

Valor Liquidativo: 32,86€

Rentabilidad: +9,6%

Activos: 149,8 millones €

**Datos Generales de la SICAV**

Comisión de Gestión: 1,00%

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIC

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**

Si bien septiembre fue, en términos generales, un mes de recuperaciones para los mercados, no es menos cierto que fue claramente de más a menos, entre otras cosas, por los más que evidentes síntomas de ralentización económica (PMIs Eurozona<sup>1</sup> 45,7; Estados Unidos<sup>2</sup> 47,8; Global<sup>3</sup> 49,7) y las constantes incertidumbres geopolíticas con las que ya convivimos desde hace muchos meses, que recientemente se han extendido de nuevo a Europa ya que Donald Trump planteaba hace pocos días la imposición de aranceles sobre determinados sectores europeos.

En paralelo, los **Bancos Centrales** han reaccionado con una batería adicional de medidas entre las que podríamos destacar el recorte de los "Federal Fund Rates" a un rango de entre 1,75% y 2%, así como la reactivación del programa de recompra de deuda pública, hasta los €20bn mensuales en el caso del BCE.

**Resumen de cartera**

La **Muza** cerró el mes con una subida del 3,5% y acumula una rentabilidad en el año del +9,6%. La SICAV permanece invertida al 98%.

En términos de rendimiento, destacan dos de nuestras principales posiciones, **Quáлитas** y **Global Dominion**, que han sido, respectivamente, el mayor y el menor contribuidor a la rentabilidad del mes.

En cuanto a movimientos significativos, hemos aumentado peso en **Atalaya Mining**, **Danieli y Liberbank** y estamos comenzando a invertir en **ArcelorMittal**. A lo largo del mes hemos reducido algo de exposición en **Piaggio** y, tras sobrepasar –por revalorización– el 10% del patrimonio, hemos reducido ligeramente nuestra posición en **Quáлитas**.

En línea con lo que comentamos en nuestra anterior carta de septiembre, creemos que hay que seguir aprovechando la enorme divergencia de valor que hay entre los sectores "más defensivos" y los "menos defensivos". Sin ánimo de profundizar nuevamente en esta temática, tan sólo insistir en que una compañía muy defensiva cotizando a múltiplos de beneficios extremadamente altos se convierte en una inversión mucho más peligrosa que una compañía más cíclica cotizando a múltiplos deprimidos. Los riesgos de una inversión van inexorablemente unidos al múltiplo que se paga por la misma y creemos que en la actualidad existen "burbujas" de valoración en muchos sectores y compañías que se conceptúan como seguras sin entender que, el hecho de sobrepagar por ellas, anula de raíz ese teórico beneficio de la estabilidad de sus beneficios.

En el lado opuesto encuentras sectores que, evidentemente, sufren en episodios de contracción –como, por ejemplo, Recursos Básicos con un -20% en los 6 últimos meses– y algunos otros que, por diversas razones, están sometidos a un sentimiento no tan positivo –como el sector de Oil and Gas.



Valor Liquidativo: 32,86€

Rentabilidad: +9,6%

Activos: 149,8 millones €



Dentro del sector de Recursos Básicos, nos encontramos con compañías acereras o mineras que han sufrido especialmente en sus valoraciones. Aquí nos gustaría destacar el caso de **ArcelorMittal** (-40,5% en 6 meses), compañía en la que estuvimos invertidos desde el año 2015 y que, tras una revalorización importante, terminamos desinvirtiendo en 2018 a unas valoraciones de medias de unos 25.000 millones de euros. Ahora, creemos que el mercado nos brinda de nuevo la oportunidad de invertir con un colchón de valor muy razonable. La compañía ha vuelto a cotizar cerca de los 12.000 millones de euros y nuestra visión es que, cuando se normalice un poco el ciclo –quizás en los próximos 24-36 meses– la valoración debería volver (al menos) a unos 20.000 millones de euros.

