



Carta Anual a Inversores

31 de Diciembre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Me hace especial ilusión escribirle nuestra primera carta anual coincidiendo con el primer aniversario de Magallanes.

Magallanes se funda en diciembre de 2014 con el firme propósito de convertirse en un referente dentro de la industria de gestión de activos. La excelencia en el servicio al cliente y el valor añadido son nuestras señas de identidad. Estamos convencidos de que el éxito viene cuando el cliente se convierte en la prioridad. En Magallanes el cliente es lo primero.

Iniciamos la actividad con dos fondos de inversión, un patrimonio bajo gestión de 30 millones de euros y una plantilla de 4 personas. Doce meses después, Magallanes gestiona y asesora seis vehículos de inversión, entre los que cabe destacar dos fondos en Luxemburgo y un plan de pensiones, los activos bajo gestión han crecido hasta cerca de 550 millones de euros y la plantilla se ha incrementado hasta 10 personas.

Me es grato comunicarle que el pasado mes de noviembre lanzamos la aplicación Magallanes Inside, herramienta que facilita el acceso vía internet a las posiciones globales de cada cliente. Dando respuesta a la demanda de nuestros clientes, éstos pueden ya realizar operaciones on-line.

El año 2015 ha estado repleto de múltiples acontecimientos económicos y políticos que han provocado fuertes movimientos en los mercados financieros, especialmente durante la segunda mitad. A modo de síntesis: 2015 ha sido un ejercicio de más a menos.

En este entorno convulso nuestros fondos han tenido un buen comportamiento. Los datos detallados de rentabilidad por fondo y clase se encuentran en el Anexo. Teniendo en cuenta todas las clases que conforman cada fondo, Europa cierra el año con una rentabilidad promedio del +4% mientras que Iberia sube algo más del +9%. Así pues el balance del primer año de gestión de Magallanes ha sido positivo, consiguiendo el principal objetivo: preservar capital y hacerlo crecer.

Cerramos el año en niveles de inversión cercanos al 87%, justo cuando el sentimiento de mercado es peor debido a las recientes correcciones. No obstante, merece la pena recordar el contraste de la situación actual con lo que sucedía al comienzo de año, momento en el que las bolsas marcaban máximos y nuestras carteras estaban invertidas “tan sólo” al 50%, entonces decíamos lo siguiente:



“Un escenario de fuertes revalorizaciones como el actual, no es el más propicio para el inversor cauto, para quien lo más importante a largo plazo reside en el precio de compra. Esta actitud puede llevarnos a aparecer “fuera de mercado” frente al resto de participantes.”

Carta a Inversores del 1er Trimestre de 2015

A modo informativo los factores clave que han marcado el año habrían sido:

- Recrudescimiento y sanciones comerciales relacionadas con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania
- Crisis soberana griega, amenaza de salida del Euro y riesgo de impago
- Primeras caídas fuertes de la bolsa China, devaluación de su moneda y desaceleración de su ritmo de crecimiento a niveles de los años 90
- Crisis en países denominados emergentes, como Brasil, en parte contagiados por la situación en China
- Relacionado con el punto anterior, fuerte caída de materias primas, en especial del petróleo, en mínimos de los últimos diez años
- Escándalo de emisiones de Volkswagen
- Crisis de refugiados en Europa, fruto de la amenaza terrorista en Oriente Próximo
- Fin de la época de “intereses cero” en Estados Unidos, con la primera subida del tipo oficial de interés en casi una década
- Record de endeudamiento público
- Cierre de uno de los mayores fondos de inversión de crédito de empresas
- Emisiones de deuda pública a tipos de interés negativo

Como puede observar, el mundo se enfrenta a multitud de factores inciertos. Esta situación tiene su reflejo en los precios de las acciones, que desde verano han iniciado una notable corrección, extendiéndose durante los primeros días de 2016. La incertidumbre trae consigo precios bajos, que vuelven a subir cuando ésta desaparece.

La lectura positiva para inversores como nosotros reside en que las caídas ocasionadas por dichos acontecimientos pueden ser aprovechadas para comprar buenos negocios a buenos precios.

El interés de la gente por la bolsa disminuye cuando los precios caen, y aumenta cuando estos suben. Yo me pregunto, ¿acaso esta misma gente estaría menos interesada en comprar la casa de sus sueños si el precio de compra fuera la mitad de lo que fue el mes pasado? Ahora que los precios de ciertos activos han caído, algunos literalmente a la mitad, vemos



como el interés de muchos inversores también desaparece, pero creemos que puede ser momento para comprar algunas compañías que antes cotizaban demasiado alto.

Es cierto que no todo vale. Pese al sentimiento negativo reciente, existe una gran dispersión por tipo de activo, donde algunos países y sectores se encuentran en máximos históricos y otros en mínimos. Algunas casas de análisis hablan de valoraciones de la bolsa en términos agregados, diciendo que están bien valoradas, que están caras o que están baratas. Creo que no tiene sentido hablar de la bolsa en estos términos. Piense que si yo tengo 1 euro y usted tiene 20 millones se podría decir que, en media, usted y yo somos millonarios, pero la realidad es bien distinta.

