

Valor Liquidativo: 33,87€

Rentabilidad: +13,0%

Activos: 156,4 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

Nos encontramos inmersos en plena temporada de **resultados del tercer trimestre**. En EEUU, han reportado casi 400 compañías del S&P 500, de las cuales el 75% ha batido las estimaciones, a pesar de que esto representa una caída media del 1,2% en beneficio por acción. En Europa, han publicado 285 compañías del EuroStoxx 600, con una caída media del resultado del 3,1%, que es inicialmente mejor que el -5% esperado. En general, se nota en casi todos los sectores un momento de ralentización de resultados (algo sobradamente descontado por los mercados).

En las últimas semanas el sentimiento inversor ha mejorado (**coincidiendo con la relajación de las tensiones comerciales entre China y EEUU, fundamentalmente**). La *American Association of Individual Investors*, que mide semanalmente el sentimiento que existe de los inversores sobre la futura evolución de los mercados, se encontraba a finales de octubre en un tono más neutral tras muchas semanas consecutivas de tono negativo. En esta misma línea y según diversos informes, las últimas semanas de octubre fueron las primeras en los últimos 2 meses en las que se han observado compras netas por parte de los fondos de renta variable en Europa, siendo por el contrario aún netamente vendedores los inversores particulares. En **Reino Unido**, la dinámica fue netamente compradora también y fue especialmente significativa esta tendencia compradora en los **EE.UU.** En general, el flujo comprador fue especialmente elevado en las compañías de pequeña y mediana capitalización.

Resumen de cartera

La **Muza** cerró el mes con una subida del 3,1% y acumula una rentabilidad en el año del +13% con un nivel de inversión del 95,6%.

En términos de **rendimiento mensual**, destacan **Quálitas y Gestamp** como principal contribuidor y detractor, respectivamente. Vamos a dedicar unas breves líneas a comentar ambos casos.

Quálitas que a lo largo del año se ha convertido en nuestra principal inversión debido a su fuerte revalorización, ha publicado otro trimestre récord de beneficios. Los primeros 9 meses del año ya han duplicado los resultados del pasado 2018. Todos los parámetros de negocio se están comportando muy bien y cabe destacar el especial buen comportamiento del ratio combinado, que ha permitido que el margen asegurador se haya cuasi triplicado con respecto al comportamiento histórico. Estos buenos resultados han permitido seguir incrementando el exceso de capital, que estimamos ronda actualmente los 5.000 millones de pesos mexicanos (cerca de un 15% del valor de la compañía). Aunque la cotización ha subido sensiblemente a lo largo de este año (casi un 100% de subida), la valoración actual nos parece aún razonable, ya que con una capitalización cercana a los 35.000 millones de pesos mexicanos y, una vez ajustada esta cifra por el exceso de capital (5.000 millones de pesos), llegamos a un PER normalizado (con ratios combinados del 95%) para el año 2020 de unas 10 veces beneficios (30bn de pesos de valor de capitalización ajustada por exceso de reservas dividido entre 3.000 millones de pesos de resultados estimados para el 2020). En cualquier caso y debido al hecho de que esta inversión ha superado el 10% de nuestra cartera por razones de revalorización, eventualmente tendremos que reducir algo nuestra inversión para adecuarla a los límites regulatorios, que no permiten superar dicho 10%.

Por su parte, **Gestamp** publicó los resultados de los 9 primeros meses del 2019 recientemente y éstos no fueron inicialmente acogidos de una manera muy positiva por el mercado, hecho que se fue corrigiendo en días consecutivos. Aunque los resultados se siguen viendo afectados por la caída de volumen de ventas de nuevos coches (en Europa, fundamentalmente), Gestamp sigue teniendo un comportamiento mucho más saludable que la media del sector, fruto de las fuertes inversiones que ha venido realizando en crecimiento orgánico desde hace ya varios años. Esto le ha permitido seguir creciendo en ventas en un entorno de mercado mundial bastante deprimido (ver gráfico página siguiente)

