



Carta Mensual MUZA, FI

Enero 2024

CITYWIRE
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023
EQUITY - EUROPE
MUZA GESTION DE ACTIVOS





MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una caída en **enero** del **0,73%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€16,84 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió un 1,45%.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+68,4%** y una rentabilidad anualizada del **+11,9%**, frente al +40,1% y al +7,6%, respectivamente, del índice de referencia.

Principales contribuidores y detractores

Los 5 principales **contribuidores y detractores** en el mes fueron los siguientes:

Contribuidores		Detractores	
Repsol	0,40%	IPCO	(0,50%)
ROVI	0,27%	Derivados	(0,32%)
Quálitás	0,20%	Elecnor	(0,31%)
Katek	0,19%	Befesa	(0,22%)
GAM	0,12%	Atalaya	(0,17%)

Rotación de posiciones

El resumen de **movimientos** en diciembre ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
Berkeley Energia	Acerinox		Sacyr
	Atalaya		
	Elecnor		
	GAM		
	Iberpapel		
	IPCO		
	Mercedes Benz		
	Repsol		
	Tubacex		

Derivados y liquidez

Mantenemos una posición corta a través de futuros sobre el índice S&P 500 que representa alrededor del 30% del patrimonio del fondo. Adicionalmente mantenemos un nivel de liquidez del 8,9%.

Actualmente, estamos invertidos en **35 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones cerca del 80% del patrimonio del fondo.

*incluye dividendos



Elecnor

Este mes querríamos dedicar unas líneas para explicar la tesis de inversión de la que se ha convertido nuestra principal inversión, la compañía **Elecnor**.

¿Qué es Elecnor? Elecnor tiene 3 áreas de negocio:

1. Una ingeniería dedicada a servicios de mantenimiento y proyectos enfocados principalmente en trabajos de electrificación, desarrollo de plantas renovables y redes de alta tensión;
2. Una división de energías renovables, (Enerfín), que cuenta con 1.800MW en operación y un *pipeline* a desarrollar de 10GW, cuya venta fue anunciada el pasado mes de noviembre a Statkraft (filial de inversiones renovables del estado noruego) por un valor empresa de €1.800 millones de euros; y
3. Celeo Redes, una filial que gestiona 7,554Km de líneas de transmisión eléctrica en Chile, Brasil, y Perú, en la que Elecnor tiene un porcentaje del 51% del capital junto APG (fondo de pensiones holandés).

Comenzamos a invertir en Elecnor a principios del año 2022, cuando la empresa capitalizaba menos de 900 millones de euros. En aquel momento, nuestra valoración inicial para el conjunto de sus negocios era prácticamente el doble (unos 1.750 millones de euros).

El riesgo inicial de esta inversión no era tanto si estábamos haciendo mal los cálculos de valor (si bien por norma asumimos un margen de error), como qué acciones podría llevar a cabo la empresa para cristalizar dicho valor. Por contextualizar, nosotros achacábamos esta ineficiencia de valor a la conjunción de los siguientes factores: la escasa información operativa y financiera de los negocios, la limitada comunicación de la compañía con la comunidad inversora y la reducida liquidez de la compañía en bolsa. En contra de esta realidad, identificamos tres acciones que podrían ayudar a poner de manifiesto el valor real de los activos:

- i. Por un lado, Enerfín, la división de renovables iba a iniciar con casi toda seguridad un proceso de búsqueda de recursos financieros para poder financiar el desarrollo de sus numerosos proyectos futuros. Sobre la mesa estaba ya la opción de poder vender una participación minoritaria para obtener recursos financieros. Esta transacción muy probablemente serviría para poner en evidencia la baja valoración que el mercado asignaba a estos activos.
- ii. Ineludiblemente, lo anterior iría acompañado de un mayor esfuerzo de comunicación con la comunidad inversora (como empresa familiar, Elecnor había mantenido un perfil de comunicación muy bajo hasta ese momento);



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de enero de 2024

iii. Cabía una tercera posibilidad, que buscara simplemente aumentar la liquidez del valor a través de la colocación de uno o varios paquetes de acciones de los accionistas de referencia, dando acceso a inversores institucionales. Esta opción era poco probable atendiendo a la “baja” valoración que tenía y sigue teniendo la acción a día de hoy.

El riesgo a que ninguna de estas acciones (o similares) pudieran no llevarse a cabo, estaba más que compensado por la enorme ineficiencia en la valoración de los tres negocios de Elecnor, lo que daba pie a una clara tesis de inversión asimétrica: un riesgo de pérdida muy limitado y un potencial de revalorización muy significativo. Una hipótesis de revalorización tan importante (poder duplicar nuestra inversión), nos daba un margen de espera de siete años y, aun así, poder obtener rentabilidades anualizadas del 10%.

