

Valor Liquidativo: 26,27€

Rentabilidad: -25,8%

Activos: 112,5 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 en un contexto de mercado muy marcado por el choque constante entre la realidad a corto plazo de la Pandemia y la visibilidad sobre la aprobación de alguna de las vacunas que se encuentran en fase avanzada de ensayos clínicos. En estos momentos hay seis posibles vacunas en fase avanzada (Pfizer-BioNTech, Moderna, AstraZeneca- Oxford, J&J y Sanofi-GSK). Según la información técnica de la que disponemos, y que evoluciona semana a semana, Moderna y Pfizer-BioNTech (las más avanzadas), podrían anunciar resultados de fase III de sus respectivos tratamientos entre finales de octubre y mediados de noviembre, mientras que AstraZeneca-Oxford estaría esperando dichos resultados para finales de este año. La Agencia Europea del Medicamento (EMA) ha acelerado el proceso de autorización de la vacuna de Pfizer-BioNTech y, si todo evoluciona correctamente, se podría obtener una primera autorización de “emergencia pandémica” en algo más de un mes. De una u otra manera, todos los ensayos clínicos apuntan a una alta probabilidad de que antes de final de año tengamos al menos una vacuna aprobada, tanto por la FDA (*Food and Drug Administration*) como por EMA.

Creemos que en el momento en que se aprueben las primeras vacunas, independientemente de que los programas de vacunación se inicien ya en los primeros meses del 2021, los mercados van a anticipar un entorno de normalización que presumiblemente impactará muy positivamente en aquellos negocios más cíclicos y que más han estado afectados por el COVID-19. Este es el escenario que estamos barajando y al cual quizás habría que añadir también el hecho de que a finales de noviembre tendremos un nuevo presidente en Estados Unidos, lo que habrá servido para cerrar otro capítulo de incertidumbre para los mercados.

Resumen de cartera

La **Muza Inversiones** registró una caída del 3,2% en septiembre y acumula una rentabilidad negativa del 25,8% en el conjunto del año. Seguimos invertidos en 55 compañías, con un nivel de inversión del 97,5%. En este tercer trimestre del año la SICAV cayó un 1,6%, lo que compara con un comportamiento del EuroStoxx 600 del 0,6% y una caída del IBEX del 7,1%. A lo largo del mes hemos seguido incrementado nuestra inversión en **Inditex** (hasta un 1,8% de la cartera) y terminamos de desinvertir en **Geox** y **Rosenbauer**. En paralelo, hemos estado vendiendo **Navigator** y comprando **Semapa** (holding que controla el 69% de Semapa) ya que creemos que el descuento es aún mayor invirtiendo a través de Semapa que directamente en Navigator.

A lo largo de septiembre, debido a la fuerte distorsión de valor que creemos existe en el sector petróleo y en particular en **Repsol**, hemos posicionado la cartera mediante la compra de *Call* (o derecho de compra) para beneficiarse de una recuperación en la valoración de Repsol, que podría venir apoyada por la paulatina recuperación del PIB (impulsada por la muy probable aprobación de la vacuna) que esperamos de cara al 2021.



Adicionalmente, Repsol realizará a finales de noviembre una presentación estratégica donde, entre otras cosas, es muy posible que revise los planes de remuneración al accionista. Creemos que con toda probabilidad reducirá el importe del dividendo actual (pasando de 1 euro/acción al entorno de 0,5 euro/acción) para destinar este ahorro (calculamos que más de 700 millones de euros) a la recompra de acciones propias, lo que equivaldría a recomprar aproximadamente un 7% del capital a los precios actuales de cotización (6,2 euro/acción). Esta decisión, a nuestro humilde modo de ver, sería tremendamente acertada y generaría una gran cantidad de valor para el accionista, de poder realizarse a los precios que cotiza actualmente la compañía.

Recordemos que Repsol, más allá del hecho de que los precios del crudo y los márgenes de refino han sufrido mucho recientemente (razón principal de la fuerte caída de la cotización, en concreto, 60% desde el comienzo de la Pandemia), es una compañía inmersa en uno de los sectores más afectados por toda la corriente ESG (*Environmental, Social and Governance* o factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo). Esto se traduce en que muchos fondos (cada vez más), tanto de gestión activa como de gestión pasiva, tienen dificultades para invertir en compañías cuya huella de carbono sea elevada. Las petroleras integradas están actualmente haciendo un fuerte esfuerzo inversor para reducir o neutralizar su huella de CO₂, dedicando gran parte de sus beneficios a la inversión en fuentes de generación renovables. Ahora bien, la problemática deriva en que necesitan aún unos años para que estas inversiones tengan un impacto relevante en sus modelos de negocio y, fundamentalmente, en su balance de emisiones de carbono. Mientras tanto, ¿quién queda ahí fuera como inversor natural en este sector?, la respuesta es un cada vez menor número de inversores institucionales, lo que lleva a todas estas compañías a plantearse si deben ser ellas mismas las que se beneficien de la ineficiencia creada (¿transitoriamente?) por el ESG. Si el mercado no reconoce el valor de un negocio cuya generación de flujo de caja sigue siendo elevada, quizás sea la propia compañía la que tenga que ponerlo en valor, por ejemplo, a través de la recompra de acciones, uno de los métodos más eficaces para dicho propósito.

