



# Carta Mensual MUZA, FI

Diciembre 2024

**CITYWIRE**  
ESPAÑA

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





MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2024

## Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en **diciembre** del **1,45%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€16,745 por participación**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, cayó en diciembre un 0,46%.

La **rentabilidad en el año** se situó en el **-1,28%**, frente al +8,78% del índice de referencia

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+67,4%** y una rentabilidad anualizada del **+9,8%**, frente al +50,2% y al +7,6%, respectivamente, del índice de referencia.

## Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Elecnor	1,47%	Befesa	(1,41%)
Maire Tecnimont	0,88%	Singular People	(0,70%)
Unicaja	0,85%	Mercedes	(0,50%)
Atalaya	0,55%	Arcelor Mittal	(0,47%)
Ence	0,48%	Global Dominion	(0,18%)

## Rotación de posiciones

El resumen de movimientos en diciembre ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
			CIE

## Liquidez

La liquidez del fondo se sitúa en el 10,4%.

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

## Comentario Trimestral

El año 2024, ha sido un ejercicio positivo para la mayoría de los índices europeos y especialmente los americanos.

El diferencial de comportamiento de Estados Unidos con respecto a Europa valor ha estado sustentado en la elevada ponderación que los denominados "7 magníficos" (Nvidia, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta y Tesla) tienen en los índices (33% de S&P500). El S&P ponderado de manera equitativa (donde todas las compañías del índice pesan lo mismo), se comportó más en línea con los índices europeos.

Hoy en día, las 25 primeras compañías del S&P 500 representan más del 50% de la ponderación del índice, lo que hace que el comportamiento de este pequeño porcentaje de compañías (un 5% de las 500 que componen el índice), tenga un impacto muy relevante en la rentabilidad del conjunto, (es el mayor nivel de concentración del Índice de los últimos 45 años).

\*incluye dividendos



Dentro de este contexto, en 2024, las compañías de valor, lo han hecho un 18% peor en términos relativos comparadas con el segmento growth, dato muy pobre si tenemos además en cuenta, que en el año 2023 el segmento de valor lo había hecho un 23% peor. Los múltiplos a los que cotizan las compañías de valor en relación con las de crecimiento, están en mínimos de la serie histórica de Russell (35 años).

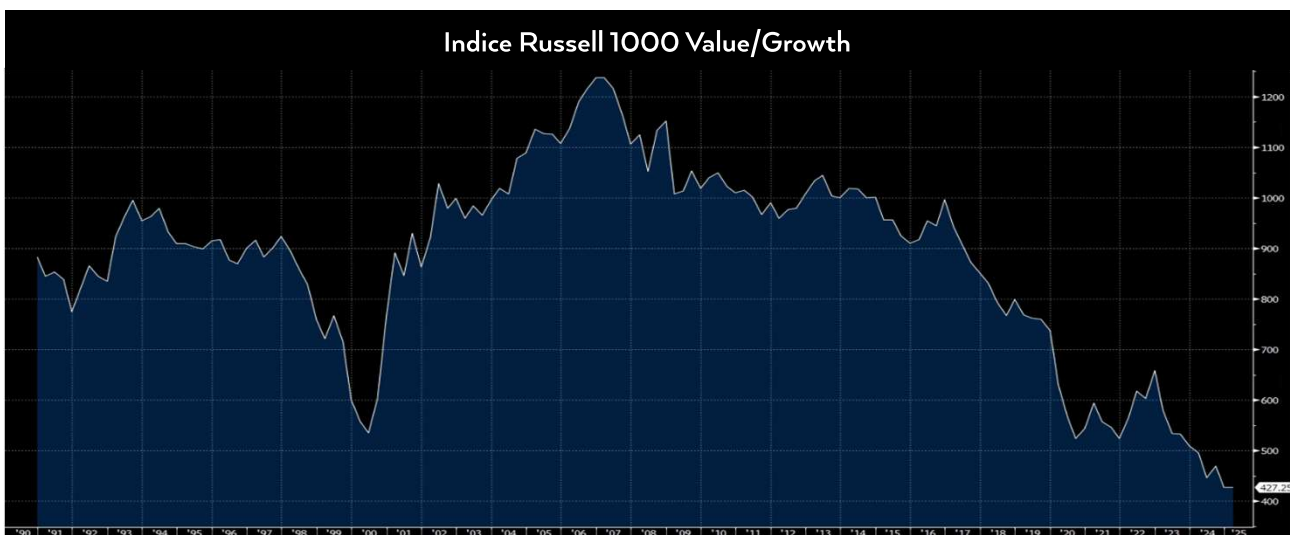
Este continuo mejor comportamiento del crecimiento frente al valor, creemos han estado sustentado, en las bajadas de tipos, unos datos de inflación más controlados y en la creciente penetración que está teniendo la gestión pasiva en los índices.

