

Valor Liquidativo: 32,86€

Rentabilidad: +9,69%

Activos: 148 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 del mes

Si el último cuatrimestre del año pasado fue uno de los peores de los últimos 20 años, este enero ha sido posiblemente uno de los mejores en esa misma franja de tiempo, lo que no hace sino apuntalar la reflexión que hacíamos en nuestro anterior informe sobre lo “arriesgado” que es intentar gestionar el riesgo de mercado.

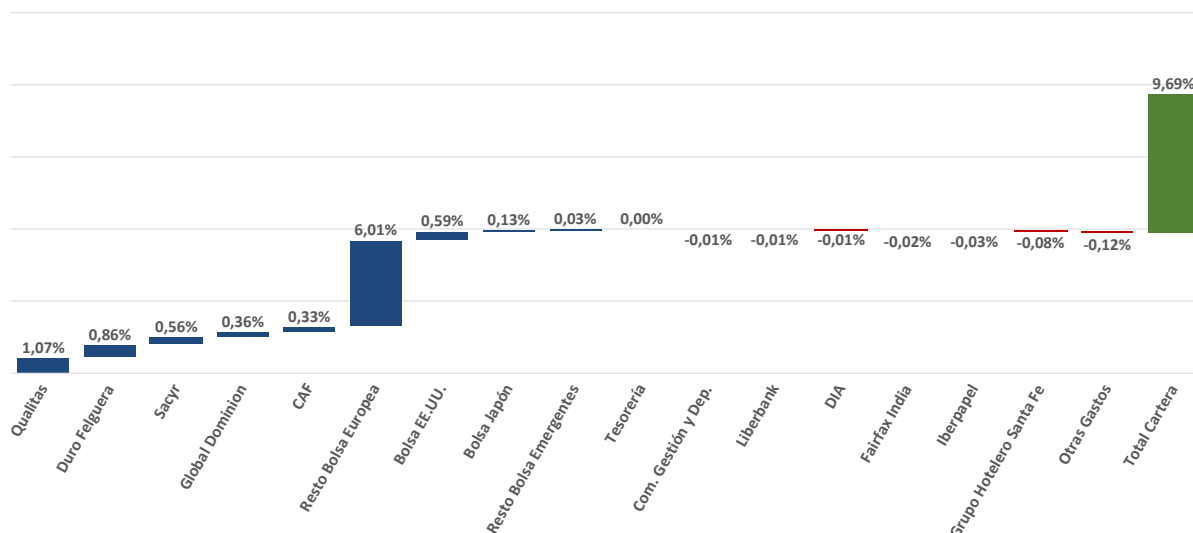
Las razones tras esta fuerte recuperación, probablemente las podamos encontrar en la combinación del “exceso de corrección” vivido en la última parte del año pasado y en unos mensajes mucho más “acomodaticios” lanzados por la FED, que podría hasta reconsiderar el tamaño de su balance (¿dejar de reducirlo?) si las condiciones económicas requiriesen alguna actuación adicional a la simple bajada de tipos de interés.

Haciendo un breve resumen del mes en cuanto a movimientos de cartera, tan sólo destacar algunos cambios de peso como en Maire Tecnimont, Solaria y CAF, donde hemos reducido exposición a favor de International Petroleum Corporation, TCM Group, Inmobiliaria del Sur y Aperam.

En general, todas las inversiones han tenido un comportamiento positivo destacando Qualitas, Duro Felguera, Sacyr, Dominion y CAF, que por razones de peso, han supuesto prácticamente una tercera parte de la subida del mes. Las otras dos terceras partes provinieron fundamentalmente del resto de inversiones en Europa (ver gráfico de atribución de rentabilidad más abajo). Por su parte, Qualitas, Dominion y Gestamp siguen siendo nuestras tres principales inversiones. Mantenemos una posición de liquidez de unos 8 millones de euros (algo más de un 5% del valor de la cartera).

Queríamos aprovechar esta breve carta de enero para hacer un pequeño repaso a nuestra inversión más significativa que, como mencionamos unas líneas más arriba, se trata de Qualitas Controladora. Esta compañía (líder del sector asegurador del ramo de automóviles en Méjico), lleva en nuestra cartera desde el año 2015 creciendo de manera ordenada y rentable dentro de un nicho de mercado con un potencial de crecimiento aun muy sensible. Méjico tienen unos 14 millones de vehículos asegurados sobre un parque total de 45 millones de coches, lo que quiere decir que aun quedarían dos terceras partes del mercado por asegurar.

