

Valor Liquidativo: 31,86€

Rentabilidad: -10,1%

Activos: 146,4 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

Situación de mercado

La expansión del Coronavirus ha desencadenado fuertes correcciones en el conjunto de las bolsas. En los últimos días de febrero la mayoría de los índices mundiales registraron caídas superiores al doble dígito, lo que ha hecho que la última semana de febrero sea de las 5 peores que han vivido los mercados en los últimos 20 años.

| Caídas en las últimas 7 sesiones de Febrero 2020 | | | |
|--|------------|------------|---------|
| Índice | 19-feb.-20 | 28-feb.-20 | Caída |
| S&P 500 | 3.386,15 | 2.954,22 | -12,76% |
| Euro Stoxx 50 | 3.865,18 | 3.329,49 | -13,86% |
| CAC 40 | 6.111,24 | 5.309,90 | -13,11% |
| DAX | 13.789,00 | 11.890,35 | -13,77% |
| IBEX 35 | 10.083,60 | 8.723,20 | -13,49% |
| FTSE MIB | 25.477,55 | 21.984,21 | -13,71% |
| NIKKEI 225 | 23.400,70 | 21.142,96 | -9,65% |
| HANG SENG | 27.655,81 | 26.129,93 | -5,52% |
| | | Promedio | -11,98% |

| Caídas Semanales más severas 2000-2020 | | | | |
|--|---------|---------------|---------|-----------|
| | S&P 500 | Euro Stoxx 50 | IBEX 35 | STOXX 600 |
| octubre-08 | -22,55% | -21,04% | -19,54% | -20,42% |
| noviembre-08 | -16,30% | -10,37% | -10,36% | -11,98% |
| agosto-11 | -13,93% | -15,07% | -12,40% | -14,27% |
| julio-02 | -13,42% | -14,82% | -8,42% | -11,10% |
| agosto-11 | -12,91% | -16,95% | -14,51% | -14,70% |
| febrero-20 | -12,76% | -13,86% | -13,49% | -13,42% |

Evidentemente, todo este nerviosismo responde en gran medida a la tremenda incertidumbre y falta de visibilidad sobre el impacto económico que a buen seguro va a tener el coronavirus en el crecimiento económico del 2020 y muy especialmente (queremos creer) en esta primera parte del año. A lo largo de este comienzo de marzo, ya hemos visto como la propagación de este virus se ha expandido de manera general en Europa y Estados Unidos. En este escenario, tenemos que asumir que los mercados son susceptibles de seguir sufriendo correcciones más o menos sensibles. Aventurarse a predecir o estimar el alcance temporal y económico de esta situación es francamente un ejercicio donde no creemos que podamos aportar nada nuevo que no se esté oyendo ya por parte de organismos mucho más cualificados que nosotros. Dicho lo anterior, nuestra labor en estos momentos creemos que debe ser la de tomar decisiones de rotación de inversiones sobre la base de una reflexión tranquila y racional de donde se pueden encontrar las oportunidades de riesgo-rentabilidad más razonables.

¿Cómo valorar esas oportunidades de riesgo-rentabilidad razonables? Con 2 premisas que creemos deben tenerse en consideración:

1. Tenemos que asumir, que en algún momento no muy lejano (¿mitad de año?), la situación tenderá a normalizarse, bien porque se ha encontrado una solución científica al problema (vacuna) o bien porque la incidencia del virus remite (¿con la llegada del calor?) y esto hará que la economía y las valoraciones se vayan normalizando (si es rápida o lentamente dependerá de muchos factores).
2. Asumiendo que esta primera premisa es cierta, nos encontramos con el problema del "timing adecuado", es decir, cuánto nos anticipamos a esa posible normalización sabiendo que sólo si nos adelantamos, podremos capturar una gran parte de la oportunidad de valor que se ha generado en muchas compañías. Aquí hay todo tipo de casuísticas dependiendo de la compañía donde invertimos, sabiendo que en la mayoría de los casos van a ser negocios expuestos o muy expuestos al ciclo económico, lo que creemos que es importante, es que su balance pueda aguantar bien incluso bajo un escenario de "mucho mayor duración" de esta crisis sanitaria. Eso quiere decir que la cuenta de resultados de estos negocios no consuma mucha caja y que los balances tengan un apalancamiento razonable que les permita incluso