Al margen de Repsol, hemos realizado otras operaciones con opciones con el fin de optimizar nuestras inversiones en **Maersk, ArcelorMittal e Inditex**.

En lo que se refiere al rendimiento mensual, han destacado **Danieli** y **Sacyr** como mayor contribuidor y detractor, respectivamente.

Danieli tuvo un comportamiento muy positivo en el mes debido al anuncio que la compañía hizo sobre la intención de convertir todas las acciones “preferentes” (sin derecho de voto, denominadas *risparmio*) en acciones ordinarias. Dicha conversión se haría con un ratio equivalente a 0,65 acciones ordinarias por cada acción de *risparmio* y, una vez realizada la conversión, se propone el pago de un dividendo extraordinario de 1,20 euros por acción. Como inversores en las acciones de *risparmio* y, a pesar de que esta propuesta ha tenido un impacto positivo en la valoración de nuestras acciones, creemos que el ratio de conversión planteado es aun insuficiente, por lo que estamos estudiando los cauces para proponer una mejora de los términos de conversión al consejo de la compañía.



Sacyr, perdió cerca de un 26% de su capitalización, al confirmarse el primer laudo arbitral negativo en relación al contrato de ampliación del Canal de Panamá. El consorcio Grupo Unidos por el Canal (GUPC), del que Sacyr es accionista con un 41,6%, deberá devolver \$240m a la Autoridad del Canal, de los cuales €84 millones le corresponden a Sacyr. Si bien esta decisión, no compromete la situación financiera de la compañía, si ha generado un evento de desconfianza ya que ésta había comunicado en repetidas ocasiones que el arbitraje, en el peor de los casos, no supondría salida de caja alguna. Falta cuantificar cual sería el ajuste en libros que tienen que realizar relativo a las cuentas pendientes de cobro de GUPC. Si bien en ningún caso significaría una salida de caja, eventualmente sí podría tener un impacto en el nivel de los fondos propios (no sabemos la cuantía de provisiones que la compañía tiene ya generadas en su balance para este tema) lo que eventualmente podría generar una necesidad de ampliar capital. Existen adicionalmente otros cauces de obtención de recursos, como por ejemplo, la puesta en valor de activos de Valoriza o de las propias concesiones que ya están operativas.