Posiblemente estemos ante una de las mayores divergencias de valoración de la historia reciente. Por ejemplo en los tres últimos años la bolsa americana ha doblado mientras que Brasil, China y Rusia han caído más del -30%. Durante la última década la bolsa alemana ha multiplicado por dos su valor frente a la casi desaparición del mercado de valores griego que acumula una caída superior al -80%. Valores relacionados con los sectores de bebidas, consumo estable y empresas farmacéuticas han alcanzado nuevos máximos históricos durante 2015. Por el contrario empresas del sector de la energía, servicios petrolíferos, empresas mineras o compañías eléctricas, se encuentran cotizando prácticamente en sus mínimos.

Los inversores se sienten cómodos en los sectores y países más favorecidos, más caros. Por el contrario tratan de evitar aquellos valores pertenecientes a sectores o países muy castigados. Es una reacción natural e instintiva del ser humano. Ante momentos de incertidumbre la decisión fácil y cómoda (comprar lo que sube) impera sobre la decisión difícil e incómoda (comprar lo que cae).

No obstante, cuando los precios son altos la posibilidad de perder dinero aumenta, y viceversa. Como en la vida, las situaciones extremadamente positivas o negativas no duran para siempre.

El pasado reciente está lleno de ejemplos sobre asunciones que parecían inquebrantables en su momento pero que, al cabo del tiempo, giraron de forma inesperada. Todos en algún momento escuchamos frases como: “el precio de las casas nunca puede caer”, “ahora es el momento de invertir en China o Brasil, países cuyo crecimiento seguirá siendo muy elevado durante las próximas décadas”, o por ejemplo “a este ritmo de crecimiento nos quedaremos sin petróleo ni materias primas dentro de poco (cuando el precio del crudo rozaba los 150 dólares por barril)”.

Hoy todo ha cambiado: el precio de las casas cayó fuertemente, Brasil está en su peor momento económico desde los años 30, China crece a la mitad y el petróleo cotiza en mínimos de la última década.



Tendemos a extrapolar en línea recta lo que nos pasa hoy a futuro, lo bueno y lo malo, sin reparar que, por el camino, puede haber fluctuaciones importantes. A veces el camino entre dos puntos no es una línea recta.

Acerca de nuestro proceso de análisis a lo largo del año hemos mantenido algo más de 130 reuniones de mercado, equivalente a más de 2 reuniones por compañía en cartera o, en otras palabras, a casi 3 reuniones por semana. Hemos leído más de 12.000 páginas de memorias anuales y escudriñando en cerca de 300 años equivalentes de cuentas anuales pertenecientes a las empresas en las que invertimos. El resultado es un nivel de convencimiento absoluto en todas y cada una de las compañías que forman parte de nuestros fondos.

Estamos permanentemente orientados a la búsqueda de compañías con negocios únicos y específicos en sí mismos, con sus propios factores de riesgo y oportunidades. Creo honestamente que éste es nuestro principal activo: la focalización, no nos centramos en intentar batir al mercado sino en identificar discrepancias entre valor y precio.

Hemos seguido incrementando posición en Antofagasta (véase comentario en la página 4 de la Carta Trimestral a Inversores del 3^{er} Trimestre de 2015). Ni pensamos que el mundo pueda vivir sin cobre hoy ni que aparezca un sustitutivo rentable en el cortísimo plazo. Además no tiene deuda y posee Los Pelambres, posiblemente la mejor mina de cobre del mundo por coste unitario y por vida media de explotación.

Siguiendo con más ejemplos de nuestra actividad inversora cabría destacar el caso de Hornbach. La compañía alemana de bricolaje, Hornbach Baumarkt, presentó a mediados de diciembre un adelanto de sus resultados del tercer trimestre, fue una decepción puesto que el mercado estaba esperando mejores cifras, la acción cayó en un día un -10%.

Fruto de nuestro convencimiento en el valor y dada la información disponible, no sólo no vendimos sino que compramos algo más aprovechando la fuerte caída.

En un mundo donde el resultado inmediato prima sobre el largo plazo, donde la tenencia de acciones equivale a la de boletos de lotería, si no te ha tocado la lotería, lo normal es tirar el boleto.

Para nosotros Hornbach no es un boleto de lotería, es un negocio que genera beneficios, cuyo valor fundamental está muy por encima de su cotización actual. Somos conscientes de que ese valor no tiene por qué realizarse en el corto plazo. El cortoplacista carece por completo de la paciencia y capacidad de sufrimiento del inversor en valor a largo plazo. Es como correr una maratón donde el resto de participantes son velocistas de 100 metros lisos.

Otro valor a destacar sería la compra de Conzzeta AG, conglomerado industrial suizo, referente mundial en las distintas divisiones donde opera.



Es posible que el nombre de Conzzeta no le diga nada, pero es probable que sea usuario de alguno de sus productos. Si es aficionado a la montaña o al alpinismo, le sorprenderá saber que Conzzeta es dueña de la prestigiosa enseña de ropa deportiva Mammüt, competidora de marcas como Columbia o The North Face. Mammüt es un referente mundial en el segmento premium, número uno en Alemania, Austria y Suiza y presente en más de 50 países.

Su estructura de conglomerado hace difícil identificar el verdadero valor de cada una de las empresas que forman parte del grupo. Tomando en consideración los precios de mercado de los principales competidores en cada una de sus divisiones la valoración de Conzzeta en su conjunto sería de prácticamente el doble de lo que cotiza ahora.