aguantar un empeoramiento de su circulante. De esta manera, aunque nos equivocáramos en el “timing” de la inversión, lo que estaríamos aminorando es el riesgo a que finalmente un agravamiento o alargamiento de esta crisis sanitaria pudiera acabar afectando de manera severa al equilibrio patrimonial o la liquidez de estas compañías. En contraposición lo que tendríamos en muchos casos es el potencial de recuperación de valor que en muchas de las compañías que estamos estudiando supera con creces los dobles dígitos altos.

Creemos que estas dos premisas son las que nos deben acompañar en las próximas semanas (quizás meses) para realizar una adecuada rotación en nuestra cartera de inversiones. Hasta ahora hemos iniciado este proceso con cierta tranquilidad y algunas de las decisiones que estamos implementado las comentamos en el siguiente apartado.

Resumen de cartera

La **Muza Inversiones** cerró febrero con una caída del 6,8%, estando invertida al 95,6%, lo que lleva la rentabilidad del la SICAV a una caída del 10% en el año.

Global Dominion y **Quálitas** han sido las inversiones que mayor y menor rentabilidad han aportado respectivamente en el mes. Poco que comentar al respecto de estas dos compañías mas allá de que Global Dominion cerró el año 2019 con unos resultados muy sólidos y que han anunciado un plan de recompra de acciones para estos próximos meses de hasta un 5% de su capital (algo que vemos con una lógica fundamental correcta y que nos ha llevado a incrementar ligeramente nuestra inversión en esta compañía). Por el lado de Quálitas, debido al alto peso que tiene actualmente en cartera esta inversión, cualquier pequeña fluctuación en la cotización influye de manera sensible. En este mes de febrero el impacto ha sido debido fundamentalmente a la evolución del peso mejicano contra el euro, que se ha debilitado cerca de un 4% y no tanto la evolución del precio de la acción.

Entrando un poco más a comentar los movimientos de rotación de inversiones que estamos implementado, nos gustaría destacar algunas. Hemos empezado a invertir nuevamente en **Altri** (negocio de pulpa de papel) que ha estado expuesto a correcciones por la evolución de los precios de la pulpa en estos últimos meses y sobre todo estos últimos días. Altri es un operador muy eficiente y una de esas compañías que, a pesar de operar en un negocio cíclico, no ha tenido ningún año de generación negativa de caja en los últimos 10 años (la generación media de flujo de caja libre para el accionista ha sido superior a los 80 millones de euros).

Un ejemplo claro de la filosofía de rotación actual es el caso de **RHI Magnesita**, que ha sido otra de las nuevas inversiones (tras una caída cercana al 50% en su cotización). La compañía se convirtió en el líder mundial de refractarios industriales tras la fusión entre RHI y Magnesita en 2017. RHI está aun en un proceso de captación de sinergias importantes (han implementado ya €80 millones y se calculan ahorros adicionales de unos €40 millones, entre otras medidas, por el cierre de 4 fábricas en Europa y 1 en EE. UU.). Gracias a las mencionadas sinergias, en estos últimos 2 años los márgenes han mejorado sustancialmente (unos 500 pb a nivel operativo). La compañía de por sí tiene una alta capacidad de conversión del beneficio en caja disponible, lo que hasta la fecha, les ha permitido reducir la deuda de 2,6 a 1,1 veces EBITDA (con una reducción bruta de unos 300 millones de euros). El balance no plantea ningún estrés a medio plazo ya que no tienen vencimientos de deuda importantes hasta el 2022 y tienen una liquidez de unos €500 millones en la caja. El negocio, aunque tiene ciclo de “siderurgia”, está más expuesto a los volúmenes y no a precios de la industria (el refractario se cambia por la cantidad de horas que se utiliza y los hornos generalmente están siempre encendidos). Creemos que es un negocio que evidentemente puede sufrir en el corto plazo por el parón económico, pero que tiene una enorme capacidad de aguante desde la óptica patrimonial, operativa y de liquidez.



