

Valor Liquidativo: 25,27€

Rentabilidad: -28,7%

Activos: 106,2 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

Las últimas semanas del mes de octubre han estado marcadas por el empeoramiento de la pandemia y la creciente implementación de confinamientos, más o menos restrictivos, lo que ha vuelto a sembrar de incertidumbres este último trimestre del 2020 y el arranque del 2021.

Seguimos pensando que el punto de inflexión de dicha pandemia y por ende de los mercados, está en la aprobación de las diferentes vacunas que se encuentran en la fase final de sus respectivos ensayos clínicos. Como ya comentamos en nuestra última carta, es posible que Pfizer y Moderna estén en disposición de pedir la aprobación rápida de sus vacunas a finales de noviembre o principios de diciembre.

Los mercados son máquinas de descontar expectativas y en estos momentos la pandemia no permite tener visibilidad clara sobre el 2021. En la medida que alguna de las vacunas estuviera disponible para la primera parte del año que viene, serviría de punto de anclaje para que las bolsas pudieran establecer unos escenarios más fiables de crecimiento de la economía, permitiendo a los inversores recuperar mucha confianza.

Por último, y aunque es un elemento posterior al cierre de octubre, con la conocida victoria de Biden en EE. UU., se ha cerrado otro de los focos de incertidumbre relevantes del año 2020.

Resumen de cartera

La Muza Inversiones registró una caída del 3,8% en octubre y acumula una rentabilidad negativa del 28,7% en el conjunto del año. Estamos invertidos en 55 compañías, con un nivel de inversión del 97,5%. A lo largo del mes redujimos parcialmente nuestras inversiones en **Quálitas**, **Maersk** y **TCM**. Adicionalmente terminamos de desinvertir en **Navigator** en favor de **Semapa** (holding que controla el 69% de Navigator) que, como comentamos en nuestra anterior carta, consideramos que es una forma de invertir en Navigator con mayor descuento. Hemos seguido vendiendo algunas **PUTs** sobre compañías que consideramos infravaloradas como **Inditex** y **Repsol**. Por último, hemos invertido en la salida a bolsa de **Soltec** (compañía dedicada a la fabricación de seguidores para paneles solares).

En lo que se refiere al rendimiento mensual, han destacado **Quálitas** y **Dominion** (nuestras dos primeras posiciones por peso) como mayor contribuidor y detractor, respectivamente. **Quálitas** publicó nuevamente unos resultados muy sólidos en el tercer trimestre gracias a una siniestralidad anormalmente baja, producida fundamentalmente por los confinamientos que han reducido sustancialmente el tráfico y por lo tanto los accidentes. Así, el resultado neto de los 9 primeros meses del año fue de MXN 5.334m (EUR 215m), lo que ha supuesto igualar ya el resultado del año 2019 completo y, teniendo en cuenta que el cuarto trimestre seguirá en esta misma línea, es de esperar que este año Qualitas registre nuevamente unos resultados históricos.



Estos buenos resultados han incrementado el exceso de capital regulatorio a una cifra equivalente a un 30% de la capitalización actual de la compañía, lo que significa que la compañía dispone de un exceso de caja del orden EUR 450m sobre una capitalización de EUR 1.500m, que podría utilizar para aumentar la remuneración para el accionista y/o acelerar el crecimiento orgánico e inorgánico.

Por su parte, **Dominion** presentó unos resultados del tercer trimestre que mostraron una clara recuperación, tanto en ventas como en beneficio neto (ya positivo en el trimestre y en el acumulado 9 meses). Por geografías, Europa y Asia recuperaron gran parte de la actividad, mientras que LATAM permanece aún muy afectada. Por segmentos, B2B Servicios (50% de las ventas y 49% del margen de contribución) a pesar de una caída orgánica del 13% año a año en ventas, principalmente, por desinversiones estratégicas en T&T (Telecomunicaciones, Infraestructuras, etc.), consiguió mantener los márgenes en doble dígito, gracias a una estructura de costes flexible. En B2B Proyectos 360 (31% de las ventas y 47% del margen de contribución) el efecto de la pandemia ha obligado a retrasar —que no cancelar— proyectos en cartera, sin ello suponer un impacto en los márgenes. En B2C (19% de las ventas y 4% del margen de contribución) la captación de clientes comparado con el estimado se ha ralentizado, especialmente, en el vertical de Energía. Con todo, la compañía apunta a EUR 60m de EBITDA y más de EUR 10m de beneficio neto en este año 2020. Esta pandemia ha supuesto a grandes rasgos el retraso de 1 año en el plan estratégico de crecimiento de la compañía.