Entre las ventas del año cabe señalar tanto TNT Express como Norbert Dentressangle, fruto de sendas opas recibidas por competidores internacionales. Durante el segundo semestre se vendió totalmente la posición en Temenos Group AG, con una plusvalía acumulada superior al +50% en menos de un año.

La disciplina en nuestro proceso de inversión nos llevó a vender toda la posición, ya que el precio de cotización llegó a nuestra valoración fundamental. Una buena empresa a un precio elevado puede convertirse en una mala inversión.

Nuestros canales de comunicación están continuamente abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten. En este sentido les animo a asistir a nuestro primer Día del Inversor que tendrá lugar el próximo 2 de marzo en Madrid. Todos los asistentes tendrán la oportunidad de charlar con el equipo de Magallanes, atenderemos gustosamente todas sus preguntas e inquietudes.

Al iniciar nuestro segundo año nuestras ganas e ilusión son tan fuertes como el primer día. Somos afortunados de trabajar en algo que nos encanta. Seguimos trabajando en preservar y hacer crecer su capital, junto con el nuestro.

Gracias en nombre de todo el equipo de Magallanes por confiar la gestión de su dinero en nosotros.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE LOS FONDOS

MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 86,6%, estando formada su cartera por 26 compañías españolas y portuguesas.

La cartera sigue manteniendo un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Semapa SGPS SA, Iberpapel Gestión, Prosegur y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 52,1% del fondo.

Portugal representa el 22,5% de la inversión total del fondo.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 75,1% de peso. Un 3,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 86,6%, formado por 35 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, C&C Group Plc, Buzzi Unicem SPA, Thermador Holding SA y Tarkett SA. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 39,2% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones, con un peso agregado del 45,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 54,3% de peso. Un 13,5% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.



ANEXO 2. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	-0,14%	7,77%	3,42%	8,04%	29/01/2015	86,6%
Índice de referencia Ibérico	-7,13%	1,22%	-9,43%	-5,73%		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	-0,10%	7,90%	3,68%	6,32%	26/02/2015	86,6%
Índice de referencia Ibérico	-7,13%	1,22%	-9,43%	-11,27%		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	-0,03%	8,11%	4,07%	12,72%	09/01/2015	86,6%
Índice de referencia Ibérico	-7,13%	1,22%	-9,43%	2,57%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR. Datos a 31/12/2015

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	-3,40%	4,15%	0,36%	3,47%	27/01/2015	86,6%
Índice de referencia Europeo	-5,28%	5,31%	-4,01%	0,42%		
Magallanes European Equity FI "P"	-3,36%	4,28%	0,61%	4,23%	29/01/2015	86,6%
Índice de referencia Europeo	-5,28%	5,31%	-4,01%	0,43%		
Magallanes European Equity FI "E"	-3,30%	4,48%	0,99%	4,29%	09/01/2015	86,6%
Índice de referencia Europeo	-5,28%	5,31%	-4,01%	9,77%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR. Datos a 31/12/2015



Carta Trimestral a Inversores

3^{er} Trimestre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Los mercados europeos de renta variable cierran el peor trimestre por rentabilidad desde 2011. La desaceleración económica en China, la incertidumbre sobre la política monetaria actual y el enfriamiento del crecimiento en beneficios de las empresas explican gran parte de dichas correcciones. Europa cede cerca del -9% en el trimestre, reduciendo a prácticamente 0% las ganancias acumuladas en el año. En el caso concreto de España, el Ibex 35 retrocede alrededor del -11%, agravado por la inestabilidad política. Mención aparte merecen las fortísimas caídas de algunos mercados emergentes como China del -30% o Brasil, -35%, en euros.

Como saben, el principal objetivo de Magallanes es la preservación de capital en el largo plazo. En este sentido, nuestros fondos cierran el trimestre con caídas alrededor del -3,5% (ver Anexo de rentabilidades por fondos y clases). Invertir en acciones y preservar capital pueden parecer planteamientos contraintuitivos, especialmente en mercados convulsos como el actual. Preservar capital, dentro de la inversión en acciones, consiste en perder lo menos posible cuando las condiciones son adversas. Cuando las aguas se calman y aparece el viento de cola, nuestro barco podrá navegar más lejos si hemos sido capaces de salvar las velas. Gran parte del éxito de la inversión en bolsa consiste en minimizar el número de errores, no tanto en acertar cuál será el próximo movimiento alcista.

Es interesante observar cómo las fuertes caídas recientes han puesto a la comunidad inversora en una situación incómoda. Cuando el mercado sube, el buen humor reina, la alegría se contagia y las acciones de casi todas las compañías suben en mayor o menor medida. La tolerancia, la permisividad y el optimismo dominan la actitud compradora del inversor. Por el contrario, cuando el mercado baja, es el miedo quien toma las riendas. La intolerancia a la pérdida se maximiza, la desconfianza aumenta y el pesimismo irracional transforma al mismo inversor que meses antes compraba acciones. Así funciona el mercado: un continuo vaivén entre el miedo y la codicia. Lo que está ocurriendo en los últimos meses se parece mucho a esta situación.

