

**Valor Liquidativo: 22,6€**  
**Rentabilidad: -36,1%**  
**Activos: 101,1 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

*Comenzamos esta carta en la esperanza de que todos estéis bien de salud y pasando estos complicados días de la mejor manera posible. Queríamos tener un mensaje muy especial de apoyo y recuerdo para todos aquellos de vosotros que hayáis tenido la desgracia de sufrir de cerca las consecuencias de esta pandemia que nos rodea. Un cordial abrazo de parte de todo el equipo de Muza.*

#### Entorno

Dada la extraordinaria situación que nos rodea, nos gustaría iniciar esta carta con algunas reflexiones a las que posiblemente muchos de vosotros ya habréis llegado. Todos somos conscientes de que este virus va a marcar un antes y un después —al menos durante una larga temporada— en diversos hábitos de nuestra vida cotidiana. Van a pasar muchos meses hasta que seamos capaces de valorar en perspectiva el impacto global de esta pandemia, y no nos referimos exclusivamente al impacto económico, sino también al psicológico. Nunca antes habíamos experimentado la imposibilidad de libertad de movimiento y esto nos ha obligado a pasar por una “prueba de uso forzosa” en muchas materias como, por ejemplo, el propio teletrabajo. Volveremos a la normalidad antes o después, pero está claro, que muchos protocolos y formas de entender los riesgos van a cambiar —como también lo hicieron tras los atentados del 11-S.

Entrando ya en la materia de esta carta, el fuerte confinamiento al que nos estamos viendo sometidos va tener un sensible y, en muchos casos, irreparable efecto económico. Sin entrar a criticar los aciertos y desaciertos de muchos Gobiernos en la prevención y gestión de esta situación, nos hemos enfrentado a una situación absolutamente nueva y desconocida. Esta dura realidad que estamos sufriendo en el mundo desarrollado —que no decir del mundo subdesarrollado—, ha puesto además en evidencia las carencias estructurales que muchos países tenemos en diversos ámbitos de la industria y servicios, deficiencias que ni siquiera podíamos intuir se pondrían de manifiesto, como el simple hecho de ser incapaces de autoabastecernos de unas simples mascarillas o de unos test. Muy por encima de todo lo anterior, lo que esta pandemia ha puesto de relieve es que existe un riesgo más allá de las recesiones, los atentados e incluso de las guerras, que hasta ahora infravalorábamos o siquiera considerábamos y que ha puesto “patas arriba” la estabilidad económica de 5 continentes con una rotundidad e intensidad, no vista desde los periodos de post-guerra.

Aunque es cierto que a muchos nos vienen a la memoria los peores momentos de la crisis financiera del 2008, ni en los peores días de la misma, vivimos episodios de colapso en los mercados tan volátiles como los vividos desde mediados de febrero. Entrar a valorar ahora las causas de la dureza de las correcciones no viene al caso. Sean cuales fueren, creemos que esta corrección ha descontado, en muchos casos, una contracción económica muy severa, escenario que no podemos descartar, sobre todo, de cara a este primer semestre del año. No podemos recordar ningún episodio de la historia reciente de la economía donde se hayan dado situaciones de cierre absoluto de actividad en tanta diversidad de sectores, industrias y países al mismo tiempo y de manera tan brusca. Dicho lo anterior, esta crisis no se inició por razones de sobrecalentamiento de la economía, ni por una burbuja financiera, ni por ninguna otra causa estructural significativa —aunque algo pudiera estar dándose muy puntualmente en un determinado sector o país.

Teniendo en cuenta esta realidad, no tenemos por delante —como ocurrió con la crisis financiera— la necesidad de reestructurar la mayoría del sistema financiero mundial, ni de corregir unas valoraciones del mercado inmobiliario desorbitadas, ni nos enfrentamos aparentemente a ningún reto macroeconómico distinto del que esta ocasionado la propia pandemia, que no es otro que el de reiniciar una economía —evidentemente, un gran reto en sí mismo— tras quizás dos o tres meses de “hibernación”.

Es complicado barajar escenarios de recuperación, entre otras cosas, porque no sabemos aún cómo va a producirse la normalización. Tenemos cierta luz que nos guía hacia como podrían desarrollarse los acontecimientos en China, que nos lleva varios meses de ventaja.