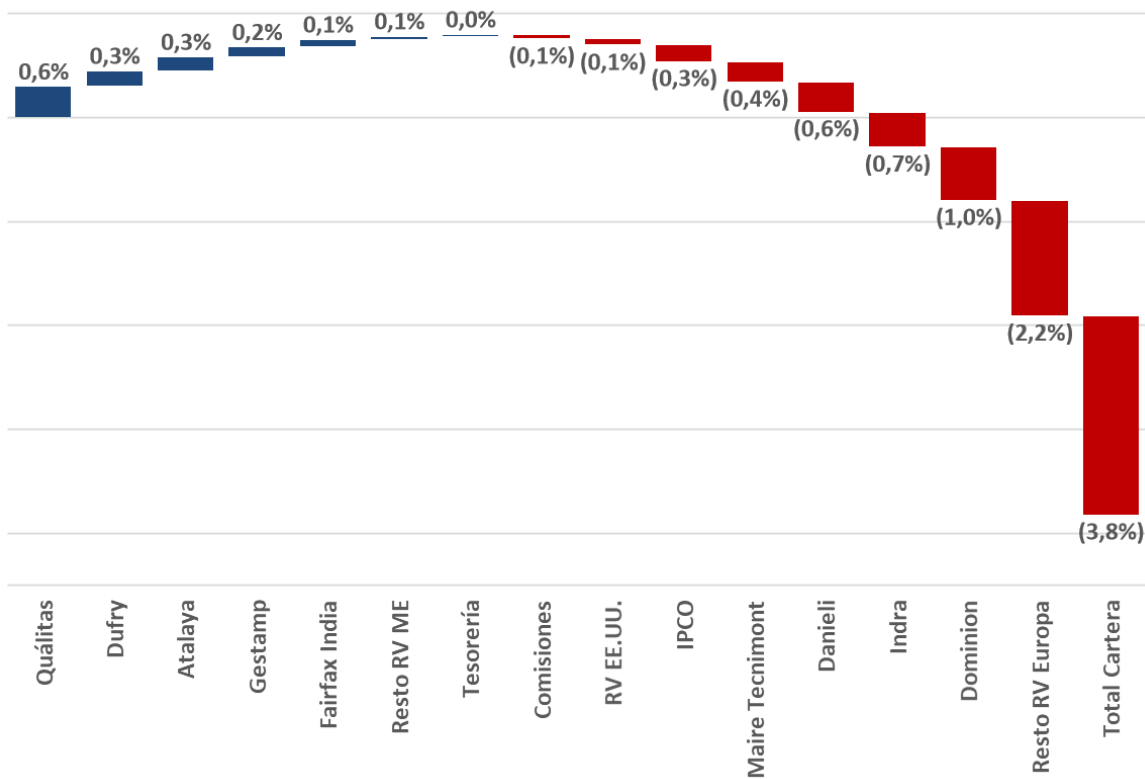
Por último, merece la pena comentar algunas dinámicas que estamos observando en muchas compañías en las que estamos invertidos y que no es otra que la de fuerte disciplina de ahorro de costes. Tenemos el caso de **Gestamp**, que venía de una fuerte etapa de crecimiento en distintas áreas geográficas con la consiguiente expansión de costes que este crecimiento suele llevar aparejado. La pandemia ha provocado un obligado esfuerzo en ahorros estructurales y que de otra manera hubieran tardado tiempo en cristalizarse, de modo que en cuanto empiecen a normalizarse las ventas, asistiremos a una notable expansión de márgenes. Algo similar está ocurriendo en **Indra**, que ha iniciado una tardía pero necesaria reestructuración laboral (pendiente de negociación con los sindicatos). Dicha negociación se ha visto precipitada por la actual coyuntura y de otra manera, hubiera sido (probablemente) de difícil implementación. Y así otras tantas muchas compañías que creemos van a salir de esta pandemia con una estructura de costes mucho más ligera. Son cuestiones que hoy en día no “lucen”, pero que a buen seguro tendrán su recompensa en la valoración de muchas compañías cuando éstas recuperen un ritmo de actividad más normalizado.