Pese a las correcciones, en Magallanes estamos tranquilos. Nunca dejará de fascinarme el comportamiento bipolar de la bolsa. Estoy convencido que la clave para conseguir buenas rentabilidades a largo plazo reside precisamente en aprovechar los cambios de ánimo del mercado. En estos momentos, de pesimismo, es cuando suelen surgir las mejores oportunidades de inversión. Por eso estamos tranquilos e ilusionados.



En algunos sectores el mercado nos está dando la oportunidad de adquirir buenas empresas muy por debajo de su valor intrínseco.

Como saben, la liquidez media de nuestros fondos ha estado en niveles elevados durante buena parte del año. En nuestra carta anterior comentábamos que “la liquidez es una consecuencia costosa de la falta de oportunidades que eventualmente, se puede llegar a convertir en una opción valiosa cuando los mercados caen”. La razón de mantener altos niveles de liquidez no es porque anticipáramos las correcciones que finalmente se produjeron, en absoluto, respondía más bien a la falta de buenas ideas de inversión. No fue hasta las caídas significativas del último mes y medio cuando incrementamos de nuevo el nivel de inversión de nuestros fondos hasta cerrar en niveles del 85%, lo que representa un incremento medio de más de siete puntos porcentuales frente a cierre de junio.

La situación general en el mundo sigue protagonizada por los mismos frentes abiertos que mencionábamos en ocasiones anteriores: desaceleración en China, conflictos bélicos Ucrania-Rusia y Oriente Próximo, Grecia o la política monetaria no convencional de tipos bajos. Resulta curioso observar la velocidad con la que cambia el foco de atención sobre los temas de actualidad, qué es lo importante hoy y qué no. Si hace unos meses sólo se hablaba de Grecia y de Ucrania, o de la política de tipos bajos como fuentes de riesgo, ahora estos conceptos han pasado prácticamente al olvido para hablarse de China y su muy comentada desaceleración económica. Lo que hoy es importantísimo, el mes que viene parece normal, y el trimestre siguiente, simplemente se olvida.

Es por eso que en Magallanes no empleamos más tiempo del estrictamente necesario en analizar la actualidad económica y social del mundo de hoy, ni muchos menos basamos nuestras decisiones de inversión en dicha coyuntura. Es suficiente con entender qué está pasando y no olvidarse de lo que ocurrió en el pasado. En este sentido no analizamos compañías en función del flujo de caja que vayan a generar los dos próximos trimestres, afectado muy seguramente por las circunstancias del momento actual. Cuando valoramos una compañía lo hacemos teniendo en cuenta su modelo de negocio junto con su capacidad de generar beneficios desde hoy hasta el día del juicio final, teniendo en cuenta, por tanto, ciclos buenos, malos y regulares en el proceso de análisis.

Como saben, dos de las características más relevantes que buscamos en una empresa son: buena salud financiera y calidad ética del equipo directivo. Dos catástrofes recientes demuestran la importancia de seguir estos principios básicos. Las caídas en precio de Glencore y Volkswagen. Magallanes no ha invertido ni tiene posiciones en ninguna de estas dos empresas.

Buena salud financiera, empresas con poca deuda o caja neta en balance. Solemos decir con frecuencia que una empresa sin deuda no puede quebrar, al menos no desde el punto de vista financiero, es imposible. Por tanto ante dos empresas de un mismo sector, habrá de valer más aquella que tiene menos deuda. Glencore es el mayor operador mundial de



materias primas, con actividades que van desde la compra venta de minerales y metales hasta el comercio de productos agrícolas. Salió a cotizar el 19 de mayo de 2011 con una valoración de 76.300 millones de libras, a cierre de septiembre su valor era de 12.700 millones de libras, sí, es correcto, en 4 años “desaparecen” 63.600 millones de libras (aproximadamente el tamaño de Eslovaquia). Durante el mismo período su deuda se multiplica por dos hasta más de 30.000 millones, representando un apalancamiento de casi 10 veces su beneficio operativo estimado para 2015, de 3.000 millones de libras. Primera lección, un apalancamiento excesivo junto con una fuerte caída en resultados, ocasionado en este caso por la bajada del precio de las materias primas desencadena la tormenta perfecta para perder todo su dinero. De hecho, con una caída desde su precio de colocación en bolsa del -85%, parece que los únicos que han ganado dinero fueron los que vendieron en dicha salida. Segunda lección importante: por norma general no comprar en salidas a bolsa, si los dueños de una empresa se “deshacen” de ella, por qué ha de ser usted quien les haga ricos.

En cuanto a la integridad profesional de los equipos directivos, cabe destacar el caso de Volkswagen, con una pérdida de valor de algo más de 28.000 millones de euros en apenas una semana, debido al fraude en las emisiones de gases de parte de sus vehículos. Warren Buffett dijo en una ocasión que había tres atributos básicos a la hora de contratar a una persona: integridad, inteligencia y capacidad de trabajo. A la luz de lo ocurrido parece que los ex directivos de Volkswagen eran inteligentes, trabajadores pero poco honestos. Lección: a la hora de invertir en una empresa no sólo se fije en los datos recogidos en las memorias anuales, si bien el fraude y el engaño no son siempre identificables o predecibles.