No hubo que esperar mucho para que la primera acción de cristalización de valor se pusiera en marcha. En febrero del 2022 se iniciaron las negociaciones para una venta parcial de Enerfin, este proceso de venta, tras el interés mostrado por muchos inversores, evolucionó posteriormente a una venta del 100% de la participación (anunciada en junio del 2023), lo que contribuyó a cristalizar una parte considerable del valor oculto de Elecnor.

No obstante, y a pesar de la revalorización material de más de un 60% desde que Elecnor inició y cerro el proceso de venta de Enerfin el pasado mes de noviembre (habiendo obtenido una valoración para su negocio de renovables muy superior a las expectativas del mercado y probablemente a las suyas propias), la empresa sigue a día de hoy cotizando con un descuento muy elevado atendiendo a la valoración que creemos merecen el resto de los negocios que siguen dentro del perímetro de la compañía.

Si en nuestros cálculos de valor iniciales hablábamos de una valoración de 20 euros por acción, una vez conocido el importe de la venta de Enerfín (sustancialmente superior al que nosotros estimábamos inicialmente), hemos tenido que volver a revisar dicha valoración, y creemos que ahora debería aproximarse más bien los a €30/acción (lo que significa que queda aún otro 60% de revalorización sobre los 18,5 euros a los que cotiza actualmente).

Los cálculos serían los siguientes; por un lado, está la valoración de Enerfín, que Elecnor cobrará en efectivo cuando se cierre la operación. Nuestra estimación preliminar es que del importe de venta acordado de 1.800 millones de euros de valor empresa, una vez deducidos los impuestos y la deuda asociada a los parques en operación, Elecnor acabará ingresando aproximadamente 1.200 millones de euros (el equivalente a unos €14/acción).



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de enero de 2024

Ingeniería y Celeo

Adicionalmente, tenemos dos negocios más. El negocio tradicional de ingeniería, que consta a su vez de una división de servicios de mantenimiento con ingresos muy recurrentes y la propia actividad de proyectos de ingeniería, donde la empresa tiene un historial de muy bajo riesgo en la licitación y ejecución (esto es en nuestra opinión clave y diferencial con otros negocios de ingeniería). La mejor prueba de este 'buen hacer' operativo es el hecho de que la sociedad no tiene deuda, paga dividendos recurrentemente y es desde esta filial desde donde se han financiado a lo largo de muchos años el crecimiento de las otras filiales (entre otras de la propia Enerfín). El negocio de ingeniería y mantenimiento tiene unas ventas anuales de 3.600 millones, con márgenes EBITDA de entre el 5-6% y un Flujo de Caja Libre que nosotros estimamos ronda los 90 millones de euros, lo que, aplicando un múltiplo de valoración de la caja razonable, nos llevaría a unos 900 millones de valor (esto son €11/acción).

Por último, tenemos el negocio de Celeo. Históricamente, la información que Elecnor había venido compartiendo con el mercado había sido algo limitada. Sin embargo, más recientemente, ha ido dando algo más de detalle de cada una de las concesiones de redes de transmisión.

Los activos de Celeo son, por naturaleza, estables y recurrentes, con una generación de caja durante el periodo de concesión que se ajusta generalmente por la inflación.

Una aproximación inicial a la valoración de estos activos, que sería probablemente conservadora, sería tomar como referencia el último valor en libros del conjunto de activos operados por Celeo, unos 600 millones (unos €7/acción). Como referencia, en junio del año pasado Iberdrola vendió el 50% de su negocio de redes en Brasil a GIC (fondo soberano de Singapur) por una valoración implícita de 12,9x EV/EBITDA o 1,8x valor en libros.

Precisamente, tras la venta de Enerfín, pensamos que Elecnor pondrá más foco en Celeo, tanto en la asignación de parte del excedente de capital generado con la venta de Enerfín, como en explicar con mayor claridad (y detalle financiero) las métricas de este negocio, lo que a buen seguro irá dando más visibilidad sobre el posible valor de estos activos.

Actualmente

Si volvemos a sumar los 14 euros por acción de la caja que les va a entrar por la venta de Enerfín, los 11 euros por acción de valor de la Ingeniería+Servicios y los 7 euros por acción de Celeo, volvemos a llegar a una valoración estimada superior a los 30 euros por acción.



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de enero de 2024

Esta valoración es un 60% superior a lo que vale la empresa hoy, lo que nos permitiría estar invertidos 5 años esperando a que este valor se cristalice y, aun así, obtener nuestro objetivo de rentabilidad anualizada del 10%.

