

Valor Liquidativo: 35,43€

Rentabilidad: +18,2%

Activos: 163,4 millones €

**Datos Generales de la SICAV**

Comisión de Gestión: 1,00%

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIIC

ISIN: ES0131365035

Comisión de Depositaria: 0,06%

Entidad Depositaria: Banco Sabadell

Liquidez: Diaria

Comisión de Éxito: No

Gestor: Luis Urquijo

Auditor: PwC

Resumen del año

Hace un año, y tras un cierre del 2018 muy negativo para casi todas las bolsas, aprovechamos para hablar sobre nuestra filosofía de estar permanentemente invertidos y argumentábamos que, entre otras razones, ésta no nacía de una postura caprichosa, sino del profundo convencimiento de nuestra incapacidad para anticipar correctamente los movimientos de los mercados y que la única competencia que nos podíamos atribuir, si acaso, era la de decidir sobre “en qué invertir” y no sobre “cuándo invertir”.

Decíamos también que, en la mayoría de los casos, los mercados tienden a descontar “en exceso” las incertidumbres económicas y que estos movimientos de ajustes excesivos en precios suelen recuperarse en un plazo no muy largo de tiempo, siendo ésta, otra razón por la que permanecer totalmente invertidos ya que, de no ser así, se suele renunciar a la posibilidad de recuperar una proporción importante de la caída previa.

Hecha esta breve introducción, podemos decir que el año **2019**, ha seguido el patrón de recuperación clásico, convirtiéndose en uno de los mejores años para la renta variable las últimas dos décadas. Muchos mercados subieron por encima del 20% recuperándose (como era de prever) de las fuertes correcciones del 2018. Decíamos también hace un año, que no sabíamos cuando se iba a producir esta recuperación, ya que eventos de diversa índole como las tensiones entre China y EE.UU., unidos a las decisiones de los Bancos Centrales, iban a tener mucho que ver en los tiempos de recuperación. Dando un breve vistazo al 2019 vemos como tanto las políticas de los Bancos Centrales (más laxas), como los últimos acuerdos comerciales entre EE.UU. y China, han contribuido claramente al positivo cierre de año.

La Muza Inversiones cerró el ejercicio con una rentabilidad del **18,2%** y, aún siendo un buen año, no ha estado a la altura de la mayoría de los índices europeos ni estadounidenses. Recordemos que, desde abril a diciembre del 2018, el **valor liquidativo de la SICAV** retrocedió cerca de un 22%, situándose por debajo de los 30 euros la acción y que, aún estando muy próximo, no se ha recuperado el valor liquidativo de cierre del 2017 (36,38 euros). En definitiva, que siendo como ha sido este pasado 2019 un año aparentemente bueno en rentabilidad, para ser honestos, deberíamos calificarlo más bien como “un buen año de recuperación”.

Resumen de cartera

En términos de rendimiento anual, las 5 mejores inversiones por aportación de rentabilidad a lo largo del año fueron: Quálitas, ROVI, Sacyr, Piaggio y Serco, que contribuyeron con dos terceras partes de la rentabilidad total obtenida (con especial énfasis en Quálitas, que ha tenido un año extraordinario en todos los sentidos). Por el lado negativo, Dominion, Gestamp, Ence, Duro Felguera y Maire Tecnimont son las que más rentabilidad restaron (2,7% en total).

El resumen de los principales cambios en la cartera a lo largo del año 2019 ha sido el siguiente. Se ha desinvertido totalmente en Adecco, Altri, AIG, Maersk, Aryzta, Banco Santander, Brembo, CAF, Continental, Deutsche Post, DIA, Duro Felguera, Fujitec, Miquel y Costas, Naturhouse, Saint Gobain, SKW y Solaria. Por el contrario, hemos invertido en Befesa, Ence, General de Alquiler de Maquinaria, MásMóvil, Navigator, Pharma Mar, Semapa y Unicaja.

A lo largo del año la cartera tuvo un ingreso neto de dividendos de 2,6 millones de euros (3,3 millones brutos), que representan una rentabilidad neta sobre el patrimonio medio del año del 1,7% (2% bruta).