Muchas gracias,

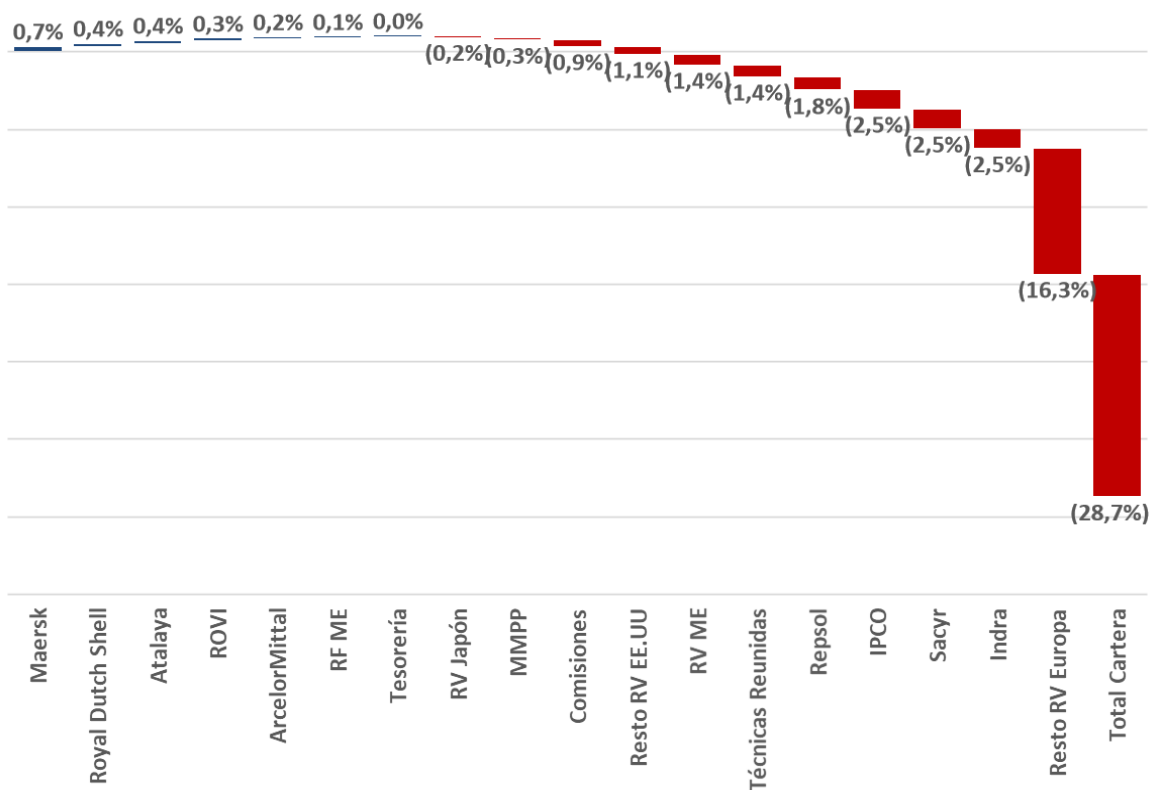
El equipo de Muza Gestión



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES OCTUBRE 2020



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2020

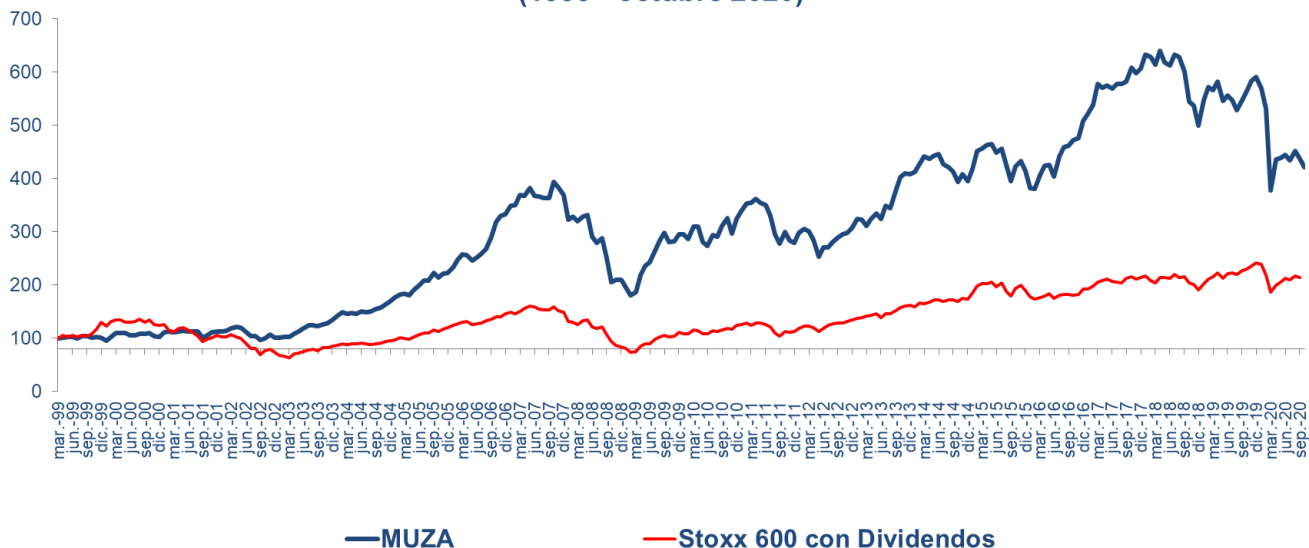




RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE OCTUBRE 2020

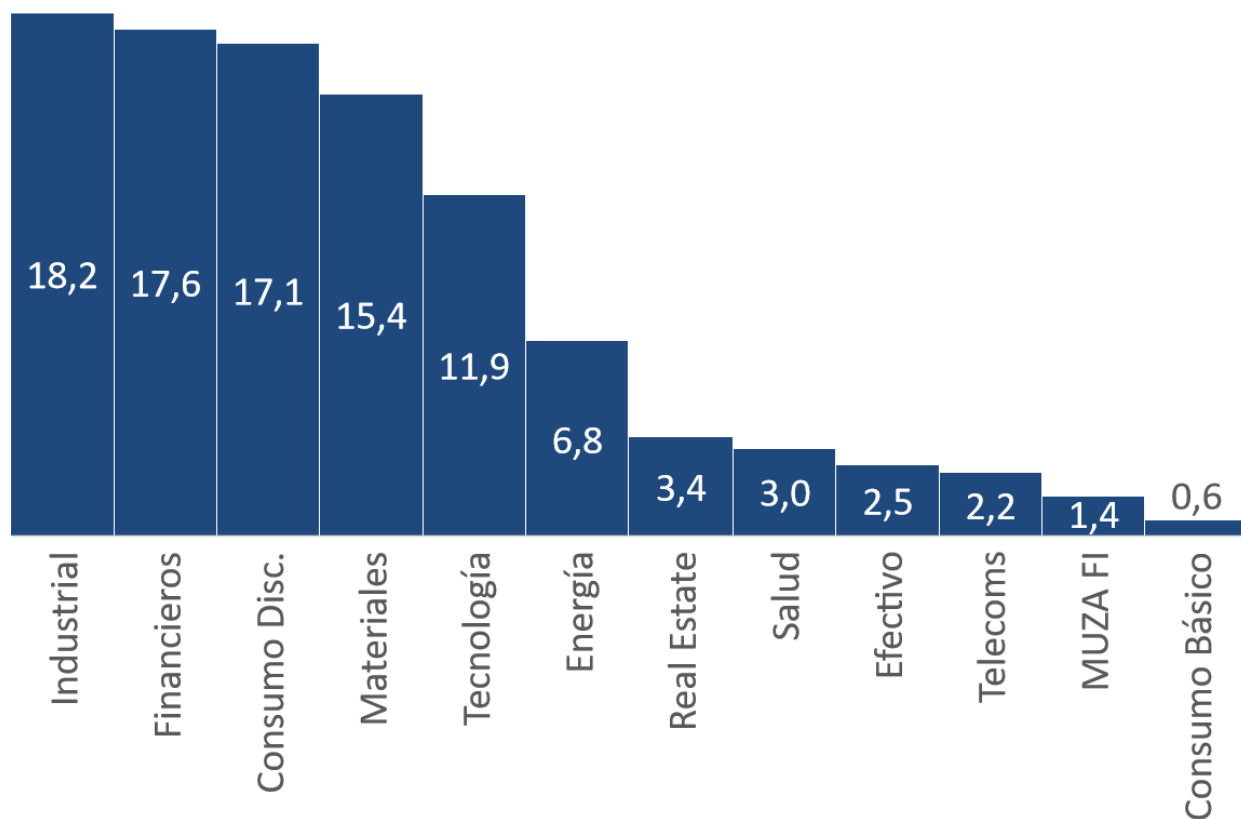
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
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*	-28,68%	-17,67%	-16,07%	-32,43%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2020*	315,93%	9,61%	92,43%	-35,32%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2020*	6,7%	0,4%	3,0%	-2,0%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>*Rentabilidad hasta 30/10/2020</i>				