Nuestro escenario central es que, si este proceso de normalización no se retrasa mucho más allá del primer semestre del 2020, una vez se den las condiciones adecuadas, la economía debería iniciar una recuperación paulatina. Si bien es cierto que vamos a necesitar estímulos y ayudas importantes para reiniciar los motores de la economía, los bancos centrales tienen ya claros y aprendidos muchos de los estímulos no convencionales que se utilizaron tras la crisis financiera y que ahora serán nuevamente necesarios para “reiniciar” la economía. A diferencia de lo que ocurrió en la crisis financiera, ahora están mucho más consensuadas las medidas no convencionales de intervención y no se ha perdido tanto tiempo en acordarlas e implementarlas (como ocurrió, sobre todo, en Europa). Por poner en algunos ejemplos, el BCE decidió lanzar un Programa de Compra de Emergencia Pandémica, con una dotación total de 750.000 millones de euros y plazo hasta finales de 2020. Por su parte, la Fed aprobó un programa adicional de QE por un billón —doce ceros— de dólares, así como una bajada de los tipos de interés de 100 pbs hasta el rango 0-0,25%, replicando su decisión de finales de 2008. El Banco de Inglaterra hizo lo propio, asignando 200.000 millones de libras al proceso de expansión cuantitativa. Sin duda, veremos más actuaciones provenientes de los bancos centrales, al estilo del famoso *“whatever it takes... and believe me, it will be enough”* de Mario Draghi en 2012. El hecho de que estas medidas se hayan implementado con mayor rapidez, unida a la ausencia de tener que luchar contra un problema estructural grave, nos hace pensar, sin ánimo en absoluto de pecar de optimismo, que la senda de recuperación debe ser posible en un contexto de tiempo no muy lejano. Aquí es donde entra el juego de las letras, quizás debamos manejar un perfil de recuperación en “U” y no tanto de “V”, pero creemos que no hay razón a día de hoy para pensar en una “L”.

### Situación de mercado

Dentro del contexto de la post-Guerra Fría, surgió en la Academia Militar de los Estados Unidos el concepto de VUCA, un acrónimo formado por la letra inicial de las siguientes palabras: *Volatility, Uncertainty, Complexity* y *Ambiguity*. El término en cuestión resulta apropiado para describir el entorno originado a raíz del COVID-19 en todos los mercados.

Los índices europeos cerraron marzo con caídas mensuales superiores al 15% e, incluso, por encima del 20% en el caso de Italia y España, los dos países inicialmente más afectados por la enfermedad en Europa. Se trata de un evento sin precedentes en este siglo, pues ni en el mes más complicado de la crisis financiera de 2008 (octubre), se registraron semejantes caídas. La misma lectura se puede extraer de los niveles de volatilidad sufridos, que alcanzaron “80% y 90%” (VIX) —a modo de referencia, su media de los últimos 5 años se sitúa en torno a 15%— para días después estabilizarse entre 50 y 60. En resumidas cuentas, a lo largo de marzo asistimos a lo que comúnmente se podría definir como un “mercado roto”.

En China, se ha frenado el ritmo de infectados y ya se vislumbran signos de normalización (fin de las restricciones de movilidad o reapertura de las fábricas incluso en el epicentro de la epidemia). La vuelta paulatina a la normalidad de China se debería extrapolar en estas próximas semanas a Europa y progresivamente a otras regiones que iniciaron el confinamiento más tarde. Al otro lado del Atlántico, EE. UU. lidera las cifras de casos confirmados a nivel global y los pronósticos apuntan a que el pico de contagios.

En el frente corporativo, la inmensa mayoría de compañías han suspendido cualquier tipo de indicación sobre las estimaciones de resultados que esperan para el 2020, ante la total falta de visibilidad. En coherencia con lo anterior, muchas compañías están preservando y gestionando la liquidez (ampliando líneas de crédito, cancelando dividendos y programas de recompra de acciones), implementando recortes de costes, cancelando planes de inversión que no sean estrictamente necesarios y, por supuesto, ajustando plantillas en la medida de sus posibilidades.

En este contexto de alta incertidumbre, a riesgo incluso de sonar arrogantes y/o imprudentes, tenemos la obligación de asumir una hipótesis de vuelta a la normalidad en la que apoyarnos, siendo ésta que las cosas empiecen a normalizarse en la segunda mitad de este año. Basados en esta hipótesis, hemos empezado a rotar algunas inversiones de nuestra cartera hacia aquellas compañías que creemos cumplen razonablemente con el doble objetivo de “sobrevivir” mejor en un contexto de incertidumbre y, al mismo tiempo, permitan recuperar una cantidad de valor similar a la que necesitamos para volver a nuestro valor liquidativo previo a la pandemia. En este entorno de incertidumbre es igual, o más importante, seleccionar donde **no estar invertidos** que acertar en donde sí debemos estarlo, sabiendo que la línea que separa una de otras inversiones es a veces muy difusa.