En definitiva, RHI Magnesita es un buen ejemplo de lo que queríamos explicar como “caso tipo” de rotación de activos hacia un perfil de compañía que nos permitiría esperar a que la situación se normalice (asumiendo que podemos estar equivocados o muy equivocados en el “timing de inversión”). Tanto el perfil de generación de caja del negocio como el balance, aun estresándolos por baja actividad continuada, nos parece que deben resistir bien este entorno económico de incertidumbre. A cambio de esta espera a que las cosas se normalicen, creemos que la compañía tiene un potencial de revalorización que puede fluctuar razonablemente entre un +50% y un +80% de la capitalización actual, lo que aun teniendo que esperar 3 años nos daría rentabilidades de doble dígito anualizadas.

En esta misma línea habíamos también iniciado un proceso de desinversión en **ArcelorMittal** que no terminamos de completar, y tras la corrección del mes de febrero (y la que estamos viendo en los primeros días de marzo) estamos de nuevo invirtiendo tranquilamente en la compañía. Arcelor es otra compañía cuyo perfil de riesgo se ha controlado muchísimo tras la ampliación de capital que hicieron en 2016, es una compañía que ha reducido los gastos financieros en unos €1.000 millones (se dice pronto) debido a una fuerte reducción de deuda y en estos momentos creemos que está en disposición de “navegar” mucho más holgadamente cualquier situación de estrés del negocio de lo que lo estaba hace 5 años. Los “swings” de valor en Arcelor son significativos y pensamos también que fluctuaciones de 30%-50% son muy razonables una vez que se normalice un poco la situación. El mismo razonamiento podríamos seguir en otras compañías como **Aperam** (donde habíamos desinvertido totalmente a principios de febrero). El mismo criterio estamos siguiendo con el sector energía, tan denostado últimamente. Tenemos un caso como el de **Repsol** con una rentabilidad por dividendo del 10% a la que podemos sumar la recompra muy probable de acciones de otro ¿5%?. NO vemos un problema de balance (mas allá de las provisiones contables por la valoración de las reservas que no implican ninguna salida de caja) y aunque no vemos que sea un sector para estar a largo plazo, si creemos que aun nos quedan ciclos “positivos” para los próximos 3 ó 5 años donde vale la pena estar. Evidentemente, el corto plazo estará afectado por la evolución de los precios del Brent que a su vez están muy marcados por la macro.

Naturalmente, no toda la rotación la debemos hacer hacia negocios industriales y existen otros sectores no tan expuestos al ciclo (aparentemente al menos) que también han sufrido o están sufriendo. Muchas otras compañías no tan afectadas por el ciclo es posible que sigan sufriendo correcciones y estaremos pendientes de estas oportunidades que ya se están presentando. Intentaremos priorizar la rotación hacia este tipo de activos menos expuestos al ciclo en la medida en que las valoraciones presenten oportunidades claras (esto suele llegar en las últimas fases de la corrección donde ya se generan ventas forzadas en algunos casos).

Ha sido especialmente fuerte la corrección en todos aquellos sectores de actividad relacionados con turismo y ocio. Las únicas dos compañías que tenemos en cartera con clara exposición al mismo son **TUI** y **Dufry** (ambas pesan actualmente algo más de un 1%). Han sufrido correcciones significativas (-45% aprox. en el último mes) sin que haya visibilidad sobre el momento en el que se podrá ver una normalización de su actividad. No creemos que ninguna de estas dos compañías tenga un problema de balance a corto plazo que nos haga pensar en una necesidad de ampliación de capital ni tampoco que puedan incumplir *covenants* financieros. Lo que sí está claro es que muy probablemente medio año de cuenta de resultados se va a ver muy afectado por este tema del coronavirus, de no revertirse la situación en las próximas semanas (cosa que no parece probable). TUI en concreto ha vendido recientemente un 50% de su división de cruceros de lujo Hapag-Lloyd (a un nada despreciable múltiplo de 30x EBITDA) lo que le va a permitir ingresar unos €600 millones y dejar por ahora su balance en una posición de deuda neta cercana a “0” (excluyendo *leases* operativos). TUI no tiene vencimientos de deuda en el 2020 (el primer vencimiento sensible es de €300 millones en 2021). En el caso de Dufry, no existen vencimientos significativos hasta el 2022 con lo que a priori en 2020 no deberían sufrir ningún evento de liquidez (los *covenants* están en 4,5x deuda contra Cash Flow operativo y actualmente están en 3,29x).