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES ENERO 2019



Valor Liquidativo: 32,86€

Rentabilidad: +9,69%

Activos: 148 Millones €



Resumen del mes

Qualitas ha multiplicado por dos sus ventas en estos últimos 4 años (2014-2018), pasando de 15.300 millones de pesos (unos 700 millones de euros) a cerca de 32.000 millones (1.400 millones de euros), lo que significa crecer a tasas acumuladas del 20% anual, y lo más importante, lo ha hecho manteniendo una rentabilidad muy saludable de los fondos propios (ROE mayor al 25%). Así, el BPA (Beneficio Por Acción) prácticamente se ha cuadruplicado, pasando de 1,4 pesos en el 2014 a 5,5 pesos en el 2018, lo que equivale a un 40% de crecimiento anual compuesto en el periodo. Esta evolución de los resultados ha permitido a la acción pasar de 27 pesos a 47 pesos (+74% o 14,8% de retorno compuesto), rentabilidad que se reduce una vez ajustamos por el tipo de cambio a un 60% (12,5% anual compuesto), ya que el peso mejicano se depreció contra el euro cerca de un 15% en el periodo. Adicionalmente hemos cobrado 1,8 pesos de dividendo lo que añade otro 6% de rentabilidad a la inversión.

La compañía cotiza hoy a un múltiplo de beneficios (P/E) inferior a 9 veces, con una capitalización próxima a los 22.000 millones de pesos (cerca de 1.000 millones de euros). Estimamos que cotiza a menos de 2 veces valor en libros 2019, lo que lleva implícito un retorno del 12,5% (resultado de dividir la rentabilidad de los fondos propios entre el precio pagado por los mismos). Adicionalmente la compañía tiene un colchón de reservas del 226%, más del doble del capital regulatorio exigido y un 76% más de lo que la propia compañía se "auto exige" como capital mínimo (150%), lo que quiere decir que "sobrarían" unos 3.000 millones de pesos o un 15% de la capitalización actual (eventualmente una parte de ese capital podría ser devuelto a los accionistas)

Seguimos pensando que esta compañía tiene un enorme recorrido de crecimiento, en un mercado donde aún queda una gran parte del parque por asegurar. Sin duda, éste va a ser un proceso lento pero continuo, como lo ha venido siendo hasta ahora, y ciertamente imparable, pues va de la mano de factores tales como la evolución de la renta per cápita del país, la capacidad de compra de los consumidores (que ahora pueden acceder a la financiación para comprar un coche nuevo) y la regulación vigente (que, progresivamente, ha obligado a más vehículos a asegurarse). En cuanto a este último punto, en Méjico, hasta hace unos pocos años, el seguro a terceros no era obligatorio. En 2013 se reformó la Ley de Caminos, Puentes y Autotransporte Federal, en virtud de la cual los vehículos debían contratar un seguro de responsabilidad civil que cubriera los daños a terceros. La obligatoriedad de dicho seguro no entró en vigor hasta septiembre del 2014. En su inicio, esta ley solo aplicaba a los vehículos matriculados desde 2011. Posteriormente, se fue adelantando dicho umbral de la siguiente manera: en 2015 vehículos matriculados desde 2008; en 2016 vehículos matriculados desde 2005; en 2017 vehículos matriculados desde el año 2000 y finalmente, desde enero de este año, todos los coches que circulen por Méjico deben tener al menos seguro a terceros.

Más allá del impacto de esta normativa, que podríamos decir no ha sido todo lo firme que se podría haber intuido en cuanto a su obligado cumplimiento (si te paraban sin seguro, podías darlo de alta con posterioridad y a cambio te retiraban la sanción), las razones realmente de peso tras el incremento del número de vehículos asegurados ha sido (creemos) la penetración de la financiación en la compra del coche ya que las financieras te obligaban a asegurar el vehículo por todo el periodo de financiación.

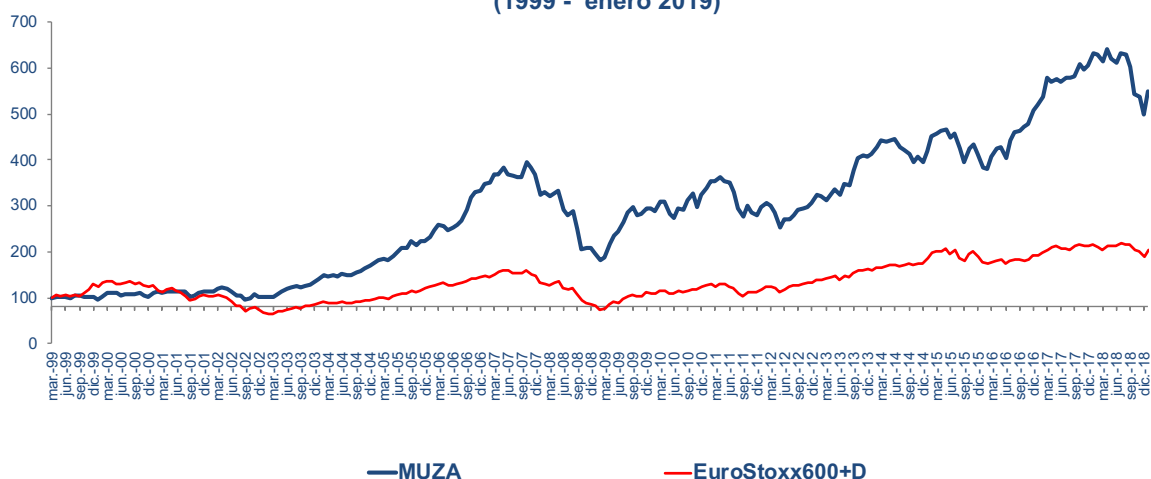
Tenemos curiosidad por ver a lo largo de este año 2019, cómo se persigue la obligatoriedad por parte de las autoridades ahora que el seguro es forzoso para todos los vehículos no importa el año de matriculación. En cualquier caso, creemos que la penetración va a seguir creciendo de manera constante a lo largo de los próximos años y Qualitas, siendo la líder de mercado, con cerca de un 30% de cuota, seguirá beneficiándose de esta dinámica.