En este contexto, la rentabilidad de nuestras inversiones en 2024 ha distado mucho de la de los índices. Aunque no podemos obviar la rentabilidad en base anual, creemos que la forma en la que debemos evaluar nuestra rentabilidad es más adecuada si la enmarcamos en periodos de 3 a 5 años, ya que este horizonte temporal, se adecua de manera más

natural al periodo medio de maduración de muchas de nuestras inversiones. La filosofía de inversión en valor, basa su metodología en identificar compañías que tienen ineficiencias de valor y por lo general, las razones de esa ineficiencia y las causas por las cuales crees que va a desaparecer, suelen distar bastante en el tiempo.

En cualquier caso, si tuviéramos que enumerar las causas que han podido estar detrás de estos diferenciales de rentabilidad en el 2024, estas serían las más probables:

1. El conjunto de compañías donde invertimos tiene por lo general muy poco que ver con la composición general de los índices tanto por el tamaño de nuestras compañías (principalmente pequeñas y medianas empresas), como por los sectores donde invertimos (actualmente predominan sectores industriales, energía, cíclicos y materias primas).





- Adicionalmente, nuestra filosofía de inversión, aun sabiendo que esto puede significar un coste de oportunidad en nuestra rentabilidad a corto plazo, nos lleva a huir de todo aquello que esté rodeado de un momento de excesiva exuberancia (modas), lo que nos lleva a tener muy poca presencia en muchos sectores que han estado tras el buen comportamiento de algunos índices en estos últimos meses, en muchos casos, por la dificultad que nos entraña no solo entender cómo se van a asentar las elevadas valoraciones a las cuales cotizan muchos de ellos, sino a cómo se van a comportar muchos de esos negocios en el futuro y a que entorno competitivo se van a enfrentar.
- Por otra parte, no podemos olvidar el peso cada vez más relevante que tiene la gestión pasiva en los principales índices americanos y europeos. Esto hace que haya una, cada vez mayor afluencia de flujo inversor hacia estos índices, y dentro de estos índices hacia las empresas con mayor ponderación. En nuestro caso, la mayoría de las compañías donde invertimos, están fuera del ámbito de estos índices y del empuje en las valoraciones, que todo el flujo de la gestión pasiva ejerce sobre muchas compañías (llevando los múltiplos de beneficios a los que cotizan muchas de ellas a territorios “poco aconsejables”)

En definitiva, estamos probablemente en el polo opuesto a lo que hoy son las tendencias generales de inversión en los principales índices.

Tenemos la sensación de estar pasando por otra etapa de exuberancia de las muchas que hemos visto en estos últimos 25 años. Hay una serie de sectores y/o compañías en las que “debes” estar invertido y no estarlo, supone para muchos un coste de oportunidad inasumible, una decisión equivocada y una negación de lo mucho y rápido que está cambiando nuestro entorno.

Esta realidad que hoy estamos observado, como también ha ocurrido en innumerables ocasiones en el pasado, suele ir acompañada de una baja percepción de riesgos y de una alta probabilidad de alcanzar elevadas rentabilidades a corto plazo, estando todo esto rodeado a su vez, de unas inagotables previsiones de crecimiento a futuro, lo que a su vez se utiliza para justificar, en muchos casos, las exigentes ratios a los que cotizan muchas compañías.

Es innegable el papel que la inteligencia artificial y otros avances tecnológicos están teniendo y van a seguir teniendo en muchísimos ámbitos del mundo empresarial y hay por supuesto, una grandísima cantidad de valor a capturar por muchas compañías, pero es justamente esta realidad, la que creemos que en muchos casos puede estar “sobredimensionada” y descuenta ya un alto crecimiento, que en muchos casos será cierto y en otros tantos no lo será.



De cara al 2025, nos vuelve a inquietar el hecho de que los datos de inflación están siendo más persistentes en muchos países, de lo que inicialmente el mercado descontaba, especialmente en EE.UU., donde los precios se están tensionando de nuevo, lo que no sólo ha provocado un menor ritmo de bajadas de tipos esperadas para este 2025, sino que también ha presionado la rentabilidad del bono a 10 años sensiblemente al alza.