En cuanto a nuestra actividad inversora durante el trimestre cabe destacar que se centró básicamente en la compra de valores que no teníamos previamente en cartera; fuimos especialmente activos en el sector eléctrico alemán y austríaco, así como en algunos valores de compañías mineras, empresas todas ellas que se encuentran cotizando en mínimos históricos, sectores denostados, muy penalizados por el mercado.

En las carteras europeas destacaríamos la compra de Verbund AG, empresa eléctrica austríaca única en Europa debido a sus extraordinarios activos hidroeléctricos. Se trata del único y más grande generador eléctrico especialista en este tipo de tecnología – aproximadamente el 95% de la generación de electricidad proviene de sus más de 120 centrales eléctricas de agua – con una producción anual de 31,2 TWh. Además, Verbund posee la red nacional austríaca de distribución eléctrica, con más de 3.500 kms, negocio estable, regulado y con altísima visibilidad. Vende su electricidad a partes iguales entre Austria y Alemania. El problema actual es que el precio de la electricidad en Alemania está en mínimos de los últimos años, por debajo de 30 € el MWh. Esta pronunciada caída se debe principalmente a la fuerte bajada en el precio del carbón, tecnología que fija el precio de la electricidad en Alemania. No sabemos cuál será el precio de la energía en los próximos meses, pero estamos convencidos de que en las próximas décadas será superior al actual. La principal ventaja competitiva de Verbund reside en sus centrales hidroeléctricas, únicas e



irreplicables, con vidas útiles superiores a los 50 años. A los precios actuales, es posible comprar estos activos únicos, reales y productivos por debajo de su valor en libros.

También compramos acciones de la mayor empresa eléctrica europea por ingresos, la alemana E.ON, conglomerado energético con más de siete unidades de negocio tales como la generación eléctrica, exploración petrolífera y compra-venta de materias primas. Además posee la red de distribución de electricidad y gas más extensa de Europa, con más de 1 millón de kilómetros de longitud. Los precios bajos de la electricidad y la obligatoriedad de cerrar sus centrales nucleares han hecho que la acción caiga a niveles de hace 25 años, con una caída acumulada desde máximos superior al -80%. A los precios actuales, la empresa cotiza a dos tercios de su valor en libros, después de dar de baja sus centrales nucleares. Una valoración de sus diferentes unidades de negocio a precios de mercado nos daría un valor fundamental de prácticamente el doble a su cotización actual.

Mencionar también la compra de Antofagasta, empresa productora de cobre. Antofagasta acumula una caída próxima al -70% durante los últimos cuatro años, en ese mismo período el precio del cobre ha caído cerca del -50%. A simple vista, la caída parece desproporcionada. Es cierto que el principal comprador de cobre del mundo es China, que supone cerca del 40% del consumo mundial. Por tanto no es discutible que el precio del cobre baje si el mayor consumidor mundial atraviesa dificultades. Si se le añade a la ecuación una situación de balance comprometida, como es el caso de Glencore, el desastre en el sector de minería del cobre está servido. Volvemos a nuestro planteamiento original, creemos que en las peores situaciones de mercado, cuando todo se da por perdido, es posible encontrar buenas ideas de inversión, en este caso, en el mercado de cobre.

Es importante aclarar que nuestra tesis no se basa en una recuperación inmediata de China en los próximos trimestres, tampoco en una subida repentina del cobre durante las próximas semanas. Tan sólo tratamos de identificar, dentro de un sector muy castigado, aquellos jugadores que estén en las mejores condiciones para poder acabar la carrera sin lesionarse, y a ser posible, ganarla. Creemos que Antofagasta es uno de ellos.

Antofagasta es una empresa minera basada en Chile, enclave natural para la producción de cobre, controlada al 65% por la familia Luksic, reconocidos por su buena reputación como empresarios y buen trato al resto de accionistas minoritarios. Hay tres factores que marcan la diferencia en Antofagasta sobre el resto de mineras: no tiene deuda, produce barato y es pequeña. Con apenas un 3% de la cuota de mercado mundial, se sitúa en el primer tercio de productores por coste, esto quiere decir que, en caso de que el cobre continuara bajando, algo que por otro lado no descartamos, dos terceras partes de la producción mundial tendrían que desaparecer antes que ellos. Además, el hecho de no tener deuda cobra un valor importantísimo en esta situación de mercado: Antofagasta puede aguantar mucho más tiempo que sus competidores en caso de que el cobre siga bajando durante mucho más tiempo. El cobre no tiene sustitutivo económicamente viable para servir a sectores tan importantes y necesarios como el de la transmisión de energía eléctrica, telecomunicaciones



o conducción de fluidos. Desde el punto de vista de valoración, a los precios actuales, comprar Antofagasta costaría unos 11.000 dólares por tonelada de producción anual, esto compara con los 20.000 dólares que requeriría poner en marcha una mina de cobre desde cero, según un informe de la casa de análisis Bernstein.