Un cordial saludo.



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*	9,69%	6,23%	6,32%	6,05%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2019*	447,81%	20,70%	102,49%	-7,02%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2019*	9,32%	0,99%	3,77%	-0,38%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>* Rentabilidad hasta 31/01/2019</i>				

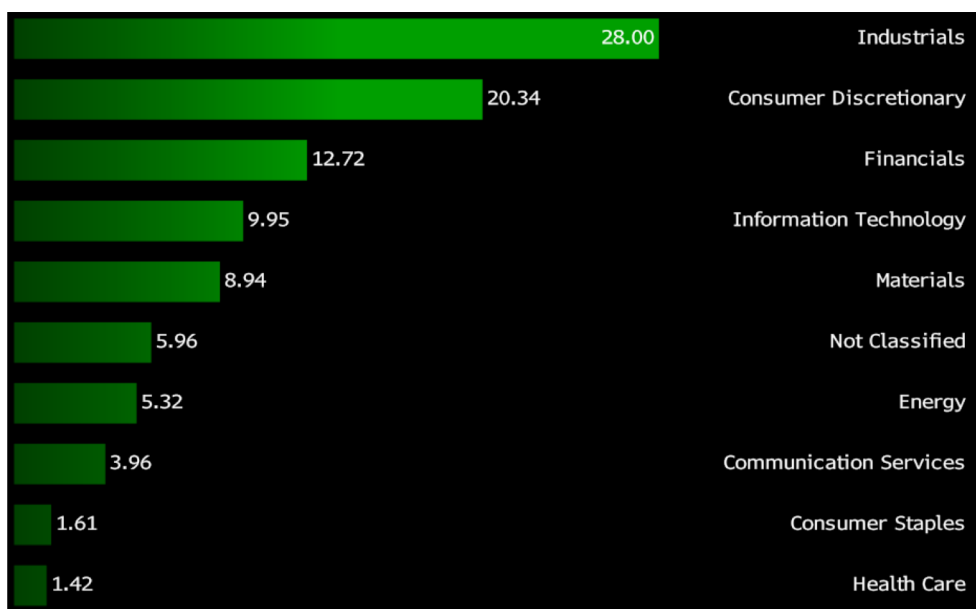
LA MUZA vs STOXX600 (D)
(1999 - enero 2019)



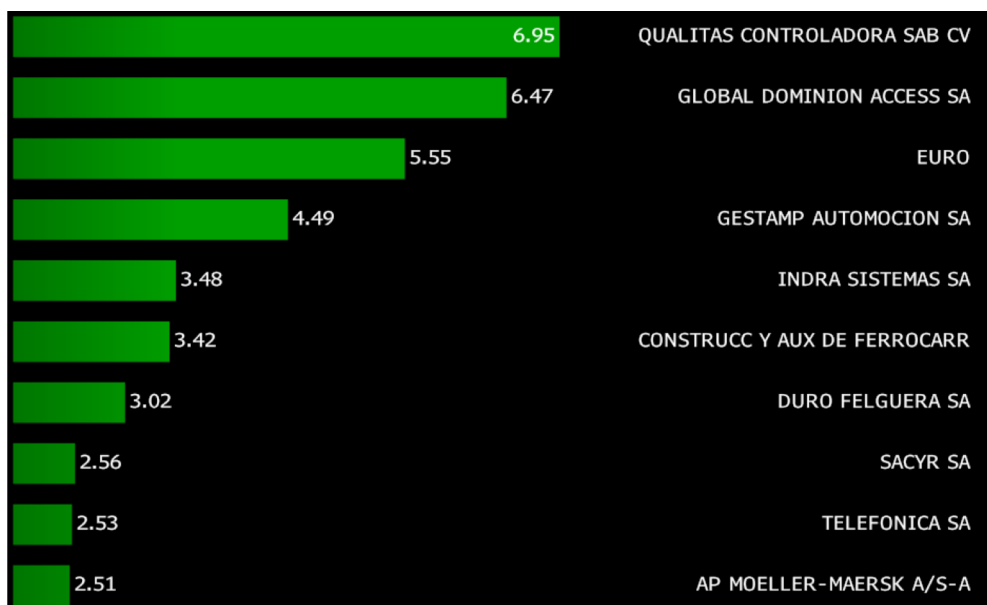
Esta presentación se ha preparado con un carácter exclusivamente informativo. Toda la información aquí incluida debe ser considerada confidencial y por lo tanto no debe ser compartida con ninguna otra persona o entidad distinta del destinatario sin el consentimiento expreso de Muza Gestión de Activos, 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.



DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA A 31/01/19



PRINCIPALES INVERSIONES A 31/01/19



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.