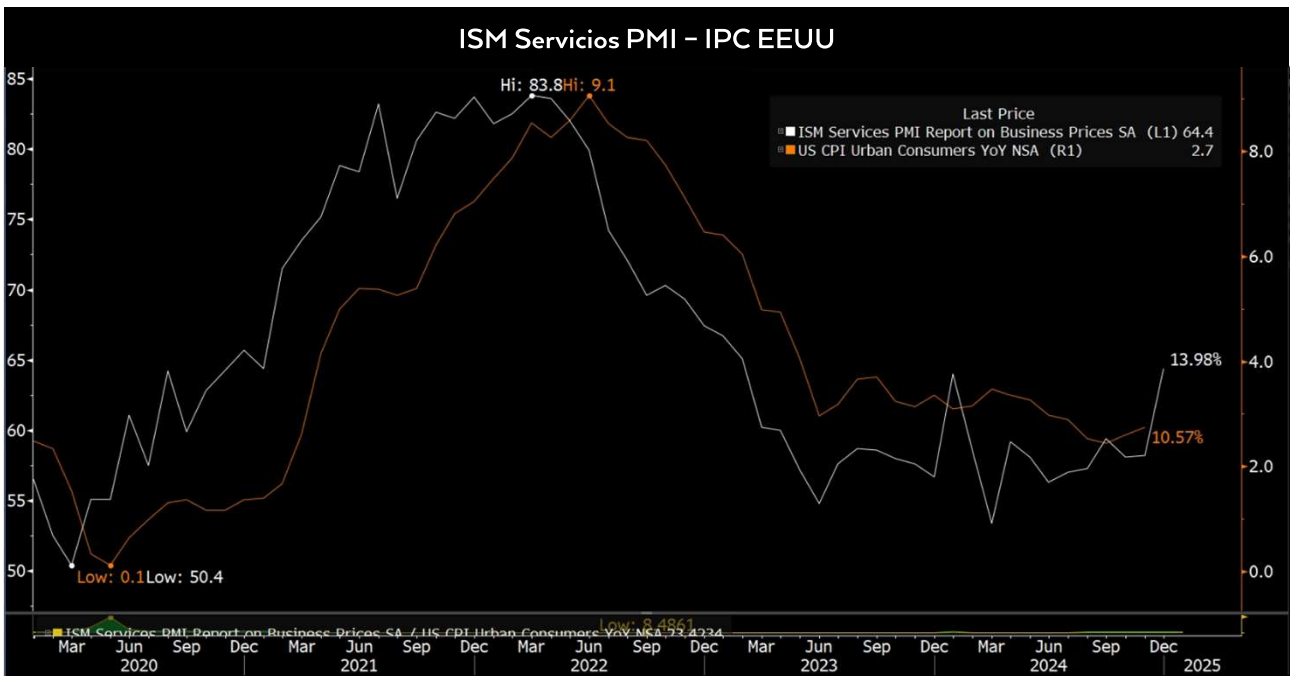
Es difícil anticipar como se va a comportar la inflación en los próximos meses, pero no podemos perder de vista el hecho de que la economía americana sigue estando a capacidad plena, con datos de empleo aún muy tensionados y donde la nueva administración de Trump plantea diversas reducciones de impuestos, todo lo anterior, no trabaja precisamente en favor de una relajación de los precios.

Si atendemos a los últimos datos de ISM (precios

pagados) en EE.UU., que es un indicador de inflación adelantado cierto, es previsible que en los próximos meses volvamos a ver datos de IPC muy por encima de los objetivos de la FED, y esto evidentemente debería tensionar tanto el mercado de renta fija como los mercados de renta variable.

Con estas nuevas tensiones inflacionarias en el frente y con muchas compañías cotizando a múltiplos que descuentan un mundo de crecimiento perpetuo, es prudente creemos, no estar en esta tipología de compañías y sectores que hoy en día capturan la mayoría del foco de atención y descuentan un escenario económico óptimo.

Preferimos como hemos dicho antes, estar en el polo opuesto, en compañías que, en muchos casos, descuentan ya un escenario poco optimista, están olvidadas y/o denostadas por el mercado y por supuesto cotizan a múltiplos mucho más deprimidos.