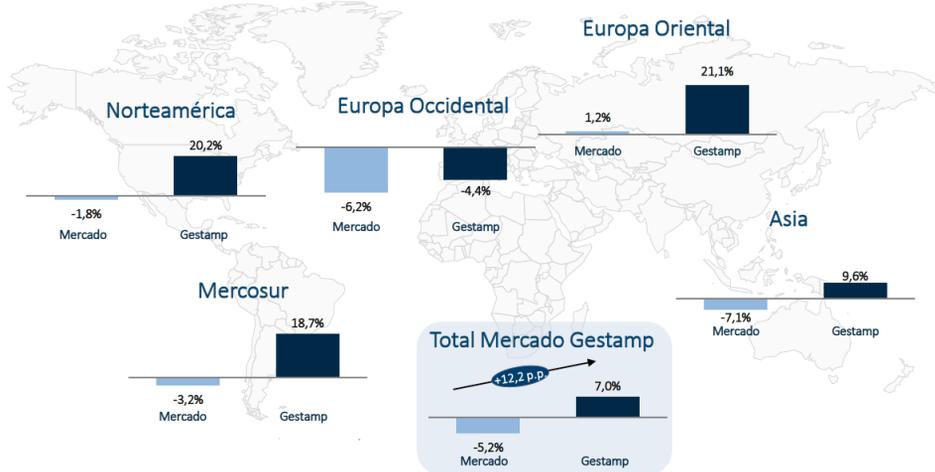
Valor Liquidativo: 33,87€

Rentabilidad: +13,0%

Activos: 156,4 millones €



Crecimiento Ingresos Gestamp a TC Constante vs. Crecimiento Producción en Mercado con Presencia de Gestamp



En este contexto, **Gestamp** actualizó (a la baja) los objetivos para 2019, revisando ligeramente el crecimiento de ventas y beneficio operativo. Creemos que la única preocupación que hay que tener con esta compañía es la capacidad de empezar a generar caja libre en los próximos meses y que esto ayude a disipar los temores sobre el aparente exceso de endeudamiento que en estos momentos tiene (la compañía calculamos tiene hoy inversiones por valor cercano a los 1.000 millones de euros que aún no están generando beneficios por ser proyectos que están aun en proceso de construcción y/o lanzamiento). Estamos muy confiados en que la inercia de crecimiento orgánico que nace de los nuevos proyectos en ejecución, unida a los esfuerzos de ajustes de costes y una menor inversión en proyectos de crecimiento, acabaran redundando en una razonable generación de caja libre en los próximos meses. La única variable que sigue siendo una incertidumbre es en qué medida los volúmenes de ventas de coches se van a recuperar o si se van a seguir viendo afectados por las incertidumbres, sobre todo regulatorias.

En cuanto a los **movimientos** más recientes, hemos estado invirtiendo nuevamente en **ArcelorMittal** y hemos aumentado algo nuestra inversión en **Global Dominion**. En este último caso, la cotización ha sufrido una caída superior al 20% desde julio y creemos que gran parte de esta corrección se ha debido al hecho de que varios fondos se han visto forzados a reducir su exposición en la compañía por estar sufriendo reembolsos de sus partícipes. A lo largo del mes, hemos reducido nuestra inversión en **Adecco** y hemos desinvertido totalmente en **Fujitec**.

Por último, queríamos recordar que **MUZA FI** —un vehículo que pretende ofrecer a los inversores la misma filosofía de inversión que La Muza SICAV, pero en formato Fondo de Inversión— arrancó su actividad inversora a mediados del pasado mes de julio y está disponible para todo aquel que desee invertir en él. Encontrareis los detalles en el siguiente link:

<https://muzagestion.com/muza-fi/>

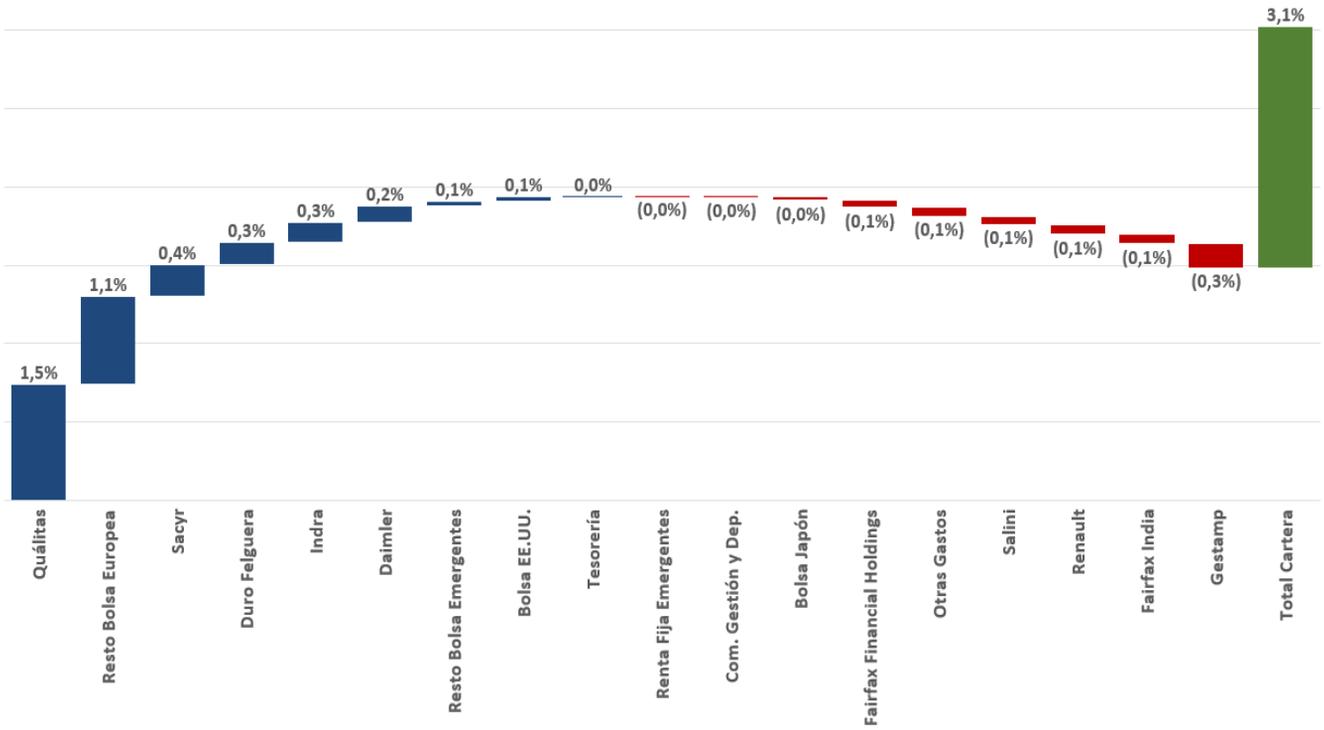
Muchas gracias,

Muza Gestión

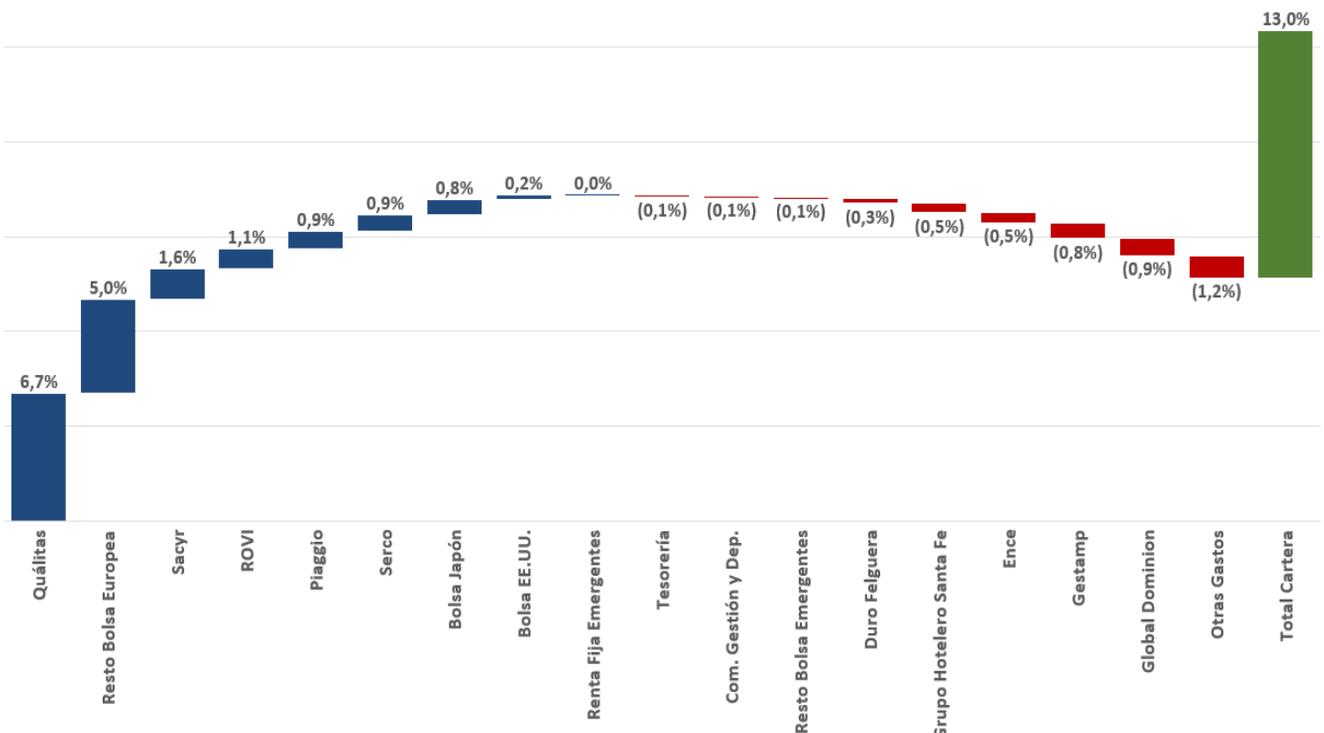


DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES OCTUBRE 2019



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2019





RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE OCTUBRE 2019

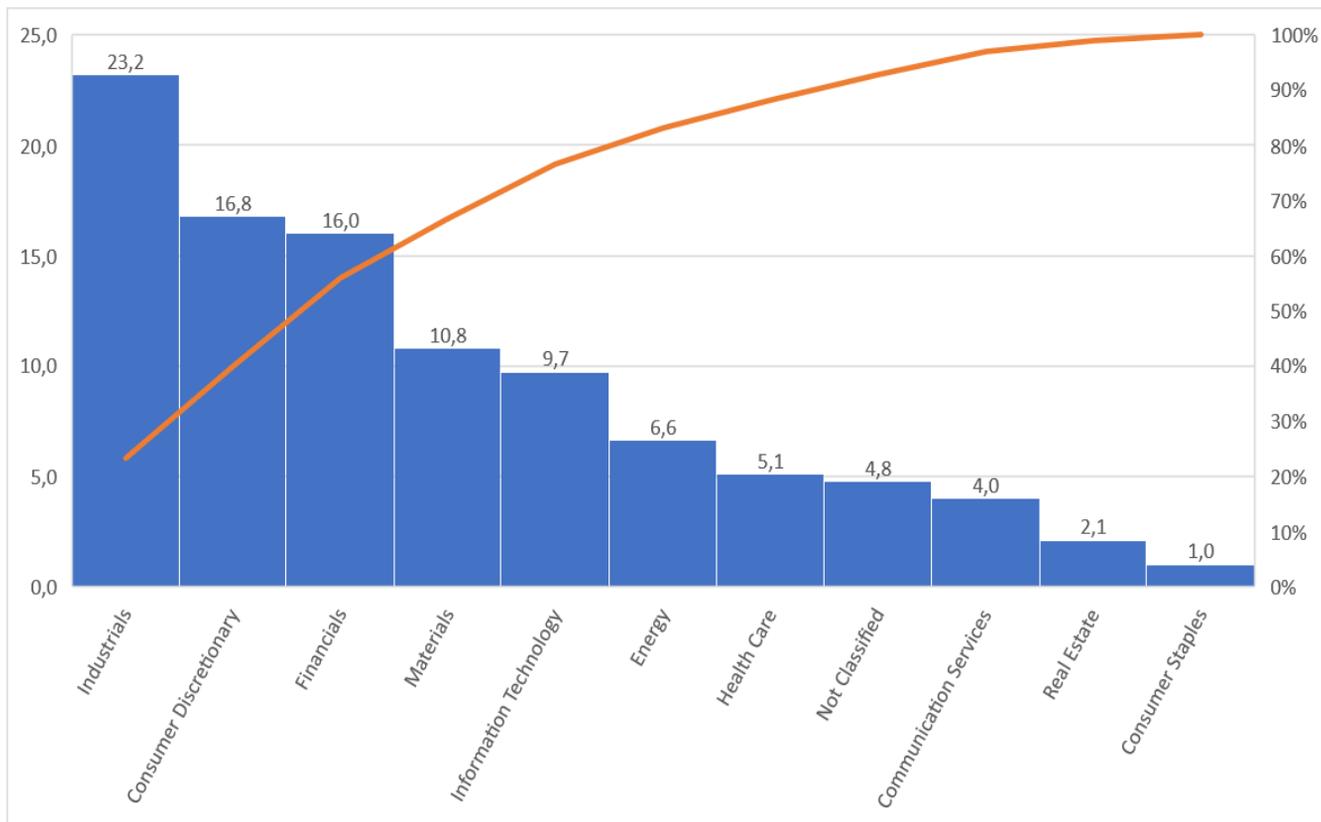
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
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*	13,0%	17,50%	20,75%	8,40%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2019*	464,58%	33,52%	129,97%	-4,96%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2019*	8,7%	1,4%	4,1%	-0,2%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>* Rentabilidad hasta 31/10/2019</i>				