Dufry genera una parte importante de su cash flow en el segundo y tercer trimestre del año, con lo que es previsible que veamos un impacto significativo en sus cuentas del segundo trimestre al menos.

Por terminar con esta carta de febrero, es necesario mencionar que no teniendo visibilidad alguna sobre la duración de esta "crisis sanitaria" tenemos que estar preparados para asumir unas semanas de mucha volatilidad y de presión en las cotizaciones, es algo que ya hemos pasado en muchas ocasiones a lo largo de los últimos 20 años y aunque evidentemente ningún evento es comparable al anterior, una cosa si tienen en común "todo se normaliza" antes o después. Atendiendo un poco a nuestra propia experiencia esta es el resumen reciente de episodios de estrés y recuperación en los últimos 20 años:

Evolución de La Muza Inversiones tras correcciones del mercado

| Año | Inicio | | Fin | | Caída Total | Duración Caída | Se recupera | | Meses hasta Recuperar 100% | Duración | |
|-----------|------------|---------|---------------|---------|-------------|----------------|-------------|----------|----------------------------|----------|-------------------|
| | Correccion | VL | Correccion | VL | | | 12 meses | 24 meses | | Caída | 100% Recuperación |
| 2002 | abril-02 | 7,31 € | septiembre-02 | 5,78 € | -21,0% | 6 meses | 100,2% | 126,5% | 11 meses | 0,5 años | 0,9 años |
| 2007-2009 | octubre-07 | 23,65 € | febrero-09 | 10,86 € | -54,1% | 17 meses | 72,8% | 89,5% | 57 meses | 1,4 años | 4,8 años |
| 2011-2012 | abril-11 | 21,68 € | mayo-12 | 15,20 € | -29,9% | 14 meses | 92,7% | 122,7% | 17 meses | 1,2 años | 1,4 años |
| 2018 | abril-18 | 38,44 € | diciembre-18 | 29,96 € | -22,0% | 9 meses | 91,0% | 92,2% | ? | 0,8 años | ? |

*20 meses

En la mayoría de los casos, a los pocos meses de finalizar los episodios de corrección, se recupera un porcentaje muy importante de la caída y suele ser justamente durante esos meses posteriores a las caídas, donde la mayor proporción de recuperación se concentra. Cuando un inversor o el propio fondo decide vender en la fase de corrección, lo mas probable es que tampoco participe de la fase de recuperación y esto generalmente desemboca en perdidas "permanentes" de capital. Es por esta razón que nuestra filosofía es la de permanecer "permanentemente" invertidos. En el gráfico inferior se ve como sufre la rentabilidad de la inversión si un inversor o el propio fondo no participara en los días de mayor recuperación de los mercados. En estos últimos 20 años, (unos 5000 días de mercado), estando "ausente" en los 20 mejores días de recuperación de los mercados, la rentabilidad de La Muza hubiera caído a la mitad y en 40 días, la rentabilidad simplemente habría desaparecido. Creemos que después de la fuerte volatilidad provocada por el "coronavirus" se producirá, sin lugar a dudas un nuevo episodio de recuperación muy sensible de los mercados. Intentaremos mientras tanto trabajar en la línea que os hemos comentado a lo largo de esta carta.