Uno de los ejemplos más recientes en los que hemos estado invirtiendo, y que caería en ese segmento de compañías y sectores denostados, ha sido el fabricante de automóviles Mercedes. Esta compañía cotiza ligeramente por encima de los 53.000 millones de euros con una posición de caja neta cercana a los 29.000 millones de euros en su negocio Industrial, a lo que hay que sumar su participación en Daimler Trucks que vale cerca de 10.000 millones de Euros. La suma de la caja y la participación en Daimler Trucks, nos sitúa con una caja virtual de unos 40.000 millones de Euros, lo que deja una valoración implícita para el negocio Industrial de Mercedes de 13.000 millones.

El negocio industrial (la venta de Coches y Vans) genera al año un flujo de caja de entre 5 y 8 mil millones de euros, lo que quiere decir que, en año y medio de actividad, has generado en caja, el valor implícito al que estas comprando la compañía. En este contexto de muy baja valoración, la compañía está aplicando la generación de caja libre a pagar dividendos y a recomprar acciones propias. En estos últimos 2 años, han recomprado acciones por valor de 7.000 millones de euros (más de un 10% del capital) y han pagado en dividendos otros 10.000 millones, en total, desde el 2023 hasta finales de este primer trimestre del 2025, como accionistas hemos recibido unos 17.000 millones de euros entre recompras y dividendos (lo que ha supuesto un retorno implícito de un 13% al año aproximadamente). De seguir generando la compañía los flujos de caja que hemos

comentado, Mercedes puede seguir devolviendo al accionista al menos un 10% del valor actual cada año (entre recompras y dividendos), más lo que quieran utilizar de su actual posición de caja a la recompra de acciones adicionales y/o dividendos, en este sentido, han comentado ya en varias ocasiones, que cuando desinvirtan en Daimler Truck, utilizaran gran parte de esa venta a dividendos y recompras (Daimler Truck representa un 20% de la capitalización de Mercedes actualmente).

Por ir finalizando, quizás comentar, que a lo largo del último trimestre del 2024, el cambio más significativo en nuestro portfolio de compañías ha sido el incremento de inversión en Tubacex (caso que ya explicamos en nuestra carta de septiembre). A finales de diciembre también cobramos el dividendo especial de Elecnor en un importe cercano al 30% de su capitalización en bolsa. Seguimos manteniendo una inversión significativa en Elecnor ya que esperamos aun, un segundo dividendo significativo proveniente de la venta de Enerfin y por otro lado, el valor empresa al que sigue cotizando una vez descontado este primer dividendo de unos 1.000 millones de euros (1.400 mm de euros de capitalización y 450 millones de tesorería neta), está lejos de reflejar el valor real de los negocios de Ingeniería y su filial Celeo.

