



# Carta Trimestral Mensual MUZA, FI

Septiembre 2024

CITYWIRE  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
EQUITY - EUROPE  
MUZA GESTION DE ACTIVOS





MUZA, FI

30 de septiembre de 2024

### Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una caída en el **tercer trimestre** del **5,29%**, cerrando el periodo con un valor liquidativo de **€17,03 por participación**.

Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, subió un 2,63%.

La **rentabilidad en el año** se sitúa en el **+0,41%**, frente al +11,72% del índice de referencia

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+70,3%** y una rentabilidad anualizada del **+10,6%**, frente al +54,2% y al +8,5%, respectivamente, del índice de referencia.

### Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Tubacex	0,31%	ROVI	(1,30%)
ArcelorMittal	0,30%	IPCO	(1,13%)
Aperam	0,08%	Repsol	(0,93%)
Acerinox	0,07%	Befesa	(0,56%)
CIE	0,06%	Elecnor	(0,44%)

### Rotación de posiciones

El resumen de **movimientos** durante el trimestre ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
Aperam		Maire Tecnimont	Greenvolt
Befesa		Unicaja	Sacyr
Inversa Prime			
Mercedes			
Tubacex			

### Composición de cartera

Actualmente, estamos invertidos en **34 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones representan más del 80% del patrimonio del fondo.

\*incluye dividendos



### Comentario trimestral

La evolución del valor liquidativo de nuestros fondos en este último trimestre se ha visto afectado por el componente cíclico de muchas de nuestras inversiones dentro de un contexto de posible enfriamiento de la economía, tanto en EE.UU. como en Europa y China.

En estos últimos años, y por razones que no hemos buscado de manera proactiva, nuestra evolución se ha desconectado bastante de la evolución de los mercados y esto, probablemente, ha sido consecuencia de lo muy poco que tienen que ver nuestras inversiones con las compañías y sectores predominantes en la mayoría de los índices, tanto europeos como americanos.

Cerramos estos nueve primeros meses del año 2024 prácticamente igual a como estábamos a cierre del año 2023 en cuanto a valor liquidativo se refiere. Sin embargo, la realidad fundamental de la mayoría de nuestras compañías ha seguido mejorando en lo que va de año. Nuestras 15 principales inversiones, que representan más de un 75% del patrimonio invertido, han incrementado el valor de sus fondos propios de media (ponderada por el peso que estas tienen en nuestras carteras) en un 9,5%.

A corto plazo, es habitual que exista una cierta desconexión entre el valor fundamental de una compañía y su cotización.

Esto se debe a multitud de factores, entre los cuales se encuentran las expectativas de resultados, el entorno macro y las tensiones geopolíticas, entre otros.

Si sólo nos fijáramos en esta realidad de corto plazo, y para nosotros menos de 12 meses es corto plazo, estaríamos sometidos por definición a un entorno muy poco predecible a la hora de poder valorar los negocios en los que invertimos.

No obstante, si alargamos el plazo a 2 o 3 años, podemos tener una visión mucho menos distorsionada. En muchos casos tenemos una elevada certeza de que se van a producir cambios sensibles en la valoración de nuestras inversiones, basados en:

- Planes de desarrollo y crecimiento tangibles.
- En el caso de los negocios cíclicos, una elevada probabilidad de éxito de una vuelta al equilibrio entre oferta y demanda, que normaliza dicho ciclo y que permite obtener fuertes revalorizaciones.
- Una constante aplicación de los flujos de caja de las operaciones a nuestra remuneración como accionistas (vía dividendos y recompras de acciones).
- La cristalización de valor de algún activo muy significativo dentro de un conjunto de negocios, que va a poner de manifiesto la infravaloración del resto de la compañía.