Las Razones para estar Permanentemente Invertidos Histórico 20 años La Muza (abril 1999-abril 2019)

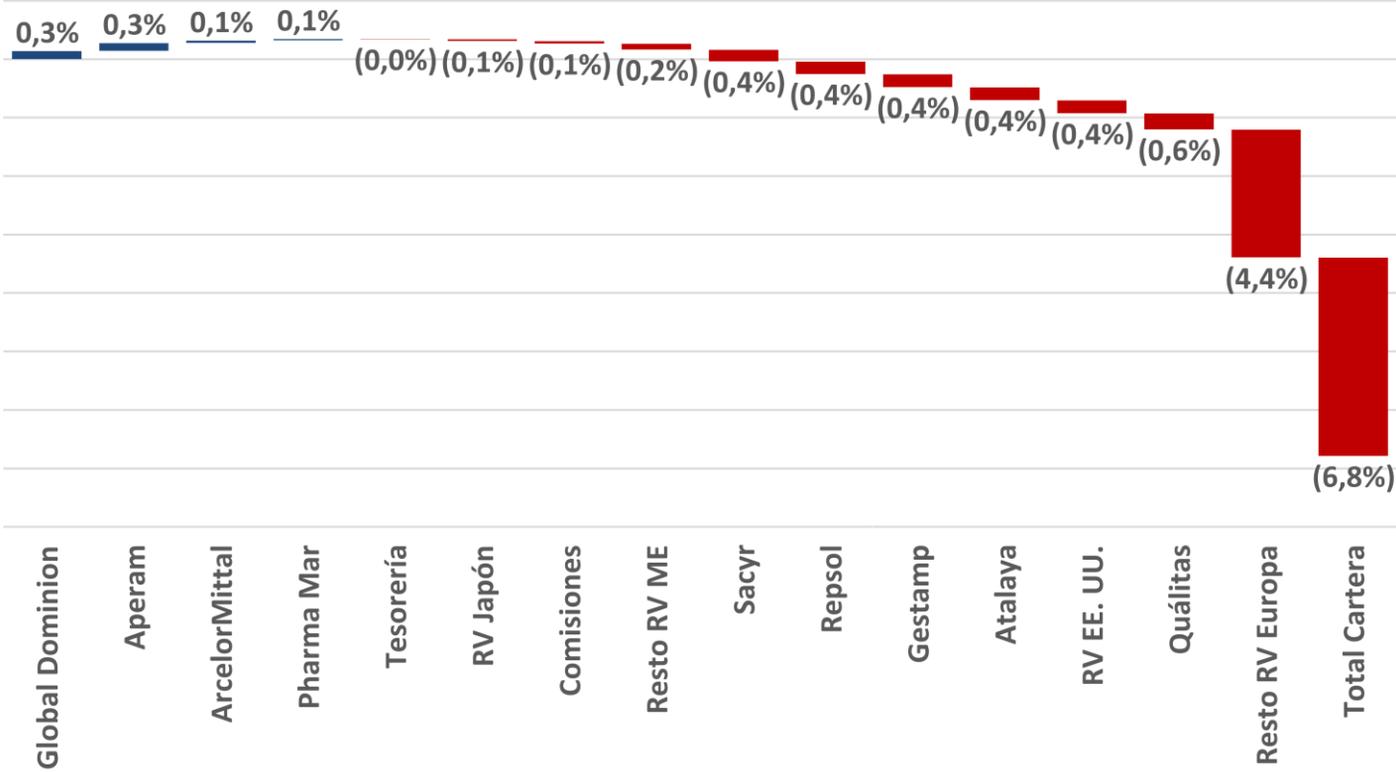


| Rentabilidad Acumulada | Rentabilidad Anualizada |
|------------------------|-------------------------|
| +463% | +9,0% |
| +377% | +8,1% |
| +317% | +7,4% |
| +207% | +5,8% |
| +12% | +0,6% |