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

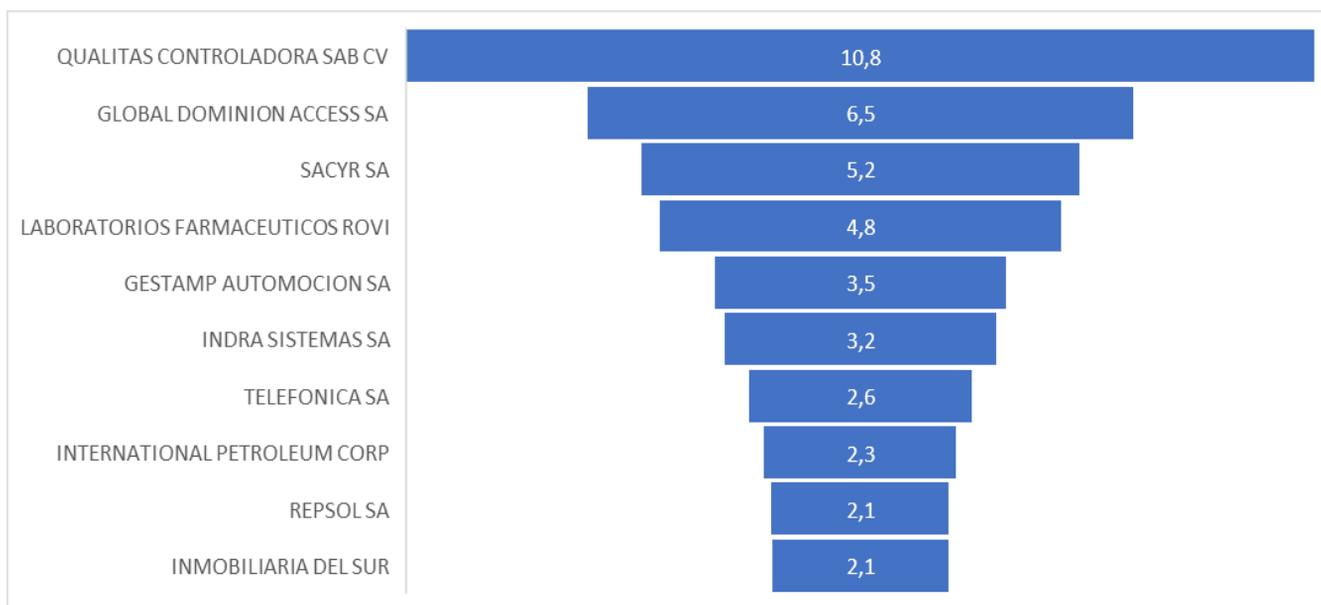




DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE OCTUBRE 2019



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE OCTUBRE 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.