A mucho más a corto plazo, hay un catalizador importante que creemos va a acelerar la cristalización de valor y reducir sensiblemente el descuento con el que cotiza Elecnor. Como consecuencia de la venta de Enerfín, una parte material de la valoración de Elecnor estará en la caja cuando se cierre la operación en los próximos meses y existe ya un compromiso por parte de la compañía de repartir una parte importante de esta caja en un dividendo extraordinario.

Tras el pago de este dividendo, la valoración de la compañía reflejará de una manera más explícita la ineficiencia de valor al que cotiza en relación con los dos negocios de aún quedan dentro del grupo.

Un ejercicio teórico de valor

Un ejercicio teórico algo extremo, pero que nos sirve para reflejar lo que queremos explicar sobre el potencial de valor, sería el siguiente; Supongamos que la compañía decidiera pagar en dividendo el 100% de lo que va a recibir por Enerfín (que ya sabemos que no va a ser el caso, aunque si será un dividendo muy importante), ¿qué ocurriría?

- La compañía pagaría 1.200 millones de euros a dividir entre sus 84,7 millones de acciones (ajustadas por el 2,6% de autocartera), lo que supondría que cada accionista recibiría unos 14 euros de dividendo por acción.
- Hoy la acción cotiza a 18,4 euros. Si siguiera cotizando a estos niveles hasta el pago del dividendo, el día del pago del dividendo, lo descontaría y se quedaría cotizando a 4,4 euros/acción (lo que dejaría a la compañía por debajo de los 400 millones euros de capitalización).
- Estos menos de 400 millones de euros de capitalización compararían con una suma de valor de sus negocios de unos 1500 millones (Celeo con un valor en libros de unos 600 millones e ingeniería y servicios unos 900 millones).

En definitiva, creemos que estamos sentados en una compañía que ha iniciado ya un proceso claro de puesta en valor de sus activos, y aunque este proceso ha recorrido ya una distancia sensible, creemos queda aún por delante otro tramo de igual magnitud.



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 31/01/2024



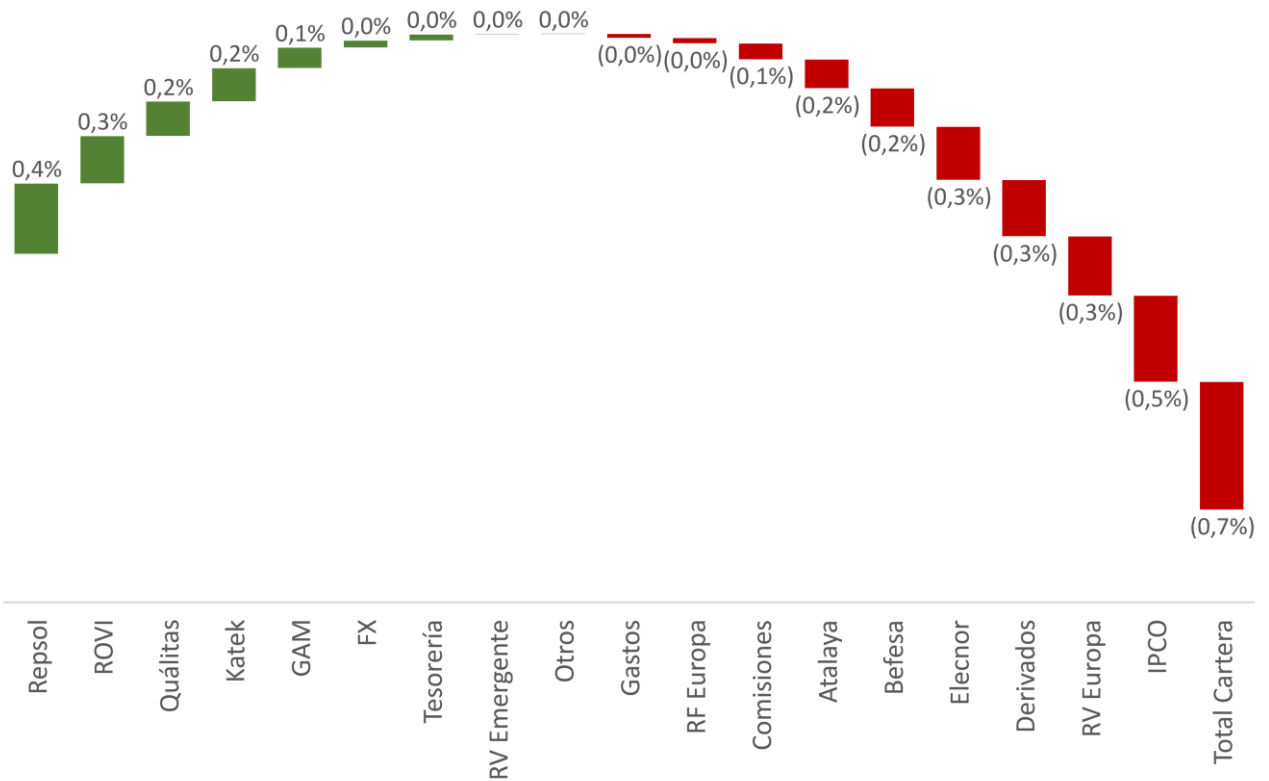
	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	68,4%	40,1%
Rentabilidad anualizada	11,9%	7,6%