Muchas gracias

Muza Gestión



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2024

## Rentabilidad histórica

### Evolución del VL desde inicio hasta 31/12/2024

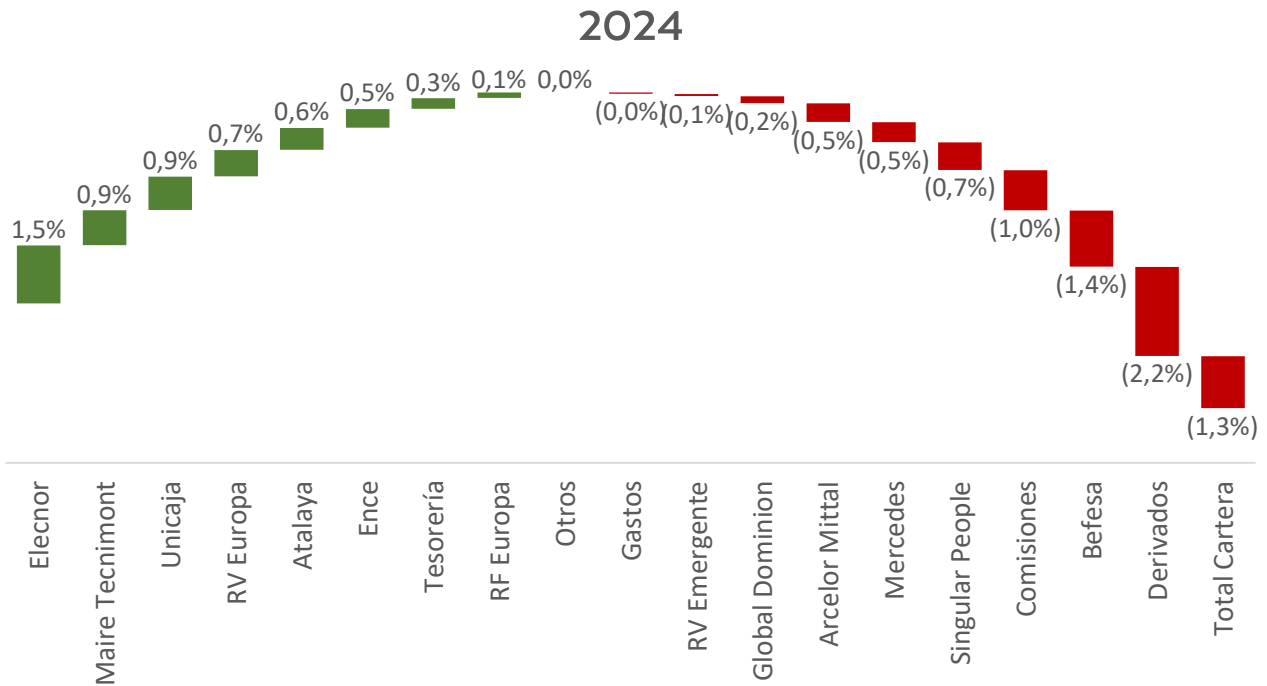


	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	67,4%	50,2%
Rentabilidad anualizada	9,8%	7,6%

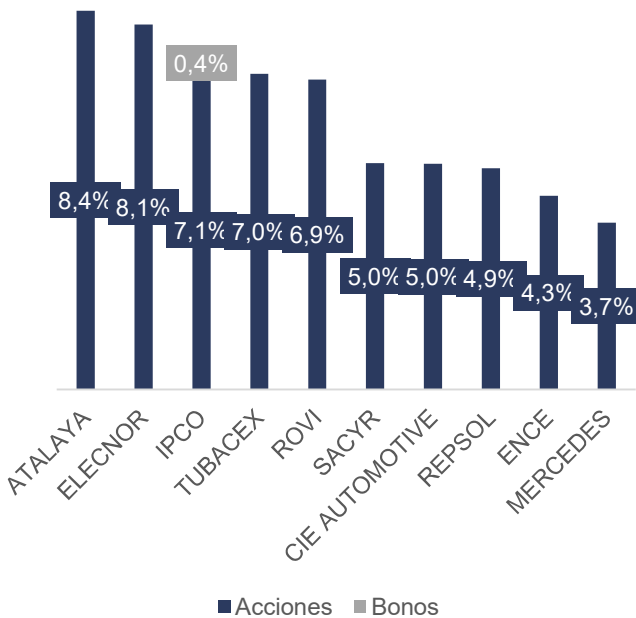
## Rentabilidad mensual y anual

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%)	(1,52%)	5,90%	2,32%	2,83%	(2,68%)	(1,52%)	(2,38%)	(1,48%)	(2,59%)	(0,52%)	1,45%	(1,28%)	8,78%

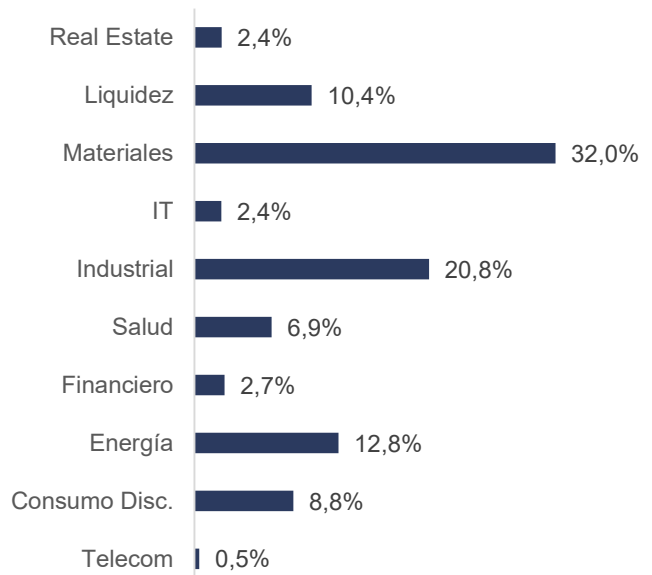
Atribución de resultados anual



Principales posiciones



Distribución sectorial







## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

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

**Patrimonio:** €21,83 millones

**Valor Liquidativo a 31/12/2024:** €16,745

**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, SGIC, 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, 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 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.*



MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIC SA

## 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

