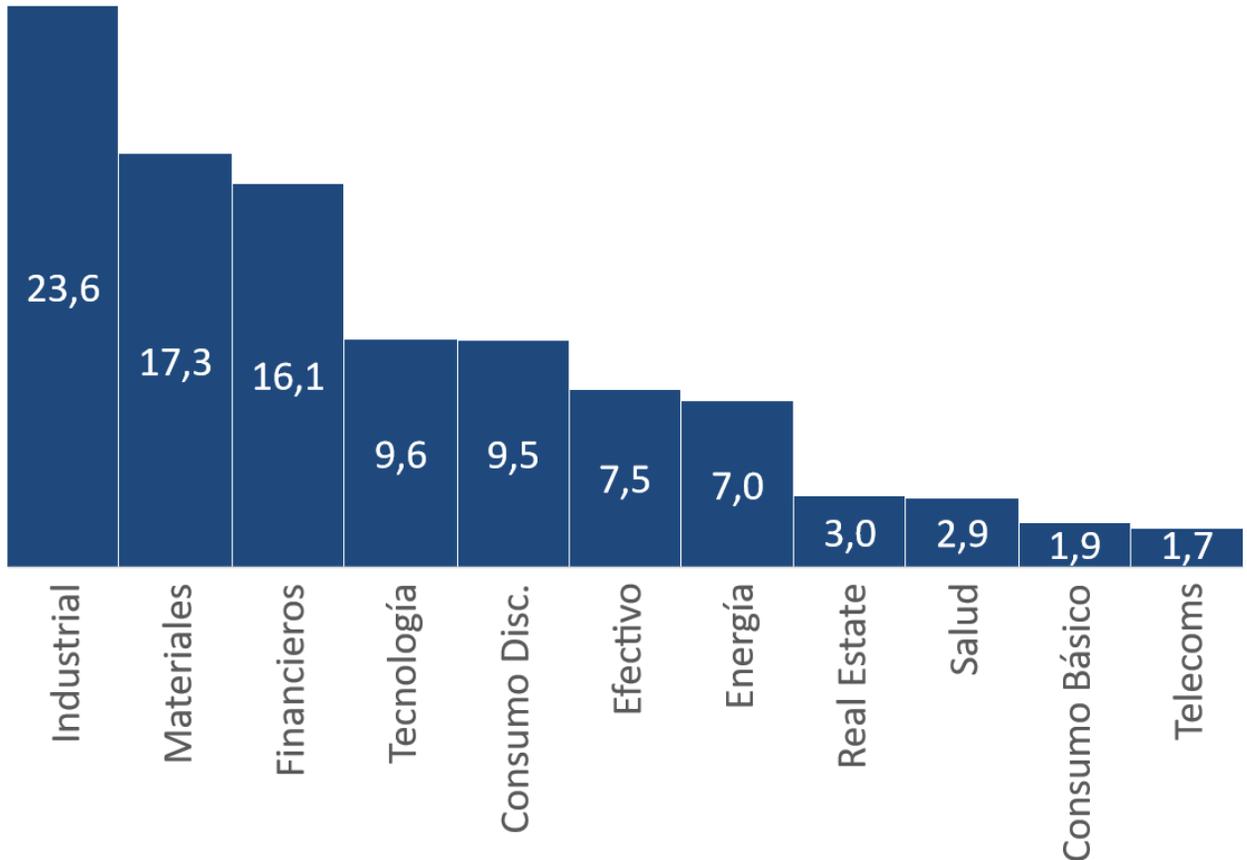
Contribuidores	Contribución	Detractores	Contribución
AP Moeller-Maersk	0,45%	Gestamp	-1,73%
Flatex	0,54%	Indra	-1,71%
Pharma Mar	0,71%	Técnicas Reunidas	-1,63%
MásMóvil	0,71%	IPCO	-1,57%
CCEP	1,02%	Repsol	-1,50%

RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE AGOSTO 2020

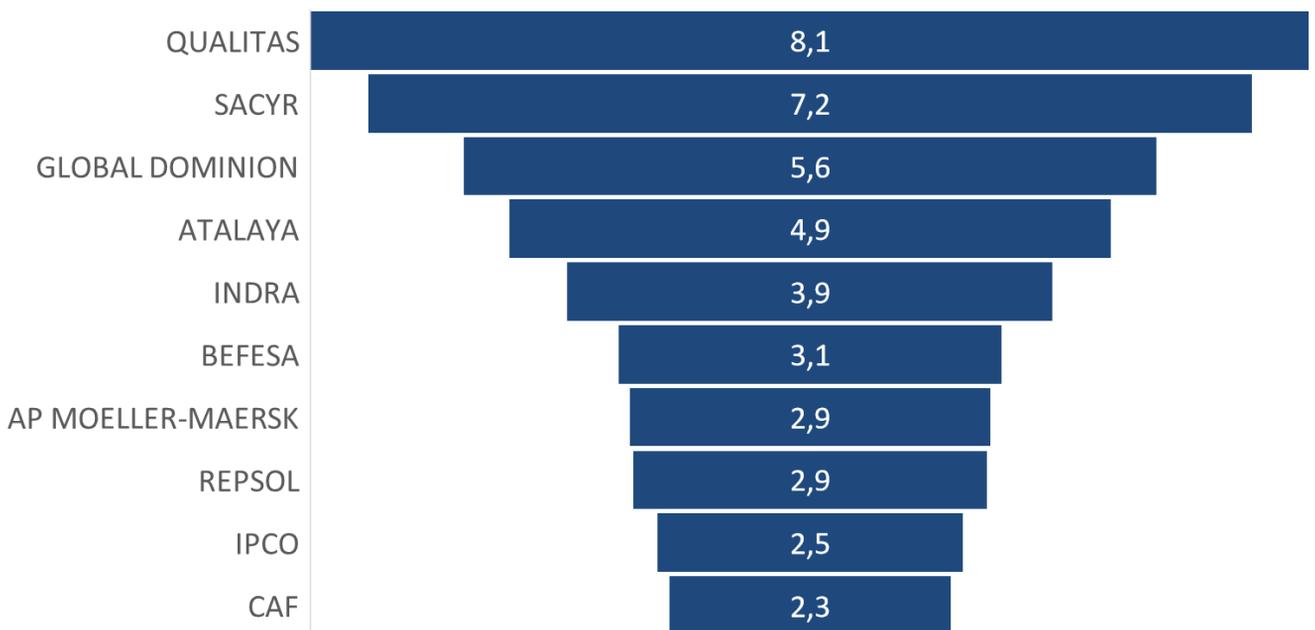
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
2019*	5,99%	7,24%	8,04%	2,42%
2020**	-22,01%	-11,86%	-10,30%	-27,01%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
2019-2020**	-16,10%	-4,99%	-2,62%	-22,31%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
2019-2020**	-10,00%	-3,03%	-1,58%	-14,06%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>*Rentabilidad desde 31/07/2019</i>				
<i>**Rentabilidad hasta 31/08/2020</i>				



DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE AGOSTO 2020



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE AGOSTO 2020



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, SGIC. 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.