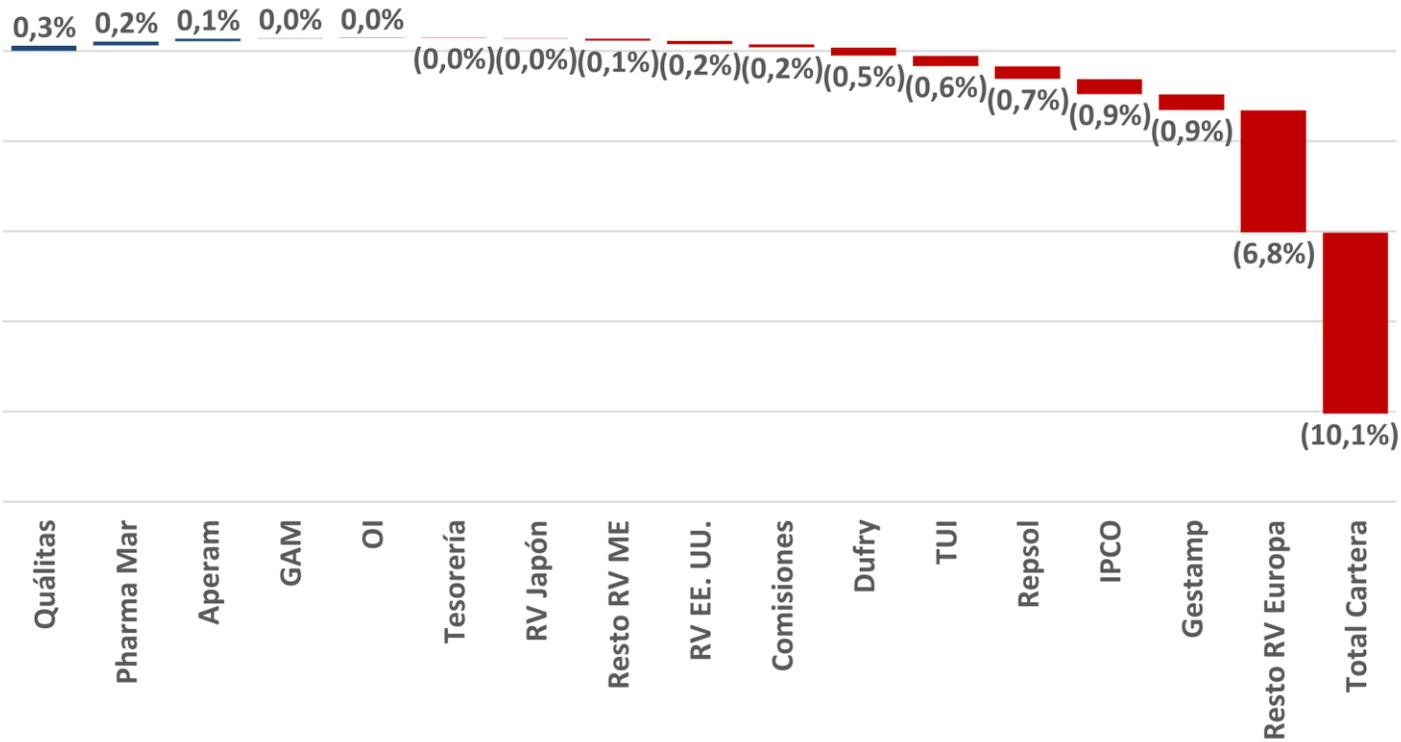
Muchas gracias por vuestra paciencia.