Visión de cara al 2020

Arrancamos el año 2020, con un tono general de los mercados bastante más tranquilo que el que tuvimos el año pasado, con unas valoraciones, eso sí, más ajustadas en muchos sectores. El S&P 500 está cotizando actualmente por encima de las 18 veces y la mayoría de la subida del 2019 se ha producido por expansión de múltiplos y no por crecimiento del beneficio por acción (que de hecho se ha estado revisando a la baja a lo largo de los últimos meses). Al contrario de lo que se pueda pensar, el buen comportamiento del mercado americano en 2019 ha ido acompañado del mayor nivel de salida de dinero de los fondos de inversión de la historia reciente de EE.UU. (se calcula en cerca de 160.000 millones de dólares), siendo el gran sustento del mercado los fuertes programas de recompras de acciones propias que han implementado las compañías (cerca de 740.000 millones de dólares).

Volviendo a Europa, se observan en estos primeros días del 2020 un nuevo ajuste en la cotización de sectores cíclicos y financieras y la clásica huida hacia sectores más “defensivos” y de crecimiento (Utilities, Tecnológicas, Healthcare, etc.).



Este tema del que ya hemos hablado en los últimos meses, hace que se sigan produciendo discrepancias significativas entre las valoraciones a las que cotizan los sectores más “defensivos” y de crecimiento, y aquellos sectores que están más expuestos a ciclo o fuera de un buen momento de resultados. Esta inercia no es reciente, viendo la evolución sectorial del Eurostoxx 600 desde comienzos del 2018 (gráfico inferior), los sectores defensivos, compañías en crecimiento y tecnología, han tenido un comportamiento claramente diferencial. Esta dinámica que tiene una lógica fundamental y no debería plantear ninguna preocupación (ya que es normal que se comporten mejor los sectores que lo hacen bien y crecen), llega un momento donde rompe esa correlación fundamental y empieza a moverse en terrenos más “delicados” y esto ocurre cuando la valoración que alcanzan es tal que no hay hueco para el error, o como dicen los anglosajones, alcanzan un nivel de valoración que implica “Price for perfection”.





Llegados a este punto, sólo queda insistir en que no podemos hablar de unos mercados “caros” o “baratos” sino de sectores caros y baratos y, en definitiva, de compañías que ofrecen un perfil de riesgo-rentabilidad razonable, porque sus valoraciones actuales permiten un rango de error razonable en sus resultados, y aquellas que no lo permiten y, por lo tanto, el riesgo-rentabilidad de la inversión esta muy “ajustado”.

Decíamos hace unos meses que preferimos invertir a múltiplos de valoración seguros en negocios cíclicos o sectores “no queridos” que hacerlo a múltiplos inseguros en compañías defensivas y/o de crecimiento. Evidentemente, esta filosofía no está exenta de fallos y se cometen errores (invertir en compañías que estén justificadamente baratas y lo puedan estar más aún en el futuro), pero este es un riesgo que forma parte del día a día y no queda otra alternativa que continuar aplicando los mismos criterios de siempre, esperando que la mayoría de ellos den sus frutos. Intentaremos seguir trabajando en esta línea a lo largo del 2020.