MUZA, FI

30 de septiembre de 2024

### Comentario trimestral

Esta es una realidad con la que convivimos como inversores desde hace ya muchos años y es normal que la rentabilidad esperada que nace de esta forma de invertir no se produzca de manera lineal, es más, podríamos decir que algo estaríamos haciendo probablemente mal si la rentabilidad se produjera de manera constante o lineal. Los procesos de captura de valor en la mayoría de las compañías donde invertimos están, por definición, alejados en el tiempo del momento de la inversión (sino fuera así, sería muy difícil capturar dicho valor).

Tenemos infinidad de casos que demuestran lo habitual que son estos tiempos de espera. Por citar algunos ejemplos recientes, tenemos el caso de **Elecnor**, donde transcurrieron prácticamente dos años desde el comienzo de nuestra inversión (noviembre 2021) hasta que empezó a ponerse en evidencia el valor oculto de alguno de sus activos (julio 2023). Esto permitió a la compañía duplicar su valor entre el 2022 y el 2024.

Otro caso que vale la pena recordar es el de **IPCO (Int. Petroleum Corporation)**, cuyo periodo de inversión iniciamos a finales del año 2018 y se prolongó hasta el 2021. Esta compañía realmente no empezó a recoger su valor fundamental hasta principios del año 2022, momento a partir del cual el valor de la acción se multiplica por más de 3 veces.

Un tercer caso, similar, ha sido el caso de **Atalaya Mining**, donde el grueso de la inversión se llevó a cabo entre los años 2018 y 2020, tardando otro par de años en duplicar su valor.

Dicho sea de paso, en estos 3 casos seguimos pensando que el valor fundamental está aún muy lejos de las valoraciones que les asigna el mercado actualmente. Como éstos, podríamos enumerar otros muchos que han pasado por nuestra cartera de inversiones en estos últimos 25 años (y otros tantos errores por supuesto que no debemos olvidar), que se han comportado de manera similar.

En resumen, aunque nos ocupa, no nos preocupa el momento de “desconexión” que tenemos actualmente con los rendimientos del mercado. Lo importante para nosotros es tener un entendimiento y expectativa razonable (y poder transmitirla así a nuestros inversores) de que en los próximos 2 o 3 años deberíamos volver a capturar una gran cantidad de valor en muchas de nuestras inversiones.

En línea con lo anterior, nos gustaría terminar comentando el aumento de inversión que estamos realizando en **Tubacex**. Esta es una compañía de las que habitualmente los inversores denominamos “cíclica” por la naturaleza de los ciclos de oferta y demanda de los sectores donde opera (gas, petróleo, nuclear, e industria química).



MUZA, FI

30 de septiembre de 2024

### Comentario trimestral

**Tubacex**, lleva años transformándose silenciosamente en una compañía de mayor calidad, centrándose en la fabricación de tubos de alto valor añadido. Concretamente, altas aleaciones para operar en entornos muy corrosivos, con altas presiones y donde la seguridad es crítica. Es un mercado de nicho donde operan en general pocos competidores y necesitas cualificarte para poder servir a tus clientes.

Tubacex, en los últimos 20 años, rara vez facturaba más de 500 millones de euros y el EBITDA medio solía estar en los 50 millones (márgenes del 10%). Por su parte, su capitalización fluctuaba entre 200 y 500 millones de euros y, como inversores de ciclo, podíamos arbitrar esa fluctuación de valor en periodos de 2 o 3 años, capturando una rentabilidad razonable.

La realidad actual de la compañía es cualitativa y cuantitativamente muy diferente. El grupo está facturando cerca de 1.000 millones de euros y los márgenes han mejorado sensiblemente (entorno al 15%) como consecuencia del trabajo de enfoque hacia un producto de mayor valor añadido.

Fruto de esta nueva realidad, la compañía llegó a un acuerdo recientemente para vender el 51% de su planta de acabado y roscado de Abu Dabi a Mubadala (fondo soberano perteneciente al gobierno de Abu Dhabi) por 195 millones de

dólares (unos 180 millones de euros). Dicha planta tiene un acuerdo marco con ADNOC (compañía nacional de petróleo de Abu Dabi) para pedidos por importe de unos 1.000 millones de dólares en los próximos 10 años. Este ingreso de 195 millones de dólares (que se producirá antes de finales de este año 2024), no sólo va a dotar a Tubacex de un importante recurso financiero para poder seguir financiando su crecimiento (fundamentalmente necesidades de circulante), sino que debería empezar a poner de manifiesto el defecto de valoración existente a día de hoy.