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES A CIERRE FEBRERO 2020



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2020

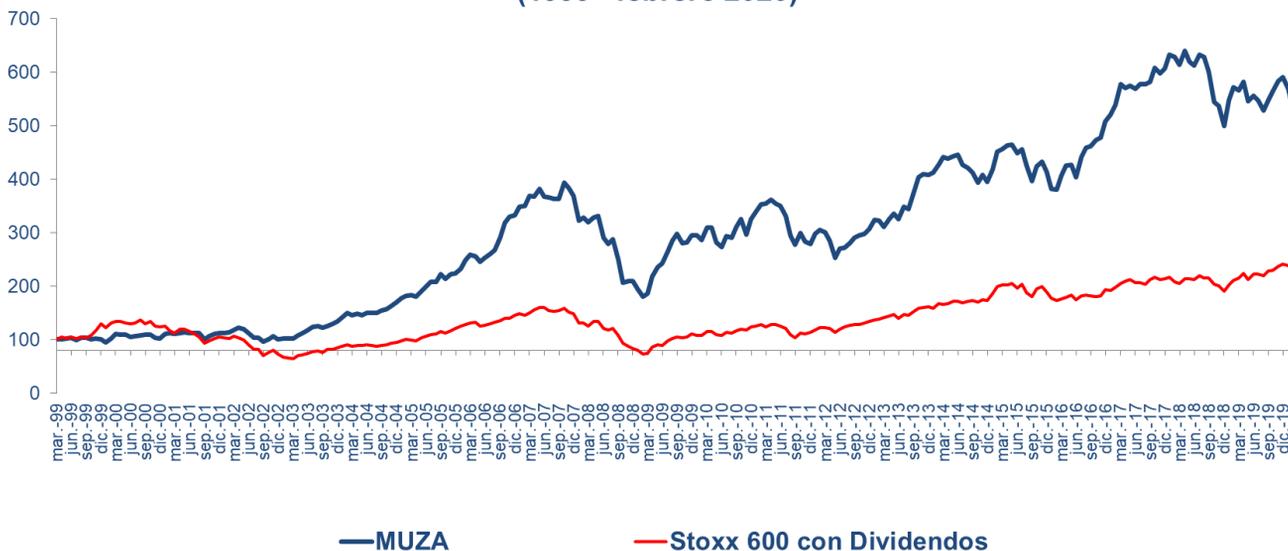




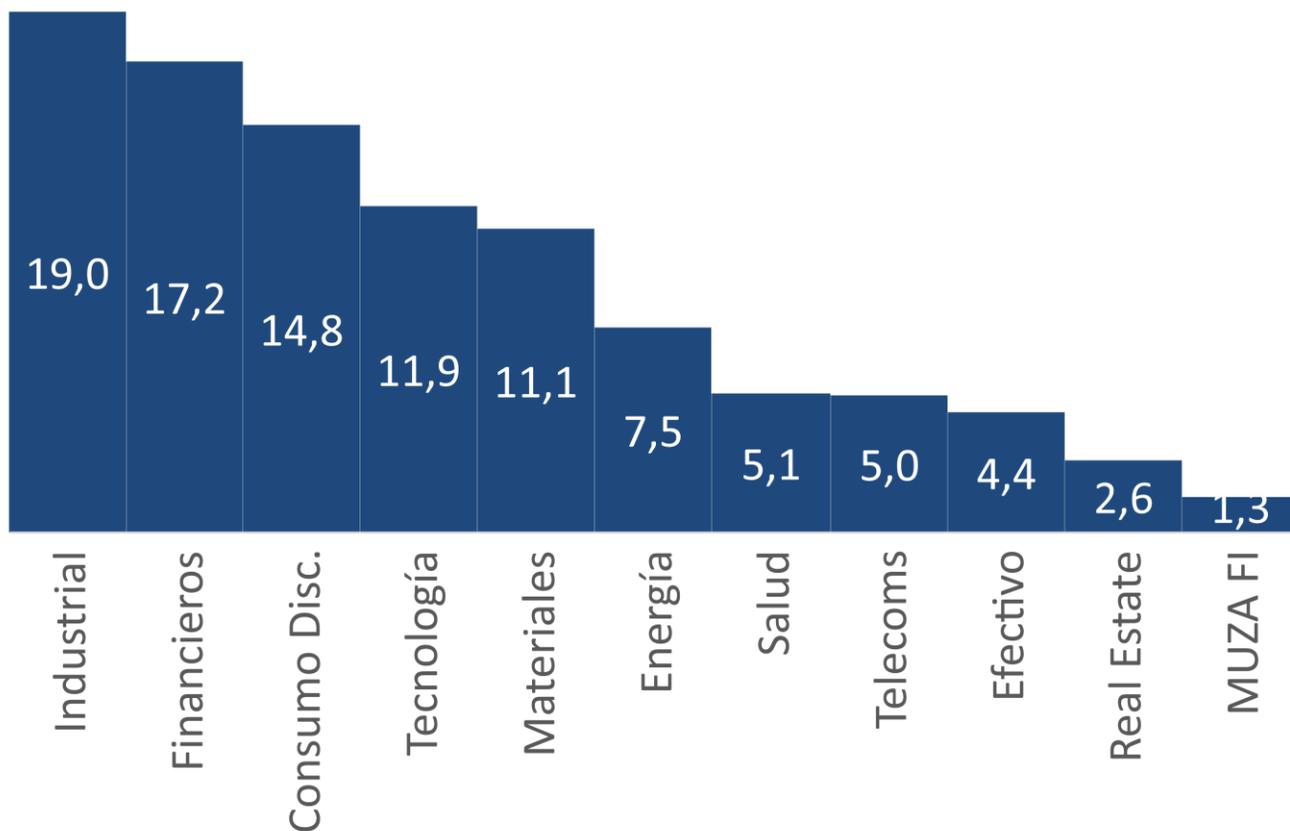
RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE FEBRERO 2020