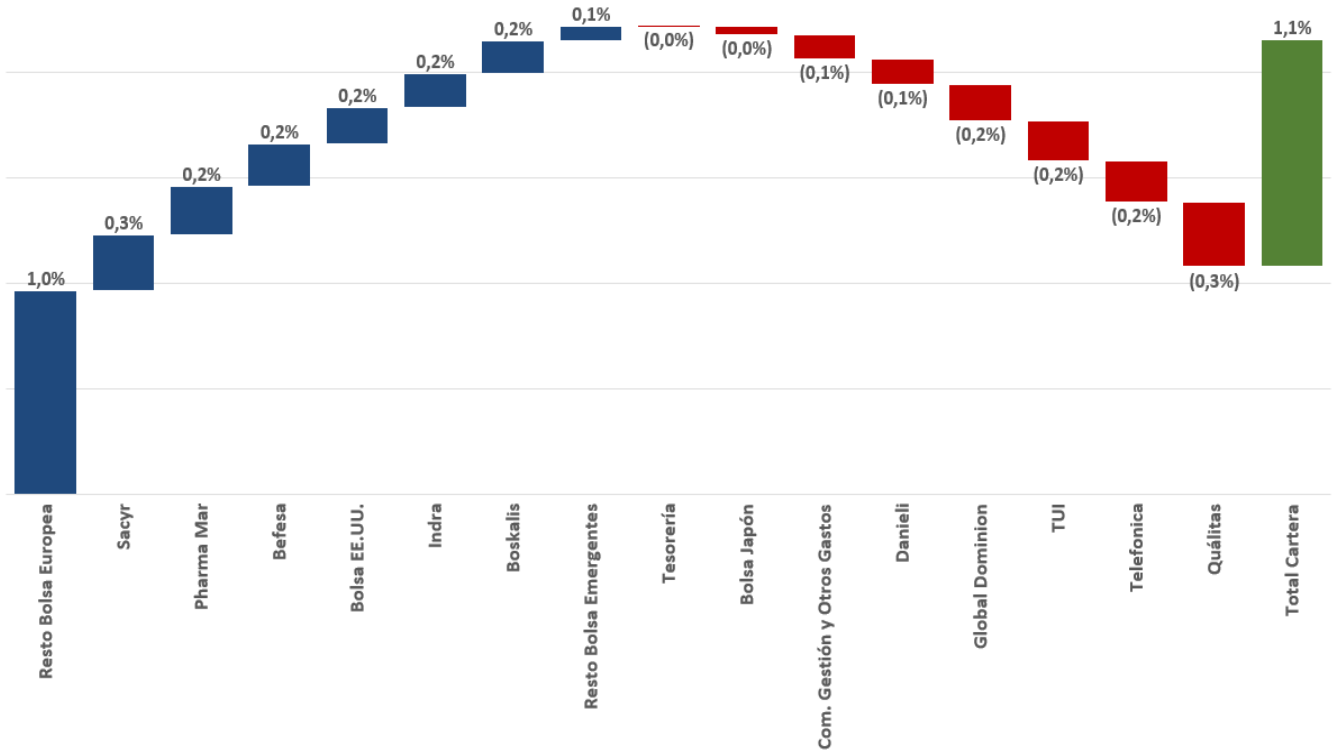
Muchas gracias por vuestra paciencia y muy feliz año,