La actividad en la cartera Ibérica ha sido menor. Es cierto que el Ibex 35 registró la peor caída entre sus comparables europeos, gran parte de este retroceso se debe al sector bancario español, industria por otro lado que seguimos sin ver lo suficientemente atractiva como para invertir a largo plazo, incluso después de las recientes caídas. El sentido común indica que un entorno de tipos de interés bajo no es lo más propicio para un sector que vive de la diferencia entre el tipo que cobra a sus clientes y el tipo que paga por los depósitos. Piense por unos instantes cuál sería el beneficio de una empresa que vendiera sus productos a cero euros; la respuesta es inmediata. Pero no sólo el precio al que venden su producto es bajo, casi cero, también es mínima la cantidad del producto que venden, que obviamente en el caso de los bancos viene representado por el crédito. Una economía que está en pleno proceso de reducción de su deuda es difícil que registre incrementos significativos en crédito.

Cabría destacar el incremento de exposición en Corticeira Amorim. Líder mundial de fabricación de corcho, con más de un 35% de cuota de mercado, dos veces más grande que el segundo productor, controlada por la familia Amorim con un 84,9% de participación. Una de cada tres botellas de vino en el mundo está precintada por un tapón de corcho fabricado por Corticeira. Son varias las ventajas competitivas que hacen de Corticeira una empresa rentable y única en sí misma. Aunque se trata de una empresa portuguesa, solamente el 4% de sus ventas proviene del país; lo más interesante de su emplazamiento es que la península ibérica representa uno de los mayores santuarios de alcornoques del mundo. Esto les permite tener una gran diversificación de aprovisionamiento, así como bajos costes de transporte. Corticeira tiene además presencia directa en los principales países productores de vino y cuenta con el control de una de las mayores redes de distribución del sector en el mundo, con más de 42 canales de venta. Compañía poco seguida por la comunidad inversora, gestionada y controlada por una familia, rentable, balance sólido y con claras ventajas competitivas que la permiten crecer a lo largo del ciclo.

Me es grato comunicarles la puesta en marcha de nuestro primer plan de pensiones, Magallanes Acciones Europeas, PP. Al pensar en nuestro futuro y el de nuestros clientes no queremos olvidar el de colectivos más vulnerables, y por eso Magallanes vincula el lanzamiento de este nuevo plan al refuerzo del compromiso con tres organizaciones con las que colabora: Fundación Balía, Fundación Capacis y ONG Madre Coraje. En este sentido, por cada 1.000€ que se aporten al plan, Magallanes donará 1€ de su capital a la ONG que cada partícipe designe en el boletín de adhesión.

Después de nueve meses de andadura invirtiendo con ustedes, nuestros clientes, quiero transmitirles de nuevo nuestra ilusión en el proyecto. Las caídas recientes de mercado, lejos de causar desánimo, han reforzado más aún si cabe nuestro grado de compromiso,

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

animándonos a seguir descubriendo buenas ideas de inversión para el largo plazo. El camino de un inversor en valor como nosotros es solitario, dispuestos a comprar en momentos de pánico y esperar pacientemente cuando el precio de los activos es elevado. Creo que sólo tomando decisiones extraordinarias se consiguen resultados extraordinarios.

Por todo ello muchas gracias por su confianza.



MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 85%, estando formada su cartera por 26 compañías españolas y portuguesas frente a las 24 del mes anterior.

La cartera tiene un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Semapa SGPS SA, Iberpapel Gestión, Inmobiliaria Colonial SA y Sonae SGPS SA. Las diez primeras posiciones representan el 51,5% del fondo.

Con el incremento reciente en Corticeira Amorim subimos la exposición en Portugal hasta el 22.2%, el resto lo comprenden acciones españolas.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 76,4% de peso. Un 4,2% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 84,1%, formado por 32 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, C&C Group Plc, Buzzi Unicem SPA, Thermador Holding SA y EMMI AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 41,1% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 57,6% de peso. Un 9,6% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.

Una vez más, muchas gracias por su confianza.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO de RENTABILIDADES

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	-4,24%	-4,04%	-6,88%	0,25%	29/01/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>-6,86%</i>		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	-4,20%	-3,91%	-6,64%	-1,46%	26/02/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>-12,33%</i>		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	-4,14%	-3,73%	-6,29%	4,27%	09/01/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>1,34%</i>		

Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR. Datos a 30/09/15

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	-2,37%	-3,64%	-5,27%	-0,65%	27/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>-4,65%</i>		
Magallanes European Equity FI "P"	-2,33%	-3,52%	-5,04%	-0,06%	29/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>-4,64%</i>		
Magallanes European Equity FI "E"	-2,27%	-3,34%	-4,68%	-0,19%	09/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>4,23%</i>		

Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR. Datos a 30/09/15



Carta Trimestral a Inversores

2º Trimestre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor:

El mercado de renta variable cierra el segundo trimestre con caídas próximas al -8% desde máximos para los principales índices Europeos, atenuando de esta manera el excelente comienzo de año. En este contexto, la rentabilidad de nuestros fondos ha sido negativa, aunque significativamente mejor que la de mercado, con caídas cercanas al -1,5% en Europa y -2,8% en Iberia. Desde el lanzamiento las rentabilidades siguen siendo positivas y el nivel de inversión se ha incrementado hasta niveles medios del 80%.