Haciendo unos números rápidos, si Mubadala valora el 51% de este negocio en 150 millones de euros (el resto del importe que recibe Tubacex es en concepto de inversiones ya efectuadas en la planta), el 100% valdría del orden de 300 millones de euros, o lo que es lo mismo, más de un 70% de la capitalización actual de Tubacex. Si asumimos que la planta de Abu Dabi genera entre 20 y 30 millones de euros al año, el resto de los negocios generarían entre 120 y 130 millones de EBITDA para una capitalización implícita de este “resto de negocios” de unos 120 millones de euros (restando a la capitalización actual de 420 millones los 300 millones de la planta de Abu Dabi), es decir, una valoración implícita de una vez EBITDA, que, según nuestro cálculos, subiría hasta dos veces si le imputamos la parte de la deuda asociada al circulante de este negocio.



MUZA, FI

30 de septiembre de 2024

### Comentario trimestral

El número es aún más llamativo si hacemos el cálculo del flujo de caja que estimamos puede generar la compañía fuera del perímetro de la planta de ADNOC.

Haciendo unos cálculos conservadores, creemos que este flujo de caja podría ser de unos 40 millones de euros al año, para una valoración implícita, que comentábamos anteriormente, de 120 millones, es decir, solo 3 veces FCF, lo que carece de sentido alguno.

Dicho de otra forma, el resto de los negocios de Tubacex no recogen actualmente de manera alguna un valor fundamental razonable. En nuestra opinión, este valor debería ser entre 3 y 4 veces mayor al actual, lo que implica, que el conjunto de Tubacex debería cotizar entre 700 y 800 millones de euros, y no los 420 millones actuales.

Si sólo alcanzara los 600 millones de valor, podríamos esperar 4 años y aun así obtendríamos un 10% de rentabilidad anual compuesta, que es nuestro objetivo de retorno a medio y largo plazo.