Muza Gestión

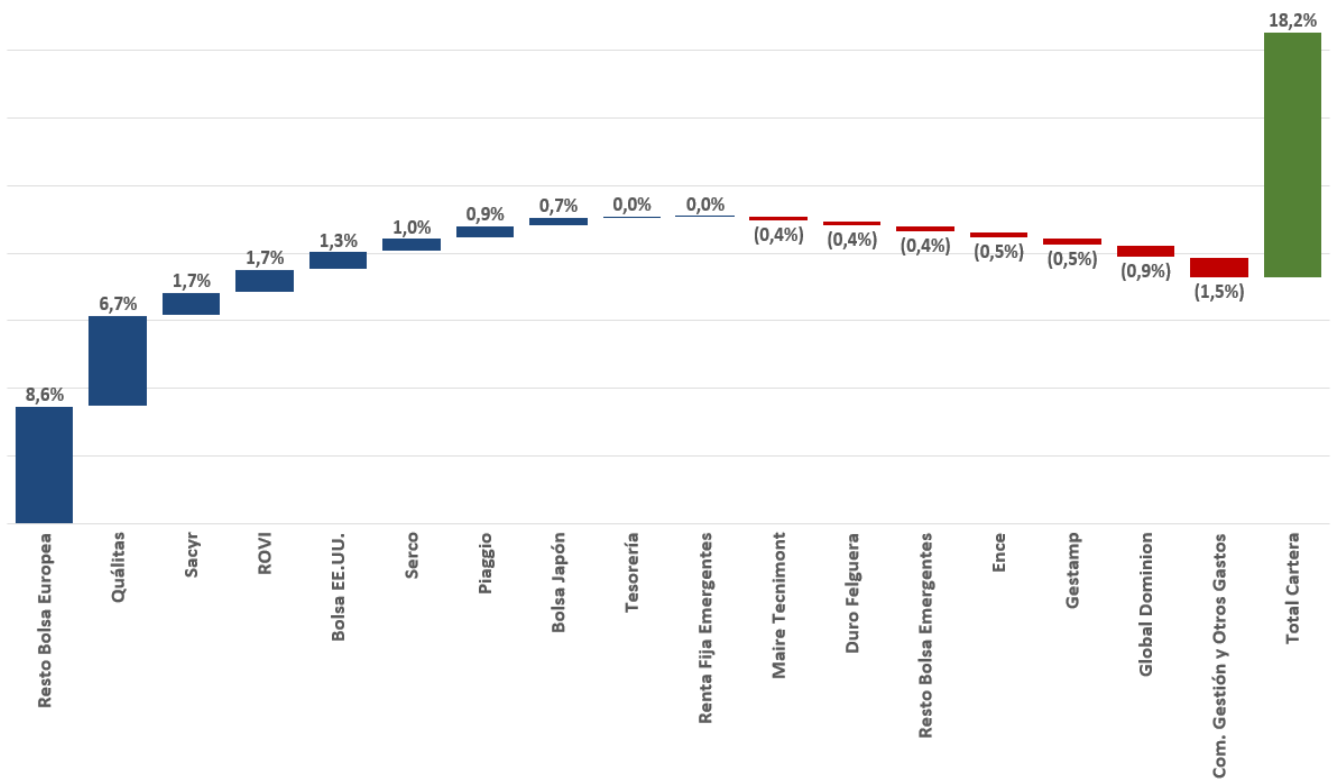


DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES DICIEMBRE 2019



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2019

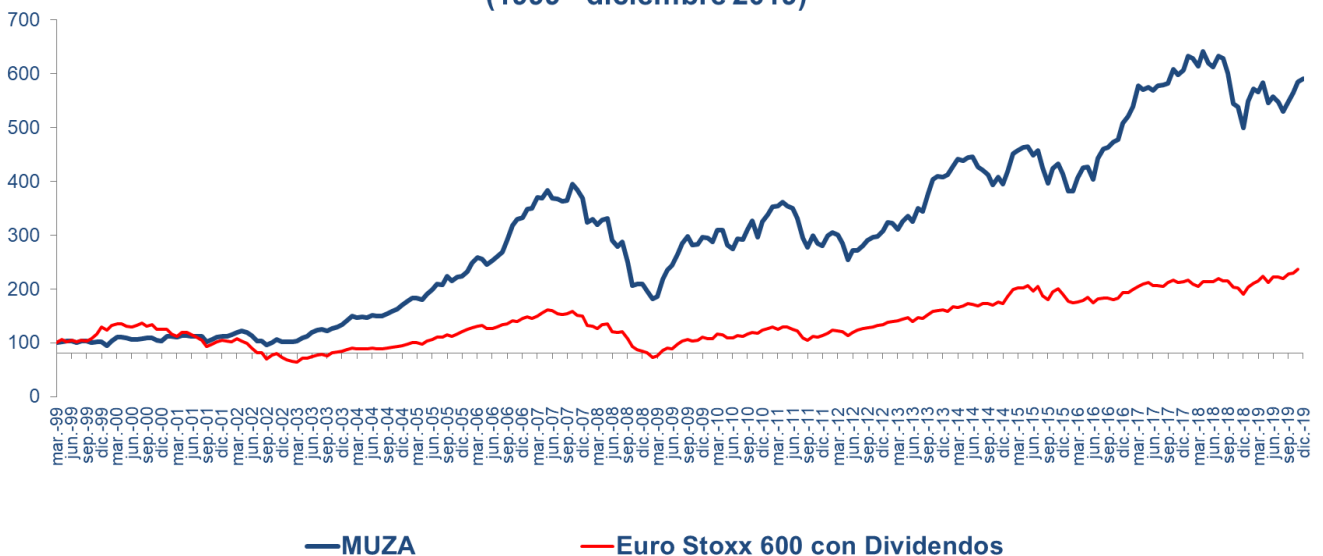




RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE DICIEMBRE 2019

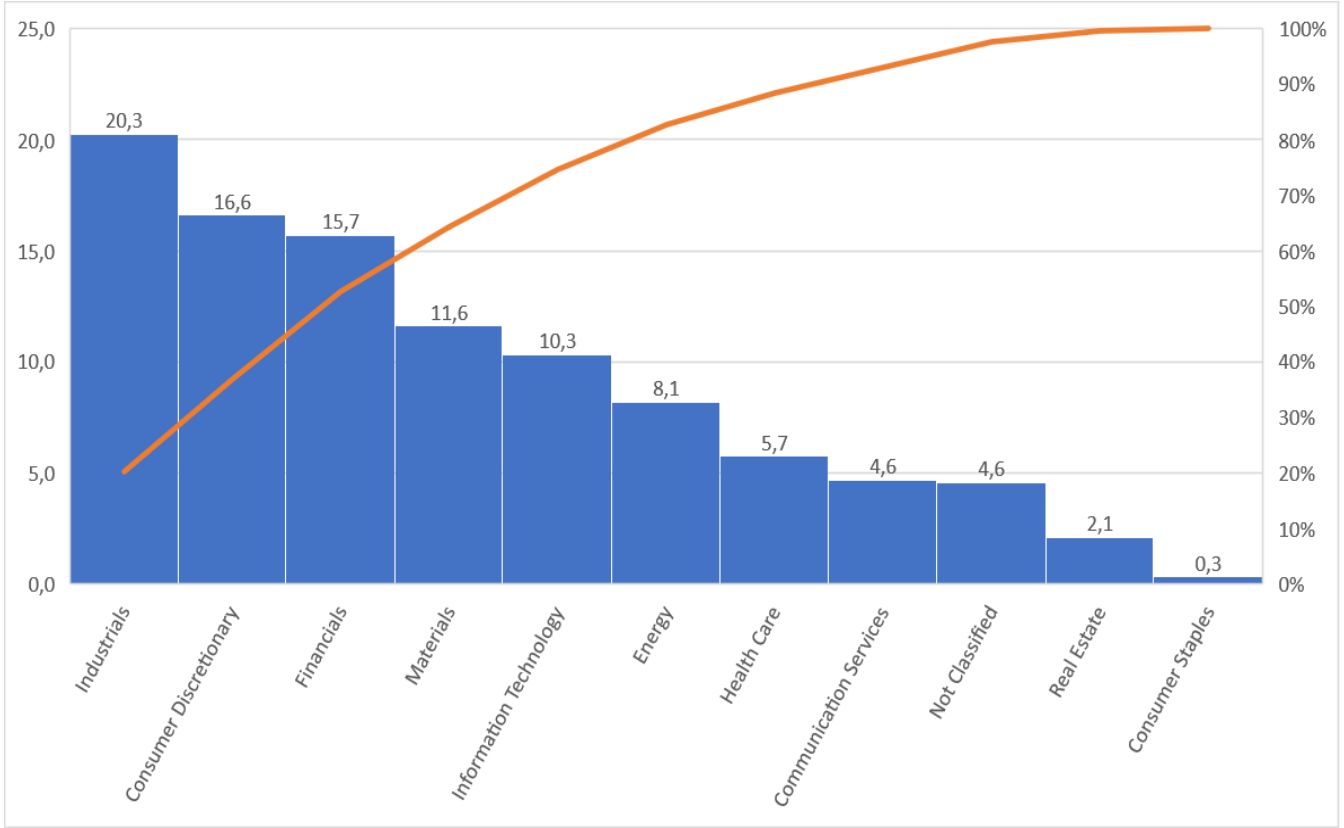
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
2006	48,89%	17,81%	20,80%	31,79%
2007	10,80%	-0,17%	2,36%	7,32%
2008	-43,19%	-45,60%	-43,77%	-39,43%
2009	41,16%	27,99%	32,39%	29,84%
2010	9,88%	8,63%	11,61%	-17,43%
2011	-13,93%	-11,34%	-8,61%	-13,11%
2012	9,86%	14,37%	18,18%	-4,66%
2013	32,87%	17,37%	20,79%	21,42%
2014	-3,13%	4,35%	7,20%	3,66%
2015	4,69%	6,79%	9,60%	-7,15%
2016	22,77%	-1,20%	1,73%	-2,01%
2017	19,32%	7,68%	10,58%	7,40%
2018	-17,64%	-13,24%	-10,77%	-14,97%
2019*	18,24%	23,16%	26,82%	11,82%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2019*	481,76%	39,94%	141,52%	-1,97%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2019*	8,9%	1,6%	4,3%	-0,1%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>*Rentabilidad hasta 31/12/2019</i>				