### Resumen de cartera

La **Muza Inversiones** cerró el mes de marzo con una caída del 29,0%, siendo la rentabilidad acumulada en el conjunto del año del -36,1%. Estamos actualmente invertidos en 59 compañías, con un nivel de inversión del 96,9%.

En términos de rendimiento mensual, han destacado en su comportamiento **Quálitás** como mayor detractor. Como bien sabeis, **Quálitás** es nuestra principal inversión (más de un 10% del capital de la SICAV está invertido en esta compañía) por lo que cualquier variación en su cotización influye de manera significativa en la rentabilidad agregada. A la suma de la caída de la acción, que en el mes de marzo perdió más de un 26%, se unió la debilidad del peso mejicano, que cayó otro 21%. En nuestra opinión, esta inversión sigue manteniendo todas las cualidades que venimos indicando desde hace mucho tiempo. Dicho lo cual, es innegable que el contexto macro del mundo, y el de Méjico en particular, va a cambiar. Méjico está empezando ahora su confinamiento y este hecho, unido a que es un país cuya economía tiene una fuerte dependencia de EE.UU., del crudo y del turismo, nos hace pensar en un contexto macro donde el país sufrirá a buen seguro un parón. Por el lado positivo, si el país entra en un contexto de menor tráfico de coches y camiones, los ratios de siniestralidad de Quálitás deberán disminuirse proporcionalmente, otorgando mejores márgenes en este periodo de tiempo a la compañía, por lo que no vemos a corto plazo ningún elemento de preocupación en su cuenta de resultados. Por otro lado, el consejo de administración anunció hace pocos días un plan de recompra de acciones —que someterá a su Asamblea de accionistas en abril— de 1.400 millones de pesos, lo que equivale casi al 6% del valor de la compañía a cierre de marzo. Adicionalmente, se aprobó un pago de dividendo de otros 722 millones de pesos, elevando la remuneración total al 8,5%. Después de terminar con estos 2.100 millones de pesos de remuneración entre recompras y dividendos que se ejecutaran a la largo del 2020, la compañía sigue teniendo un exceso de capital (caja) de otros 4.000 millones de pesos (un 16% de la capitalización a cierre de marzo) y creemos puede estar cotizando en este momento a unas 6 veces beneficios del 2020 o un Flujo de Caja libre entre capitalización del 16%.

Siguiendo con el resto de movimientos de la cartera, hemos continuado con el proceso de rotación de inversiones a lo largo del mes, desinvirtiendo totalmente en **Serco** y **Subaru**, así como reduciendo nuestra inversión en **Boskalis** y **ROVI**. En paralelo hemos comenzado a invertir en **Almirall**, **Alphabet**, **Altri**, **Maersk** y **Merlin Properties**. También, hemos incrementando algo exposición en **Atalaya**, **Dufry** y **Sacyr**.

Una de las nuevas incorporaciones ha sido **Almirall** compañía que se ha transformado mucho desde que vendiera su división de respiratorio a Astra Zeneca en 2014, desde entonces, ha construido un portfolio de especialidades dermatológicas a través de diversas adquisiciones (Aqua, Polichem, Thermigen y el portfolio de Alergan para Acné). La compañía ha sufrido recientemente en su cotización porque se encuentra en un periodo de transición. Por un lado, le están cayendo las ventas de algunos productos como Aczone (sale de patente), al mismo tiempo que los hitos de AstraZeneca, que venían de la venta de respiratorio a AstraZeneca en el 2014, empiezan a disminuir y, por otro lado, la comercialización de otro componente, Seysara, presenta algo de incertidumbre. Dichos factores, entre otros, han hecho que la acción haya caído especialmente en estos últimos meses.