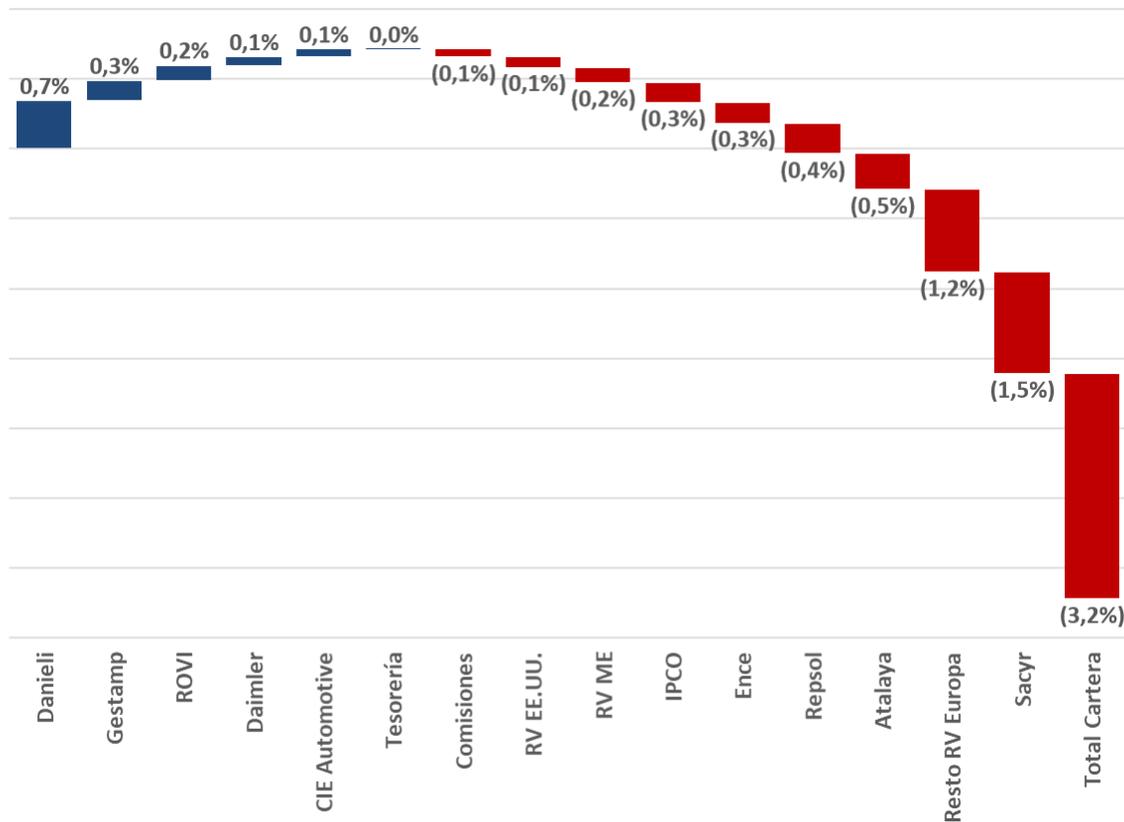
Por finalizar este comentario en Sacyr, creemos que el mercado ha reaccionado excesivamente (más de 300 millones de euros de pérdida de capitalización frente una salida de caja de 84 millones de euros) y, aunque somos conscientes de la incertidumbre que ha sembrado este laudo arbitral, no debemos perder de vista que el perfil de esta compañía es fundamentalmente concesional. A partir de 2021, cobrará especial protagonismo la autopista de Pedemontana en Italia, cuyo valor actual creemos que podría representar aproximadamente un 50% de la capitalización actual de la compañía (unos 500 millones de euros). En 2021, la compañía debería recibir del orden de 150 millones de euros en dividendos de las concesiones y en 2022 una cifra superior a los 200 millones de euros, lo que implicaría un nivel holgado de generación de caja, que permitiría una reducción de deuda a nivel holding y/o la inversión en las nuevas concesiones.