En estos últimos años –y este es un tema muy relevante– ArcelorMittal ha hecho un importante trabajo de reducción de deuda y de gastos operativos. En concreto, desde el 2015, los intereses –fruto de la fuerte reducción de deuda– se han reducido en unos 1.000 millones de euros y los gastos operativos en el entorno de los 700 millones de euros. Esto significa que hoy necesita generar 1.700 millones de euros menos de margen para vivir, lo que la hace, por tanto, mucho más resistente de lo que era en el pasado al cambio de ciclo. Nuestra estimación es que esta compañía puede generar, en una parte media de ciclo, un flujo de caja libre (antes de dividendos y de amortización de deuda) de entre 2.000 y 3.000 millones de euros, lo que justifica creemos, al menos, valoraciones cercanas a los 20.000 –cerca de un 70% más que la cotización actual.



Creemos que este es el tipo de oportunidades que debemos ir incorporando a la cartera de cara a los próximos 2 ó 3 años. Evidentemente, preferimos estar invertidos en sectores cíclicos a múltiples seguros, que en sectores seguros a múltiples “inseguros”.

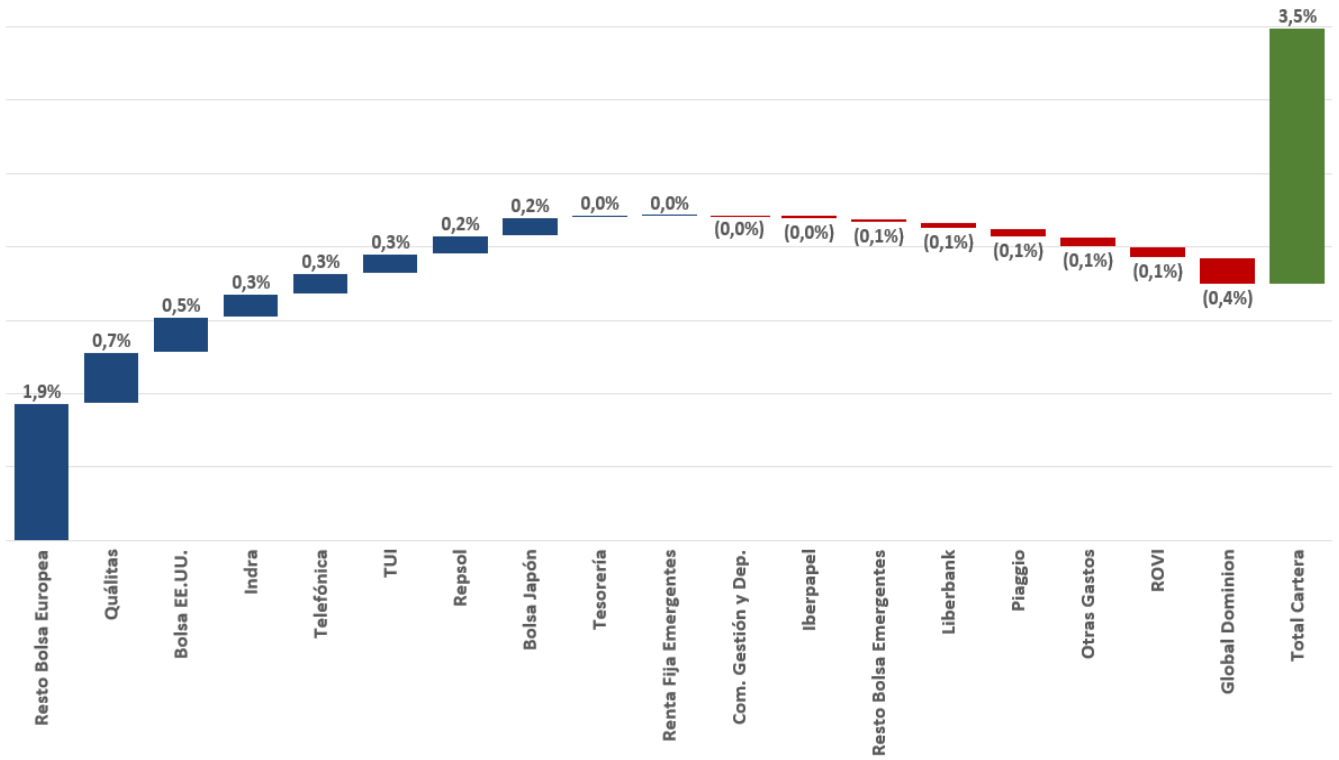
Muchas gracias,

Muza Gestión

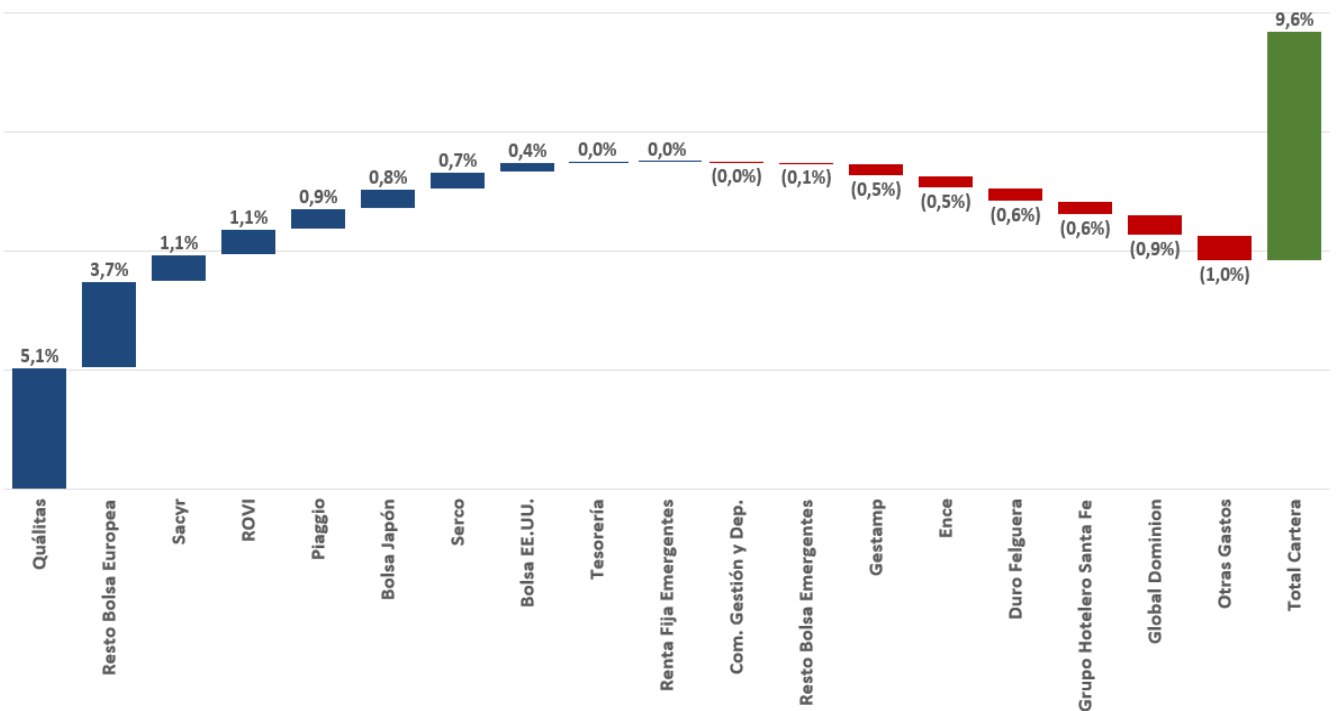


DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES SEPTIEMBRE 2019



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2019

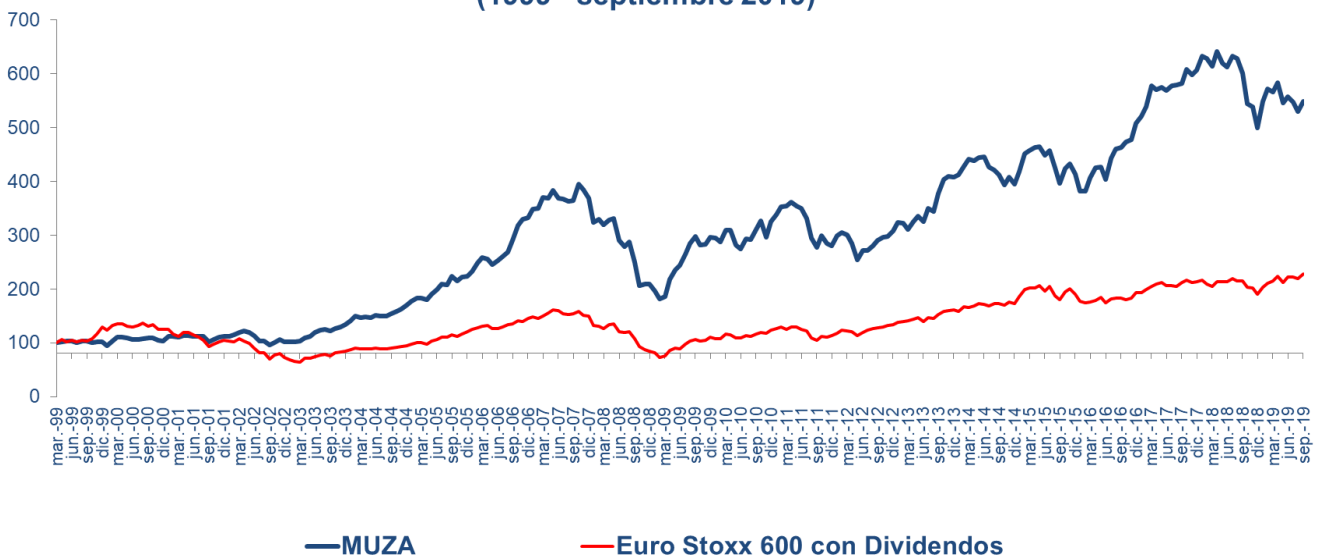




RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE SEPTIEMBRE 2019

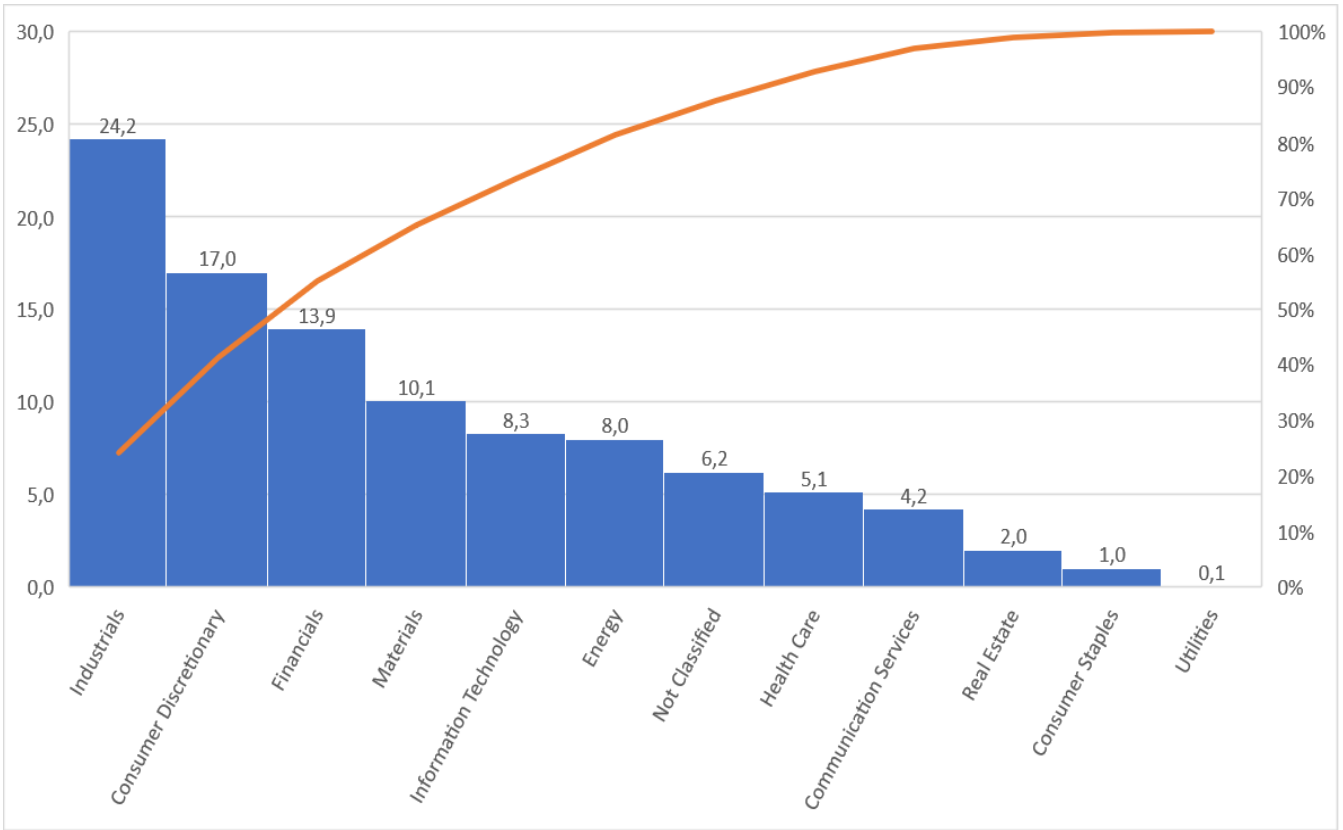
| RENTABILIDAD EN EL PERIODO             |         |           |               |         |
|--|---------|-----------|---------------|---------|
|  | LA MUZA | STOXX 600 | STOXX 600 (D) | IBEX    |
| 1999                                   | 1,17%   | 27,71%    | 29,38%        | 19,51%  |
| 2000                                   | 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*                                  | 9,67%   | 16,44%    | 19,51%        | 8,25%   |
| RENTABILIDAD ACUMULADA                 |         |           |               |         |
| 1999-2019*                             | 447,68% | 32,31%    | 127,59%       | -5,09%  |
| RENTABILIDAD ANUALIZADA                |         |           |               |         |
| 1999-2019*                             | 8,5%    | 1,4%      | 4,0%          | -0,3%   |
| <i>(D) Dividendos incluidos</i>        |         |           |               |         |
| <i>* Rentabilidad hasta 30/09/2019</i> |         |           |               |         |