Sin embargo, creemos que tenemos una compañía cuyo crecimiento potencial en los próximos 2 ó 3 años puede ser muy significativo y se debe, fundamentalmente, a un pipeline de productos donde destacan dos compuestos especialmente importantes. El primero es el KX2-391 para combatir la Keratosis Actínica (se espera el lanzamiento en la primera y segunda parte del 2021 en EE. UU. y Europa, respectivamente). Esta enfermedad es el “pre-cáncer” más común de la piel, que se da por exceso de exposición solar y, de no tratarse, acaba ocasionando carcinoma. Se calcula que en EE.UU. hay más de 50 millones de personas afectadas. Almirall calcula que podrían tener ventas de este producto en el entorno de los 300 millones de dólares (alrededor de un 30% de las ventas actuales de la compañía). El otro compuesto importante es Lebrikizumab (lanzamiento en 2022), para el tratamiento de la Dermatitis Atópica. En Europa se calcula que hay unos 4 millones de personas afectadas. El único tratamiento similar que se comercializa en Europa es Dupixent de Sanofi, que vendió 2.000 millones de euros en 2019. El compuesto de Almirall, se espera que tenga la misma eficacia que Dupixent pero con una sola inyección al mes, lo que lo hace a priori más atractivo.



Con un valor de empresa que ronda los €2,2bn y una generación de caja que se debería normalizar por encima de los €200m, el mercado valora Almirall a un múltiplo de Flujo de Caja de unas 10 veces. Al margen de una valoración más que razonable, tenemos toda la potencialidad de los compuestos que hemos mencionado y de otros que, por no hacer muy extensa esta carta, hemos omitido. Almirall creemos que debería sufrir muy poco en el contexto actual de pandemia, incluso, asumiendo un parón muy severo más prolongado de la economía.

Otra nueva inversión en la cartera ha sido **Alphabet**. Aunque somos conscientes de que no ganaría un concurso de originalidad, consideramos que aporta un componente de calidad diferencial. Siempre pensamos que la única forma de poder comprar esta compañía a precios atractivos sería en un escenario de estrés de mercados, como el actual. Alphabet engloba una batería de negocios que, a su vez, son auténticos “monstruos” por sí mismos como, por ejemplo, Google, YouTube, Waymo o Android. Aunque creemos que no es totalmente inmune a la caída de la actividad económica —sobre todo, en la parte de publicidad online— estos efectos serán transitorios. Tiene actualmente 100.000 millones de dólares en caja. El mercado estima un beneficio neto de unos \$40bn para 2021, con lo que estaría cotizando a 16 veces Valor Empresa, múltiplo que nos parece más que razonable para la cantidad de opcionalidad que hay en sus diferentes negocios.

Seguimos viendo sectores que van a sufrir especialmente en este año 2020, entre otros, los relacionados con el turismo en su más amplio espectro (cruceiros, agencias de viajes, cadenas hoteleras y aerolíneas). También, y por razones evidentes, el sector de petróleo —que ya venía algo “tocado” antes del inicio de la pandemia— seguirá sufriendo hasta que se ajusten correctamente oferta, demanda e inventarios. Adicionalmente, algunos sectores financieros van a tener impactos a corto y medio plazo en sus carteras e ingresos (hemos visto hace poco a JP Morgan adelantando fuertes provisiones en este primer trimestre de cara a lo que viene por delante en el 2020). Dentro de esta tipología de sectores que van a estar claramente expuestos a las consecuencias del fuerte parón de actividad, se están produciendo oportunidades de valor muy interesantes. Actualmente, tenemos exposición al sector turístico a través de **Dufry** (1,4%), **Grupo Hotelero Santa Fe** (0,9%) y **TUI** (1,3%). En el caso de la industria petrolera, la posición más fuerte es la de **Repsol** (3,9%), seguida de **IPCO** (2,2%) y **Royal Dutch** (1,7%). Nuestra exposición al sector financiero se limita a dos bancos medianos: **Liberbank** (1,3%) y **Unicaja** (0,9%). Todas estas compañías van a sufrir este 2020 y probablemente la resaca llegue en algunos casos al 2021, dicho lo cual la mayoría de sus cotizaciones han caído en estas últimas semanas a la mitad o incluso por debajo, recogiendo mucho ya de este escenario en su valoración. La razón de permanecer invertidos en todas ellas estriba en que, pensando en los próximos 2 años, incluso asumiendo que alguna de ellas necesitara capital adicional —enveto que hoy no vemos pero no podemos descartar—, la probabilidad de duplicar o triplicar la inversión en algunos casos creemos que es alta. Por último, el sector automovilístico estaría también incluido en este último recuento de compañías afectadas. **CIE**, **Daimler** y **Gestamp** representan en conjunto alrededor del 5% de la cartera. Aún teniendo claro que 2020 va a ser un “annus horribilis” en general, no nos extrañaría ver muchos planes de ayuda al sector impulsados por los Gobiernos una vez se terminen estos episodios de confinamiento.