FONDO EUROPEO	ÚLTIMOS 3 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	-1,69%	3,10%	27/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	4,62%		
Magallanes European Equity FI "P"	-1,57%	3,59%	29/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	4,63%		
Magallanes European Equity FI "E"	-1,38%	3,26%	09/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	14,36%		

*Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe NR

FONDO IBÉRICO	3 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	-3,00%	4,43%	29/01/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	4,56%		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	-2,88%	2,51%	26/02/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	-1,81%		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	-2,69%	8,27%	09/01/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	14,11%		

*Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 NR + 20% PSI20 NR

En Magallanes somos inversores especializados en el mercado de acciones cotizadas. En ocasiones nos preguntan por qué no invertimos todo el patrimonio disponible, optando por mantener niveles de liquidez que, de forma circunstancial, pueden ser más o menos elevados. Por ejemplo, los niveles medios de liquidez han sido superiores al 40% durante buena parte del año. El nivel de liquidez de nuestros fondos no viene determinado por lo que pensamos que va a pasar en los mercados a futuro, tiene que ver con el número de oportunidades de inversión disponibles en cada momento. Algo que no se había producido en el grado que nosotros hubiéramos deseado durante los meses anteriores a las fuertes caídas recientes. La liquidez es una consecuencia costosa de la falta de oportunidades que eventualmente, se puede llegar a convertir en una opción valiosa cuando los mercados caen.

Dichas correcciones han reactivado nuestra actividad compradora, siendo coherentes con nuestro mandato de comprar cuando los precios caen y mantenerse al margen cuando éstos suben sin límite. De esta manera cerramos el trimestre en niveles máximos de inversión desde la fecha de lanzamiento, si bien estos niveles todavía están sensiblemente por debajo de los estándares de la industria. En otras palabras, aún disponemos de "gasolina" suficiente ante futuras nuevas caídas de bolsa, si las hubiera.



Nuestras carteras están formadas por compañías sólidas, sustentadas sobre fuertes fundamentales, excelentemente posicionadas en los mercados donde operan. No sabemos cómo acabará cada uno de los inestables frentes abiertos a los que se enfrenta el mundo actualmente: política monetaria no convencional de tipos bajos, salida o no de Grecia del Euro, conflicto Rusia-Ucrania, tensiones bélicas en Oriente Próximo o el pinchazo de la burbuja bursátil en China. Tampoco está en nuestra mano posicionar nuestras carteras en un sentido o en otro en función del desarrollo de dichos acontecimientos; no tenemos capacidad de anticiparnos a los hechos, pero sí de estar preparados ante cualquier resultado. Por ello en Magallanes centramos todos nuestros esfuerzos en identificar y comprar empresas robustas por debajo de su valor fundamental que sean capaces de sobreponerse y superar cualquier entorno de mercado, por complicado que este pueda llegar a parecernos hoy. Creemos firmemente que la mejor protección ante eventualidades inciertas estriba en una correcta combinación entre liquidez y empresas sólidas; es como navegar con una dotación extra de chalecos salvavidas y botes de emergencia.

En cuanto a la política monetaria actual, si los tipos de interés estuvieran en niveles superiores las cotizaciones de las bolsas no parecerían tan atractivas como la mayor parte de inversores percibe hoy.

El actual entorno de tipos de interés bajos genera distorsiones de mercado en la medida que sigue postulando a la inversión en acciones como única alternativa viable. Un tipo de interés próximo a cero empuja las valoraciones de la bolsa hacia niveles altos, haciendo que la proporción de acciones caras predomine sobre las baratas. Pensamos que la inversión en acciones es viable sí y sólo si ésta es rentable a largo plazo. En la actualidad, y pese a la reciente corrección de mercado, el número de compañías baratas sigue siendo inferior al número de empresas caras potencialmente poco rentables a futuro. En Magallanes trabajamos identificando ideas dentro de esa pequeña parcela de empresas excepcionales que todavía cotizan a precios atractivos.

En esta línea, seguimos aprovechando las oportunidades que da el mercado para comprar o incrementar exposición en algunos valores. En Europa por ejemplo, hemos incrementado exposición en STEF, líder europeo especialista en transporte y logística dentro de la cadena de suministro alimentario bajo temperatura controlada. STEF representa el eslabón perfecto entre productores alimenticios y las grandes superficies comerciales, añadiendo valor dentro de una tipología de producto muy delicada: productos frescos a baja temperatura. En términos generales, nuestra tesis sobre el negocio de transporte y logística, basada en una migración progresiva hacia el mundo digital, se ha visto refrendada a través de las OPAS que hemos recibido a lo largo del segundo trimestre sobre TNT Express y Norbert Dentressangle, con ganancias del +42% y +63% respectivamente frente a los precios de compra.

Como novedad en la cartera Europea cabría destacar la incorporación de la empresa alemana de bricolaje Hornbach. Dicha empresa reúne prácticamente todos los atributos de



la compañía tipo que buscamos en Magallanes: negocio centenario, fundada y controlada por la familia Hornbach, sin deuda, barata, eficiente y rentable. Hornbach posee una serie de ventajas competitivas que explican su éxito a lo largo de los años: goza de la mejor percepción por parte de sus clientes, es el operador más barato del mercado y dispone de la oferta más amplia de productos siempre disponibles en todo momento.