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

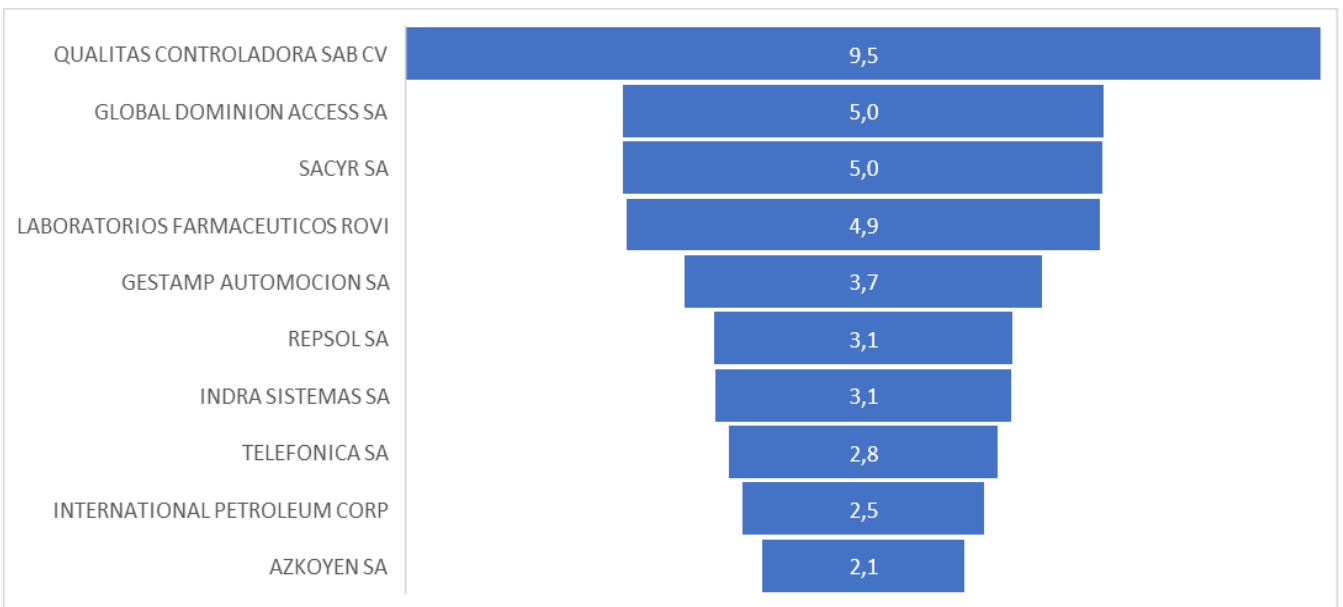




**DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE SEPTIEMBRE 2019**



**PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE SEPTIEMBRE 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, SGIC. 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.*