Muchas gracias,

Equipo Muza Gestión

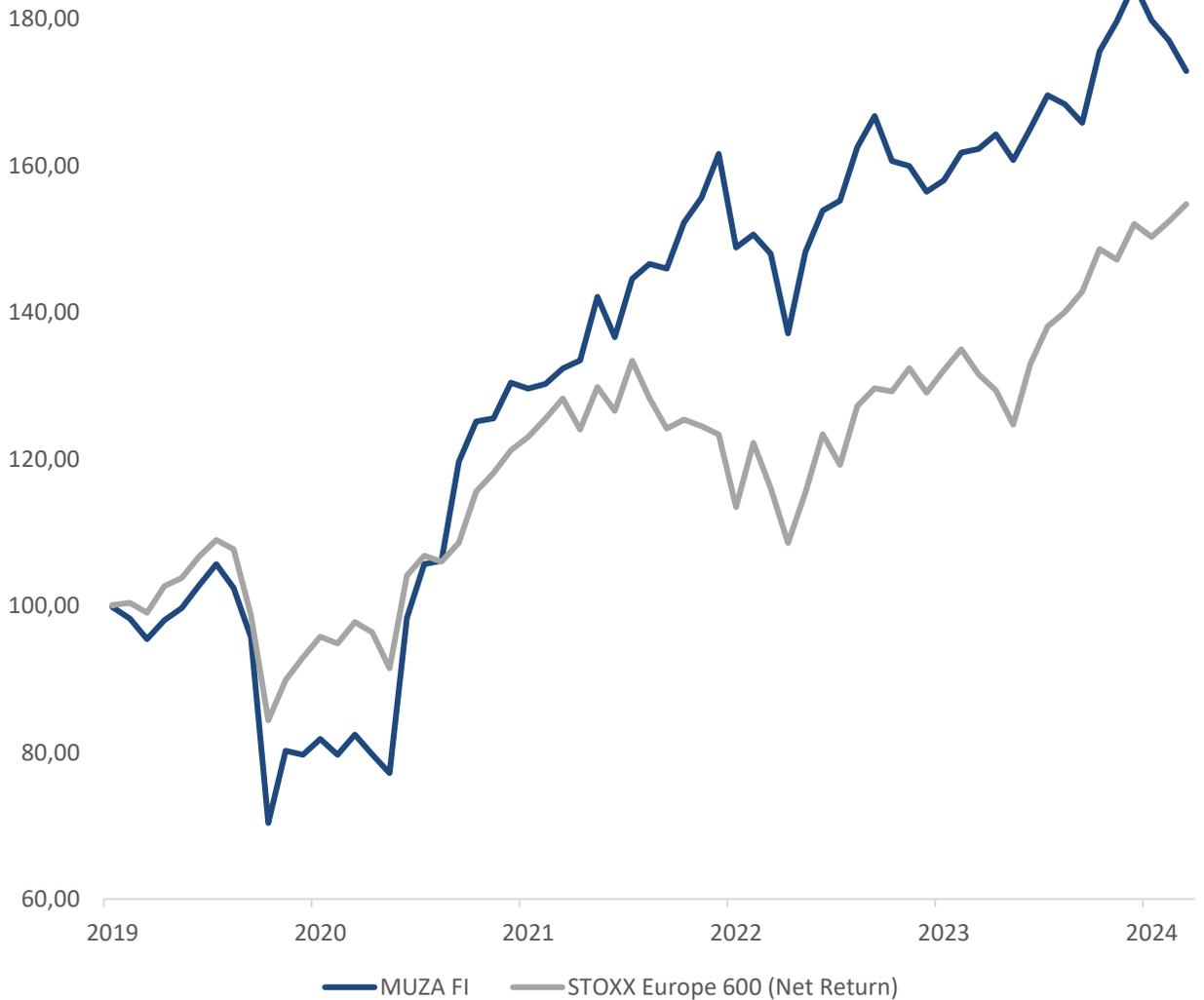


MUZA, FI

30 de septiembre de 2024

## Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 30/09/2024

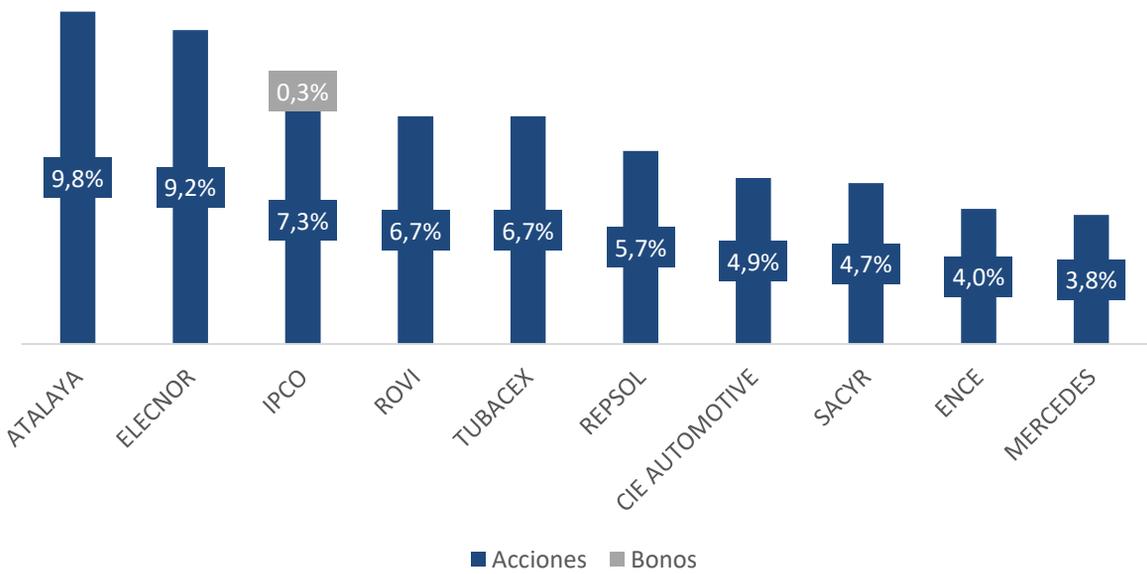


	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	<b>70,3%</b>	<b>54,2%</b>
Rentabilidad anualizada	<b>10,6%</b>	<b>8,5%</b>

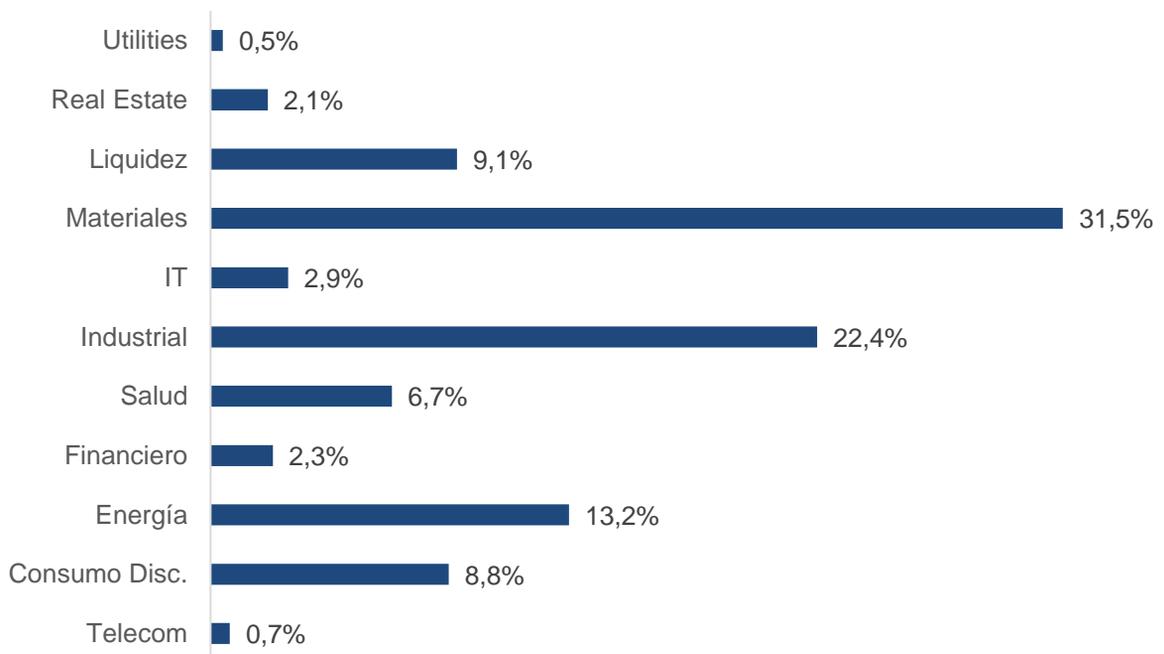
## Rentabilidad mensual y anual

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%)	(1,52%)	5,90%	2,32%	2,83%	(2,68%)	(1,52%)	(2,38%)	(1,48%)	-	-	-	0,41%	11,72%

Principales posiciones



Distribución sectorial





## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

**Fecha Inicio:** 21/06/2019

**Patrimonio:** €22,3 millones

**Valor Liquidativo a 30/09/2024:** €17,031

**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](http://www.muzagestion.com)

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

[info@muzagestion.com](mailto:info@muzagestion.com)

**CITYWIRE**  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
**EQUITY - EUROPE**  
MUZA GESTION DE ACTIVOS