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

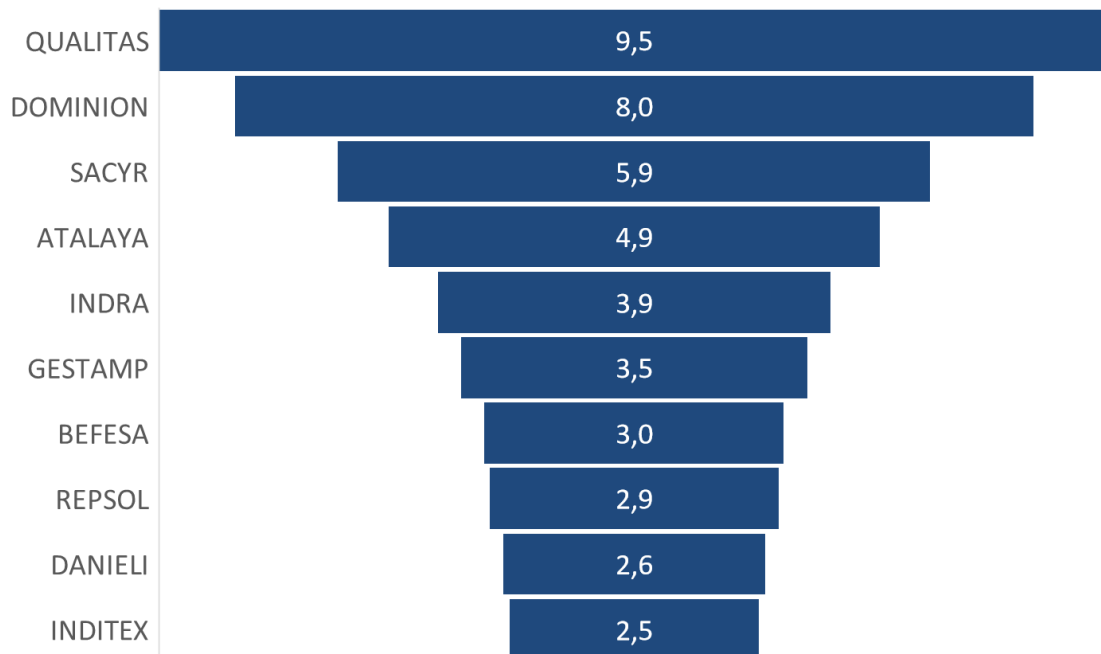




DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE OCTUBRE 2020



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE OCTUBRE 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.