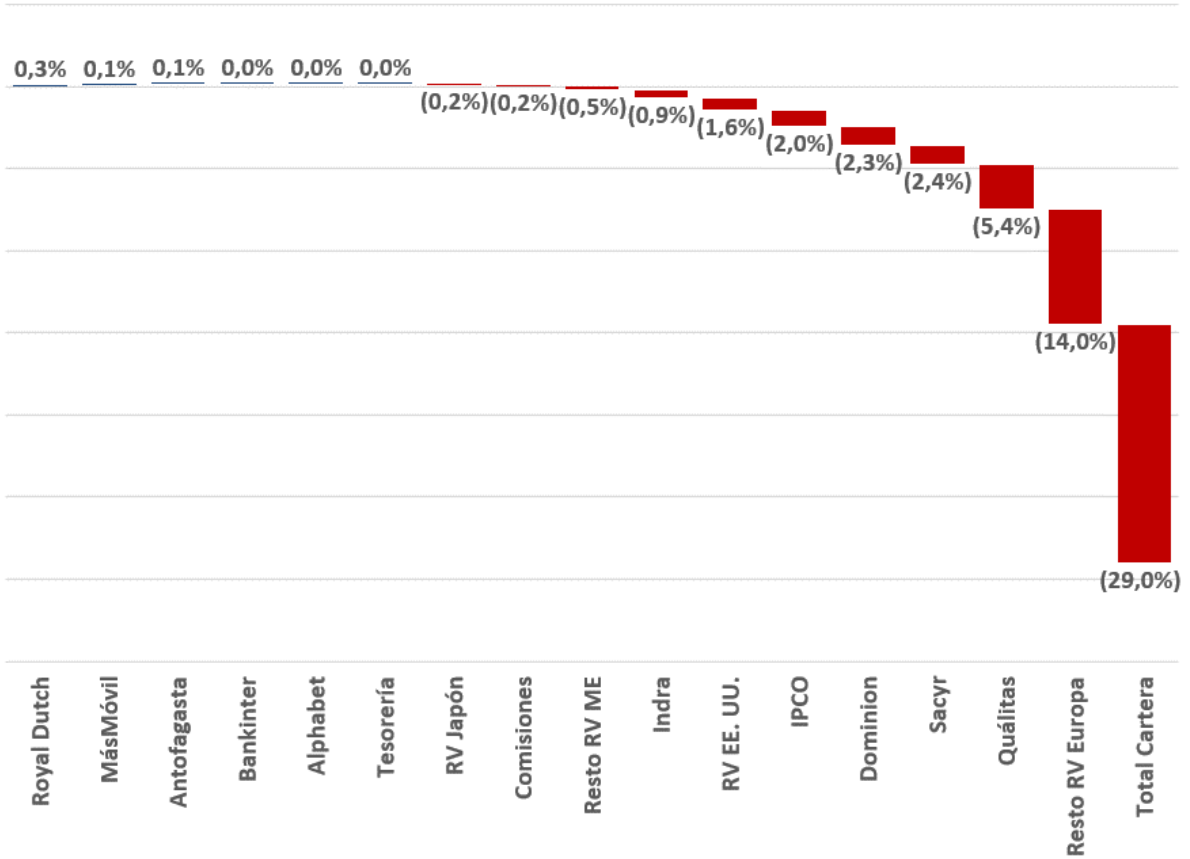
Os pedimos como siempre que seáis pacientes. Sabiendo que estamos viviendo un periodo de incertidumbres muy fuertes, es igual de cierto que se están abriendo oportunidades muy atractivas, el valor de permanecer como siempre invertidos nos llevará probablemente equivocarnos en algunas decisiones pero a buen seguro nos permitirá también participar en numerosas oportunidades de valor.