LA MUZA vs STOXX600 (D)
(1999 - diciembre 2019)

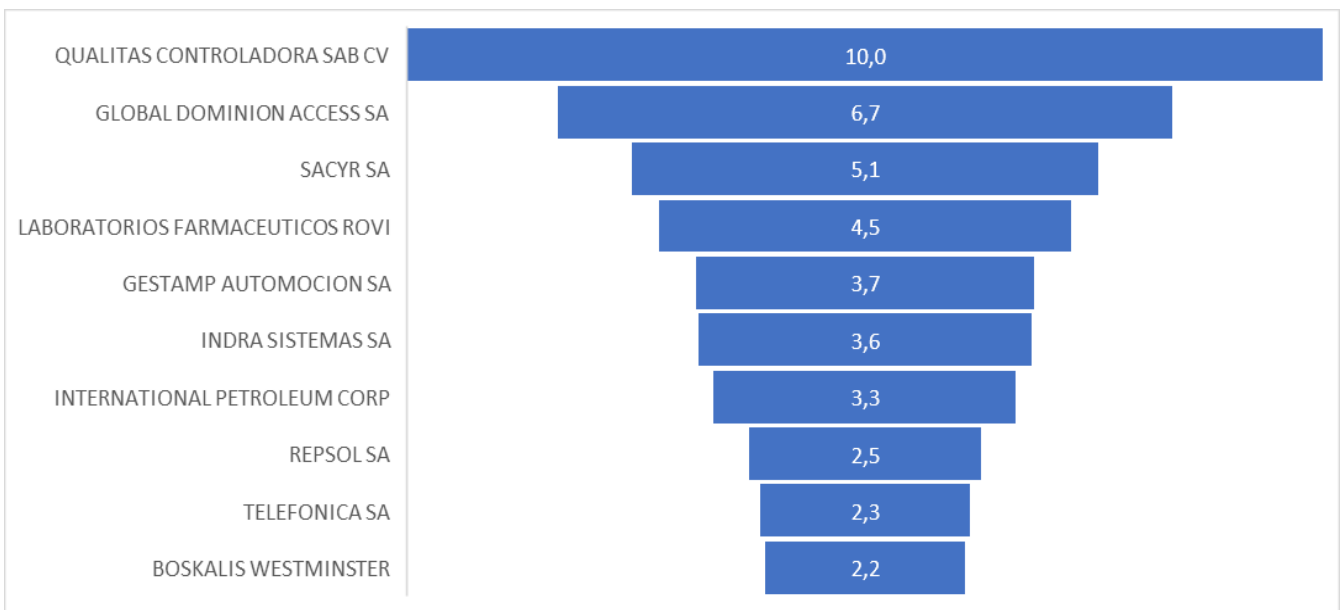




DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE DICIEMBRE 2019



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE DICIEMBRE 2019



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.