Muchas gracias,

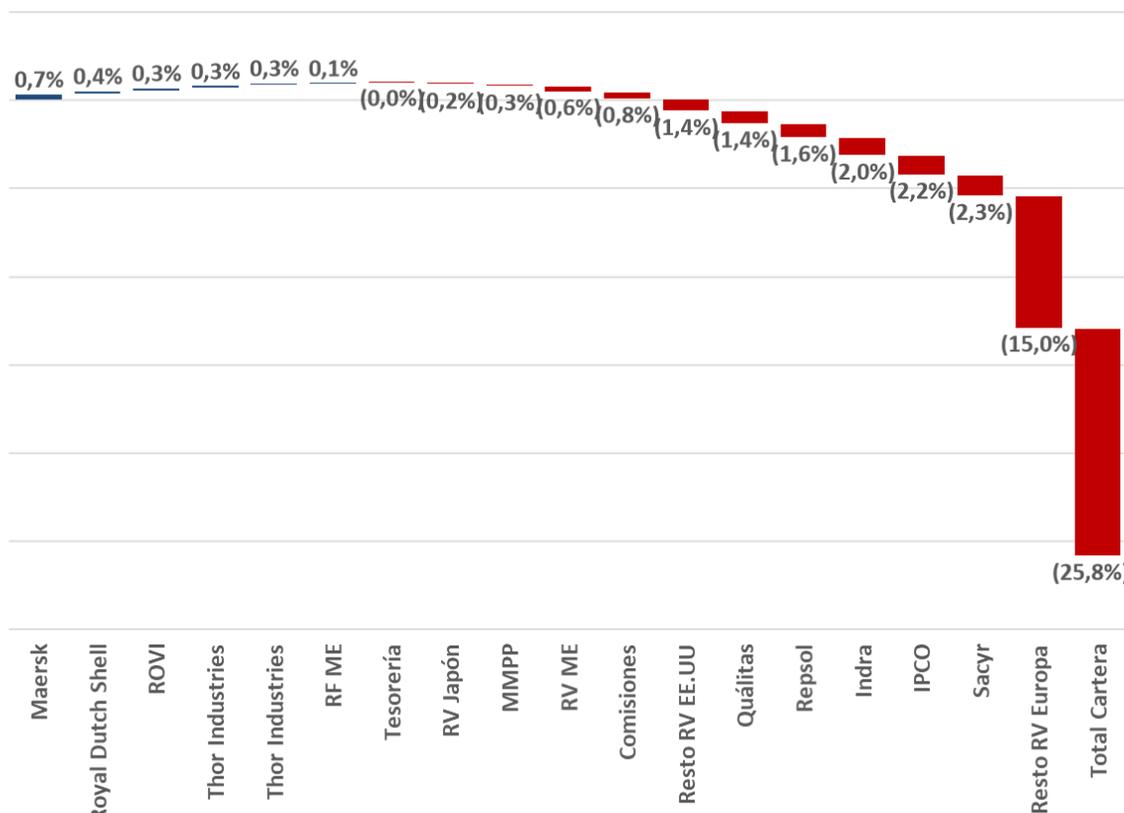
El equipo de Muza Gestión



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES SEPTIEMBRE 2020



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2020

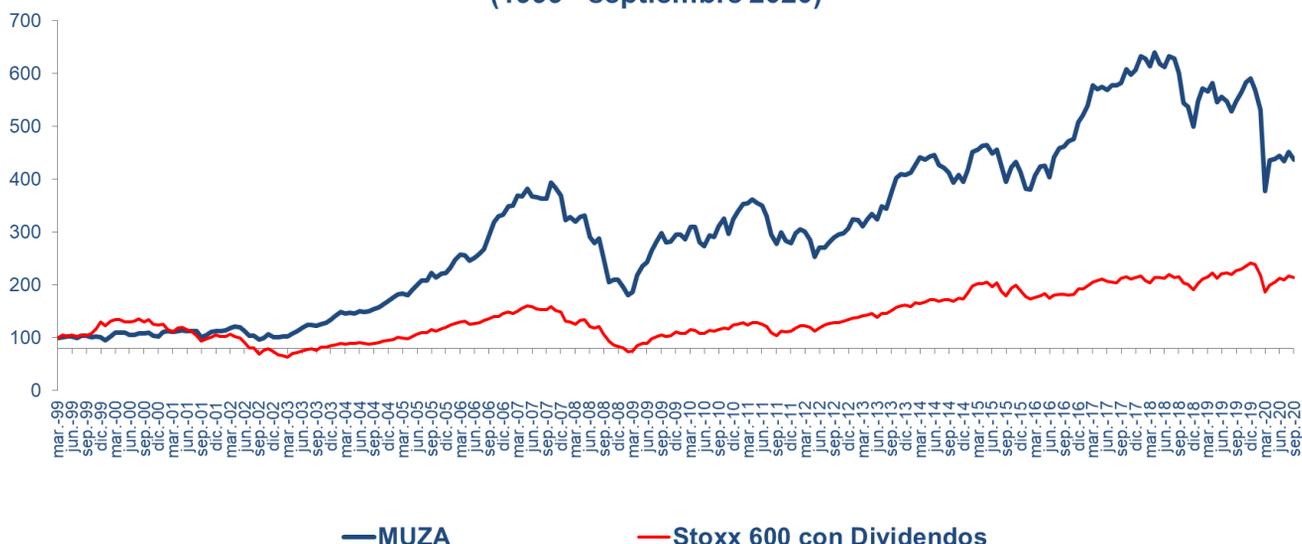




RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE SEPTIEMBRE 2020

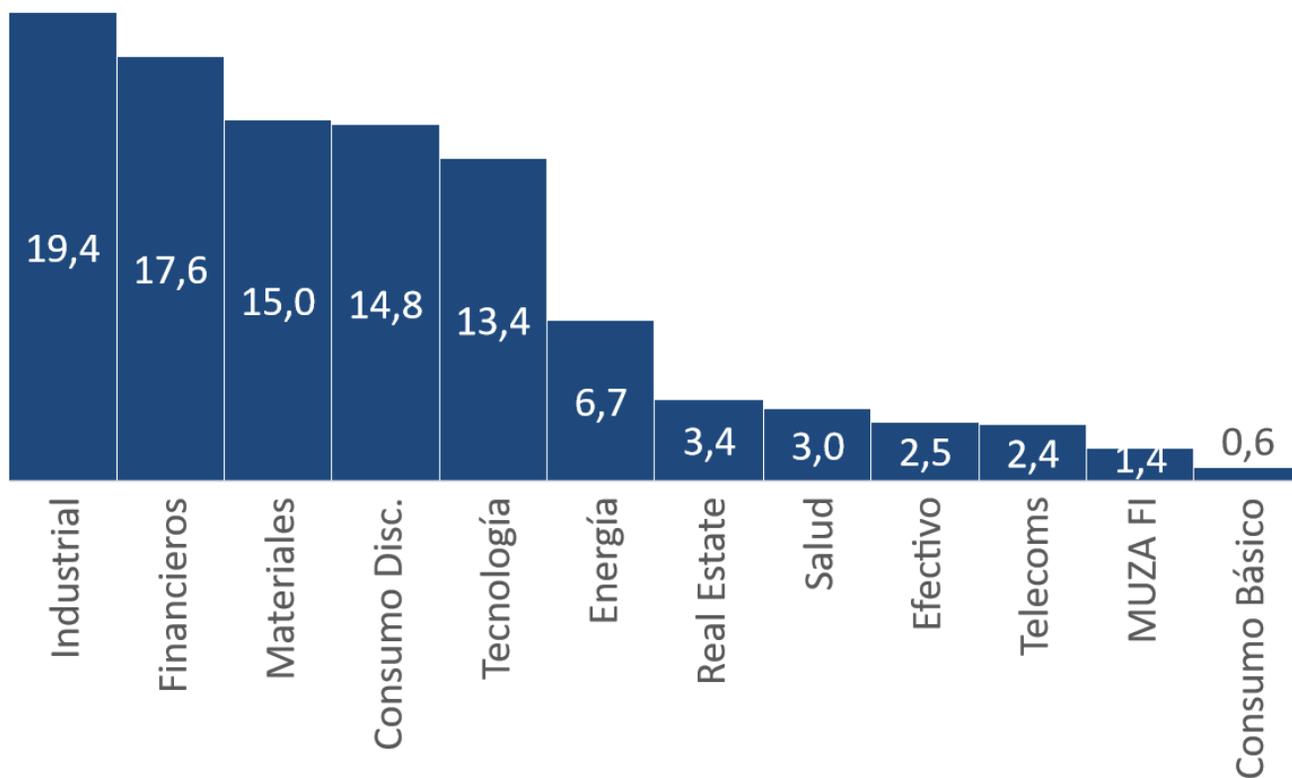
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
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*	-25,85%	-13,17%	-11,56%	