| 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% |
| 2020* | -10,06% | -9,66% | -9,42% | -8,65% |
| RENTABILIDAD ACUMULADA | | | | |
| 1999-2019* | 423,23% | 26,42% | 118,77% | -10,45% |
| RENTABILIDAD ANUALIZADA | | | | |
| 1999-2019* | 8,2% | 1,1% | 3,8% | -0,5% |
| <i>(D) Dividendos incluidos</i> | | | | |
| <i>*Rentabilidad hasta 28/02/2020</i> | | | | |

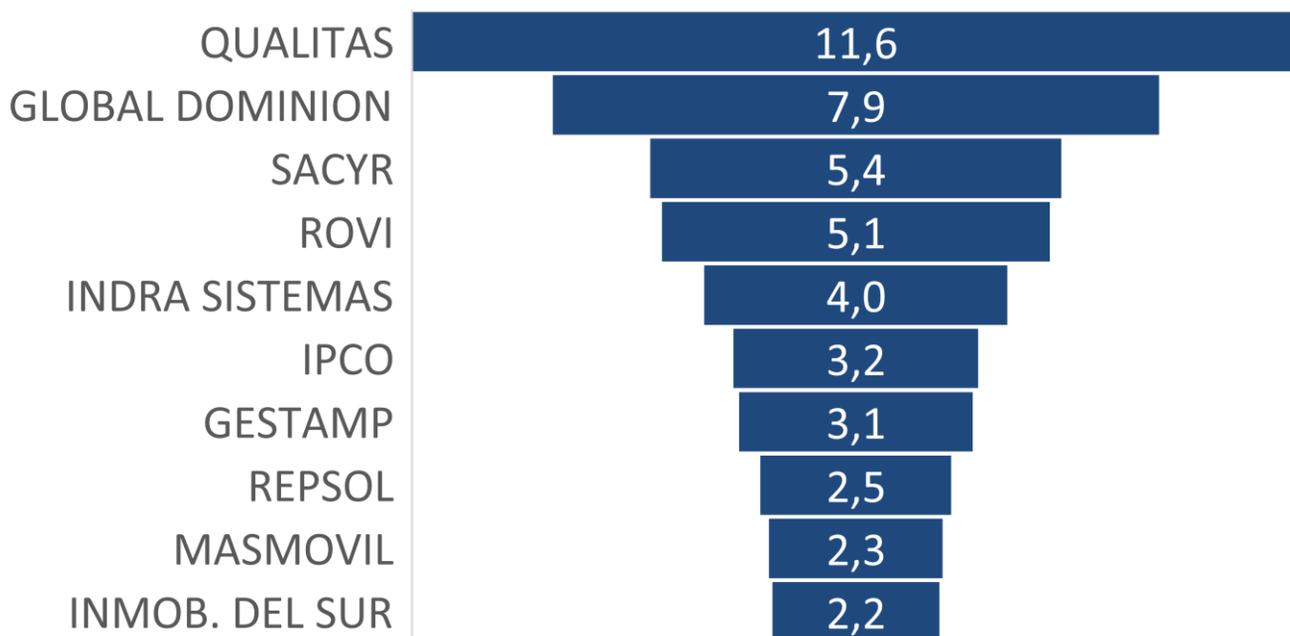
LA MUZA vs STOXX600 (D)
(1999 - febrero 2020)



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



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE FEBRERO 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, 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.