Rentabilidad mensual y anual

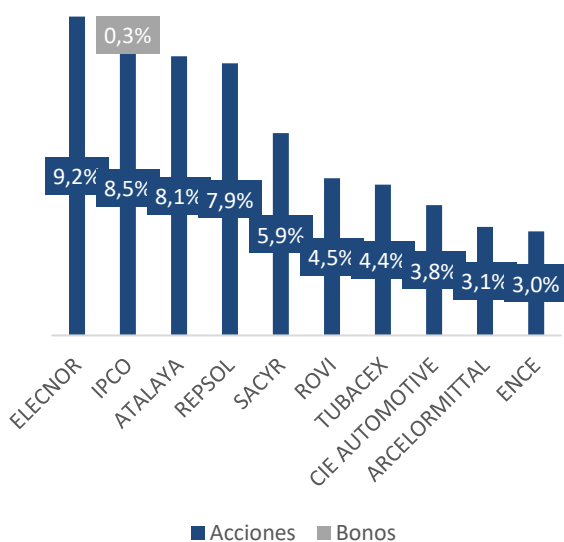
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA FI	STOXX
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%	8,98%
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	6,51%	(3,86%)	5,81%	36,81%	24,91%
2022	1,39%	(0,42%)	4,31%	2,21%	3,83%	(7,90%)	1,21%	(1,74%)	(7,36%)	8,08%	3,83%	0,87%	7,35%	(10,64%)
2023	4,71%	2,60%	(3,67%)	(0,43%)	(2,19%)	1,02%	2,35%	0,32%	1,23%	(2,14%)	2,67%	2,78%	9,28%	15,81%
2024	(0,73%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0,73%)	1,45%

Atribución de resultados

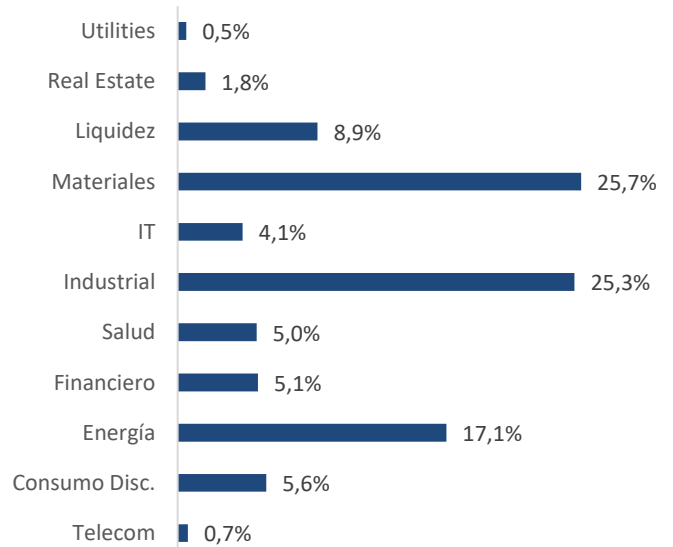
ENERO



Principales posiciones



Distribución sectorial*



*no incluye derivados



INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €22,4 millones

Valor Liquidativo a 31/01/2024: €16,837

Divisa: EUR

Categoría: Fondo de Inversión. Renta Variable Internacional

ISIN: ES0184893008

Nº Registro CNMV: 5391

Ticker Bloomberg: MUZAEUR SM

Política de Inversión: mínimo 75% exposición en Renta Variable

Inversión Mínima: No existe

Liquidez: Diaria

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos, SGIIC, S.A.

Gestor: Luis Urquijo

Entidad Depositaria: Caceis Bank Spain, S.A.

Auditor: PwC

Com. Gestión: 1,00% s/Patrimonio

Com. Depositaria: 0,05% s/Patrimonio

Com. Éxito: 9,00% s/Resultados

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 constituye "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.



INFORMACIÓN DE CONTACTO

www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

CITYWIRE
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023
EQUITY - EUROPE
MUZA GESTION DE ACTIVOS