-29,66%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2020*	332,46%	15,60%	102,78%	-32,67%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2020*	7,0%	0,7%	3,3%	-1,8%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>*Rentabilidad hasta 30/09/2020</i>				

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

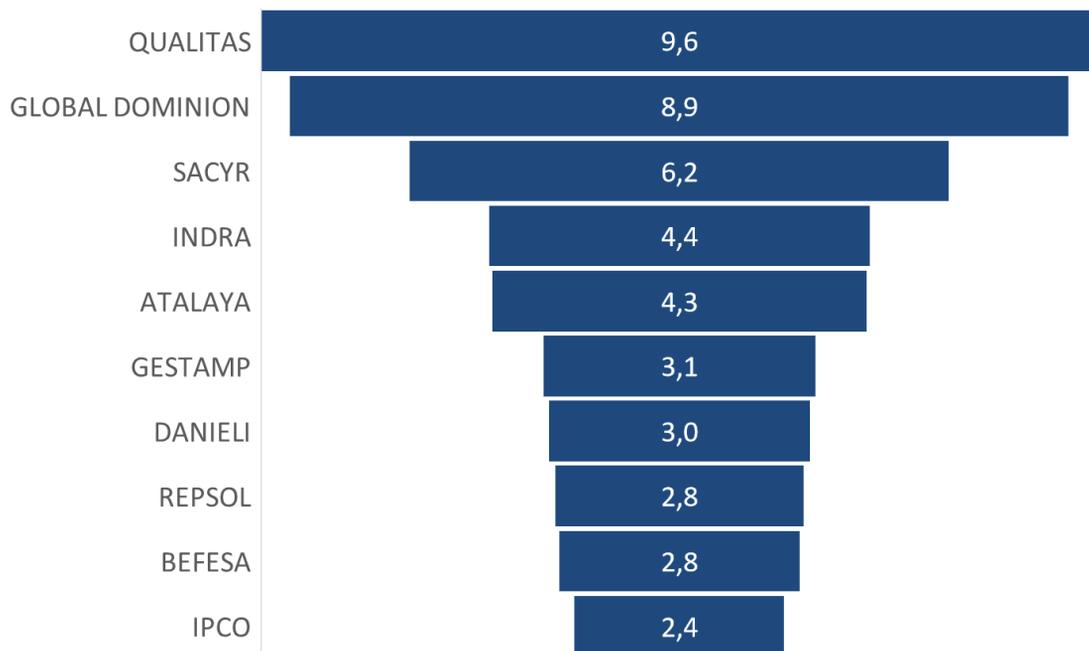




DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE SEPTIEMBRE 2020



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE SEPTIEMBRE 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.