Muchas gracias y mucho ánimo,

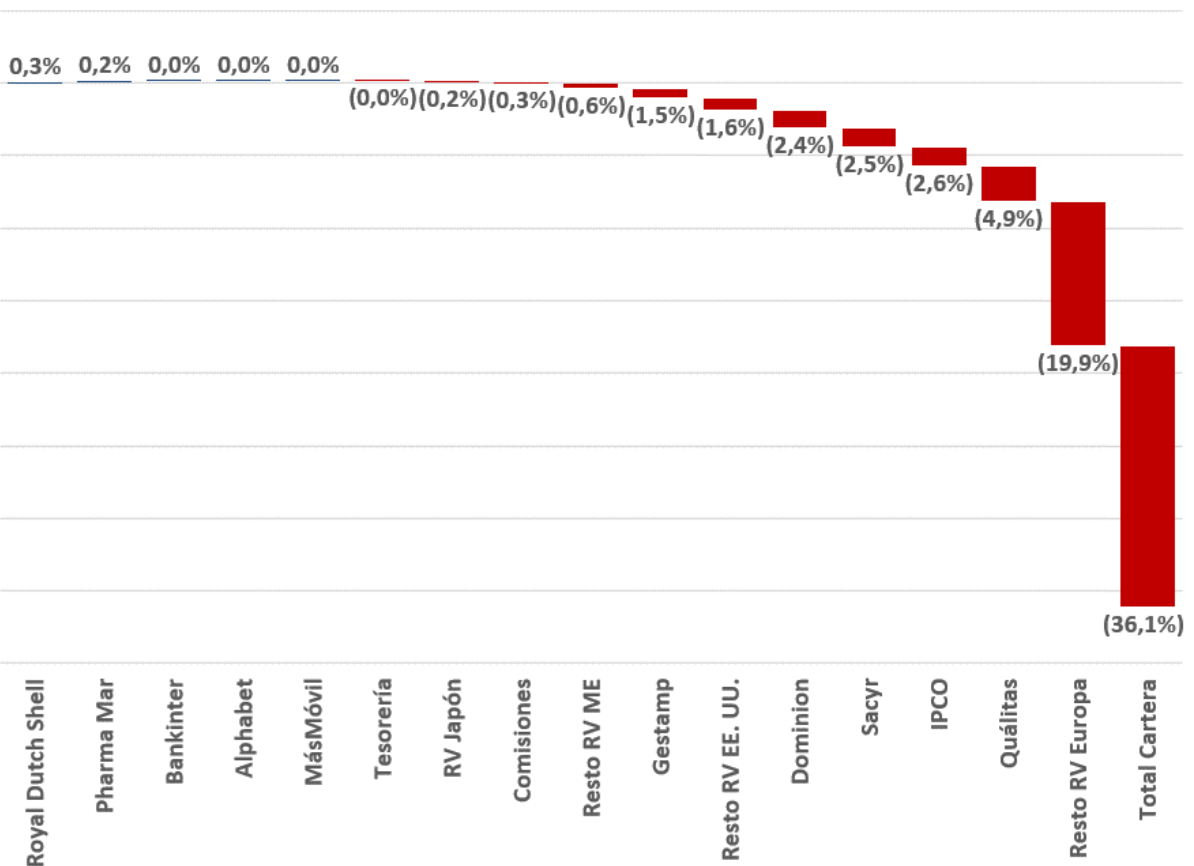
Muza Gestión



**PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES A CIERRE MARZO 2020**



**PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2020**

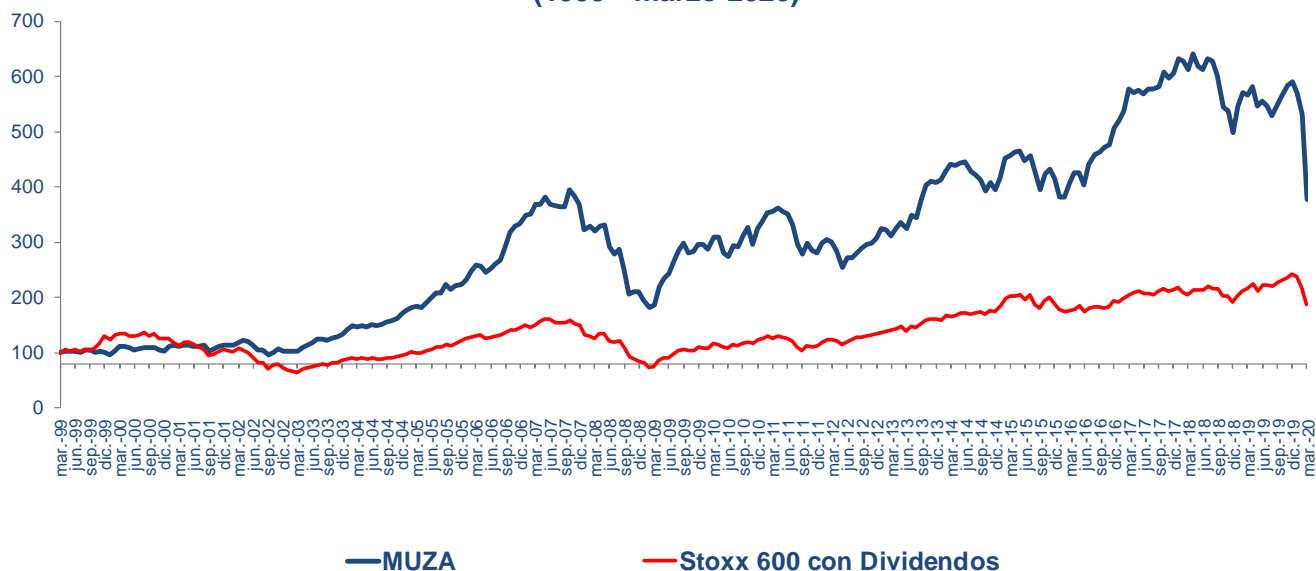




## RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE MARZO 2020

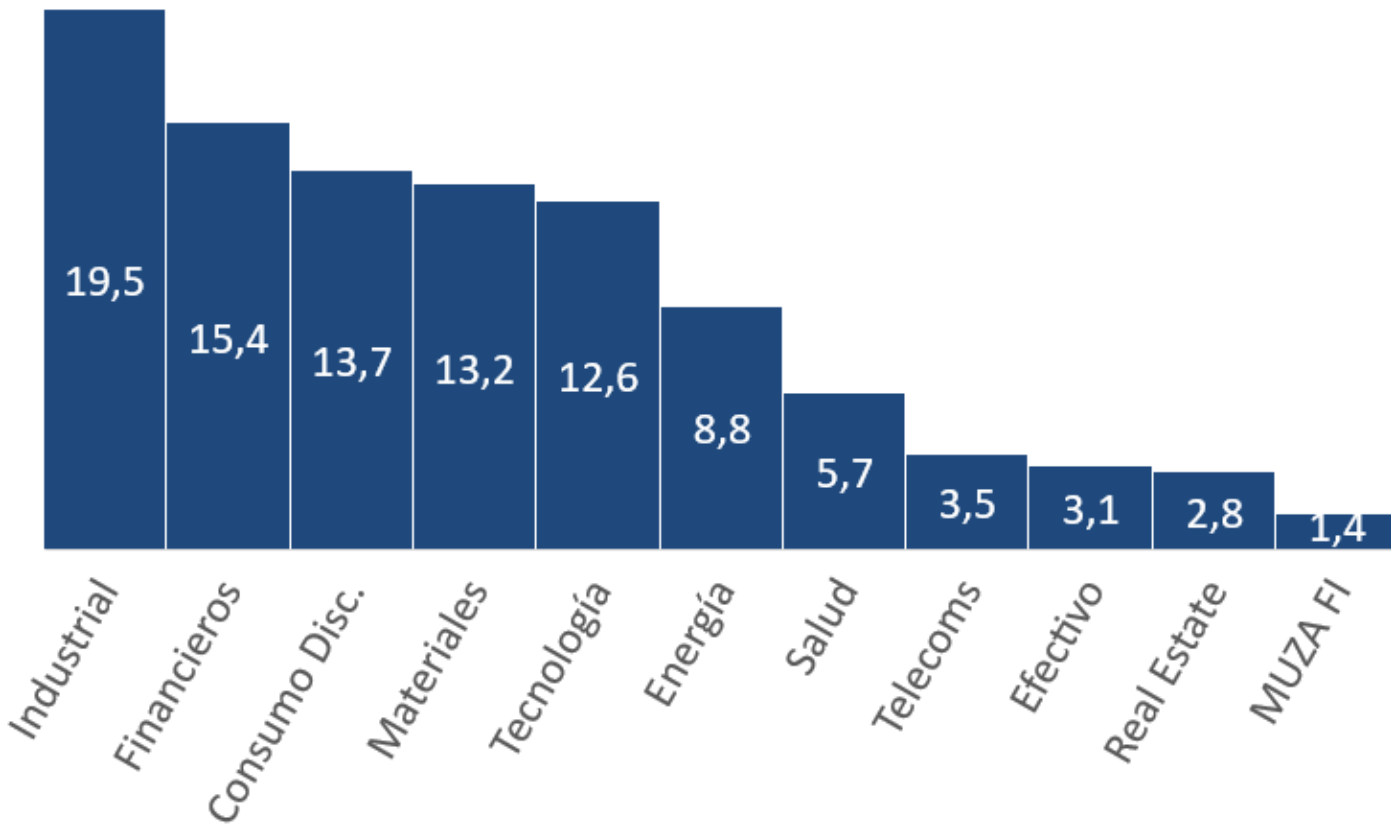
| RENTABILIDAD EN EL PERIODO            |         |           |               |         |
|---------------------------------------|---------|-----------|---------------|---------|
|                                       | LA MUZA | STOXX 600 | STOXX 600 (D) | IBEX    |
| 1999                                  | 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*                                 | -36,12% | -23,03%   | -22,57%       | -28,94% |
| RENTABILIDAD ACUMULADA                |         |           |               |         |
| 1999-2020*                            | 272,57% | 2,47%     | 77,54%        | -31,98% |
| RENTABILIDAD ANUALIZADA               |         |           |               |         |
| 1999-2020*                            | 6,4%    | 0,1%      | 2,7%          | -1,8%   |
| <i>(D) Dividendos incluidos</i>       |         |           |               |         |
| <i>*Rentabilidad hasta 31/03/2020</i> |         |           |               |         |

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

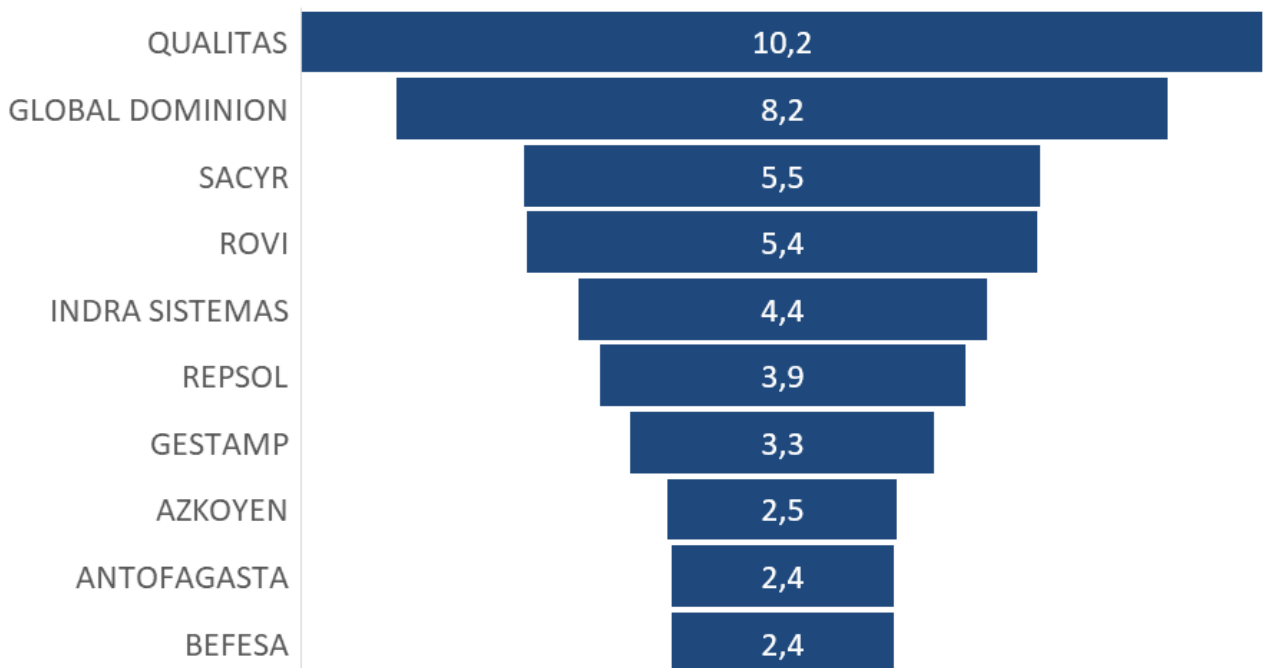




### DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE MARZO 2020



### PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE MARZO 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.