En la cartera Ibérica también hemos tomado ventaja de las últimas y fuertes correcciones, especialmente en el caso de España y Portugal, después del incremento en la incertidumbre de mercado motivado por los recientes acontecimientos en Grecia. Hemos incrementado exposición en Barón de Ley, líder en DO Rioja y productor del vino crianza más vendido de España, con marcas altamente reconocidas como El Coto. Empresa controlada y excelentemente gestionada por su presidente-ejecutivo, D. Eduardo Santos-Ruiz, que ha llevado a cabo uno de los mayores programas de recompra de acciones propias de la historia de la bolsa española, próximo al 60% del capital durante los últimos 10 años. De esta manera ha conseguido que el beneficio neto por acción haya doblado durante dicho periodo. Además, después de varios años muy duros para la industria del vino en España, por primera vez en mucho tiempo parece que se atisba algo de crecimiento ligado a la recuperación del consumo privado. Por el lado internacional, el 50% de las ventas del grupo se produce fuera de nuestras fronteras con buenas perspectivas de crecimiento.

En Portugal, las correcciones de mercado fueron aún mayores, hecho que aprovechamos para incrementar exposición en Sonae, holding empresarial fundado y controlado por la familia Azevedo, saga de empresarios de brillante reputación en Portugal. Sonae es líder absoluto en la distribución de alimentación en Portugal a través de supermercados e hipermercados, con sus enseñas Continente y Modelo. Además opera en el sector de distribución generalista mediante diferentes conceptos tales como: Worten (electrónica de consumo), SportZone (ropa deportiva) o Zippy (ropa infantil). Otros negocios relacionados son la gestión inmobiliaria de las tiendas donde operan y las participaciones en Sonae Sierra, empresa dedicada a gestionar centros comerciales, y NOS, principal operador de telecomunicaciones de Portugal. Empresa familiar bien llevada, líder en los sectores donde opera, cotizando por debajo de la valoración de mercado de los activos que la forman.

Dentro de la cartera Europea y dada la relevancia de los acontecimientos acaecidos en Grecia, quiero mencionar nuestra inversión del 1,4% en el grupo Mytilineos, a través de Mytilineos Holdings, y Metka. El grupo Mytilineos, controlado y gestionado por los hermanos Mytilineos, desarrolla su actividad en el sector minero, ingeniería y electricidad: (1) Minería de aluminio, con *Aluminium of Greece* es el mayor y más eficiente productor integrado de aluminio de toda Europa. (2) *Metka*, empresa de ingeniería global especializada en el diseño y construcción de plantas de generación eléctrica, actualmente cotiza por debajo de su posición de caja en balance. (3) *Protergia*, el mayor y más eficiente productor independiente de electricidad de toda Grecia. Con un 85% de sus ventas fuera de Grecia, Mytilineos es una empresa de sesgo claramente internacional. A los precios actuales, la empresa cotiza con un tercio de descuento frente a su valor en libros. Posiblemente estemos ante una de las



empresas más baratas de toda Europa. El riesgo potencial está en la salida de Grecia del Euro, algo que en Magallanes no sabemos. La cuestión es si Mytilineos venderá más aluminio, más proyectos de ingeniería o más electricidad a futuro, que a buen seguro lo hará. Mytilineos es una compañía bien gestionada, con activos únicos, que cotiza muy por debajo de su valor intrínseco.

Seguimos trabajando con más ilusión que nunca en nuestro principal cometido: proteger el capital y hacerlo crecer en el largo plazo. Para ello nuestra aproximación a los mercados es ecléctica y poco convencional. No seguimos modas de mercado, no compramos por impulso y tampoco vendemos por pánico. Nuestras carteras están concentradas en torno a pocos valores, fruto de nuestro alto grado de convicción en ellos. Nuestro horizonte temporal es de largo plazo, al menos cinco años, aunque sabemos que el camino al éxito casi nunca es una línea recta y no está exento de altibajos. Los buenos resultados en la gestión de inversiones dependen de la actitud del gestor a la hora de comprar o vender y de su capacidad para mantenerse sereno, racional y frío en todo momento.

Me alegra comunicarles que seguimos fortaleciendo el capital humano de la empresa, con el único objetivo de una mejora continua en nuestras capacidades de gestión y servicio a nuestros clientes. Es por ello que a finales de marzo se incorporó al equipo de inversiones Otto Kdolsky. Otto, natural de Austria, acumula más de 25 años de experiencia en mercados financieros, concretamente en gestión y análisis de empresas bajo los principios del *value investing*. Ha trabajado anteriormente en ERSTE Bank Austria, Interdin AV, Bankpyme Gestión SGIC y Sabadell Inversión SGIC donde llegó a ser responsable de gestión de los fondos de renta variable europea y española con más de €1.000 millones bajo gestión.

También me es grato comunicarles que durante el mes de mayo fuimos invitados a participar en la prestigiosa *London Value Investor Conference*, conferencia que reúne a los mejores profesionales de la industria y aglutina en un solo día a más de 500 asistentes, inversores institucionales, *family offices*, fondos soberanos, consultores financieros, *hedge funds* y *endowments* universitarios. Se trata de un hito especialmente significativo para Magallanes teniendo en cuenta que somos los primeros españoles en participar en dichas conferencias.

Como saben, la mayor parte de nuestro patrimonio está invertido en Magallanes, junto con ustedes, nuestros clientes, nuestro principal activo. Por ese motivo Magallanes se debe a los clientes que deciden confiar en nosotros, invirtiendo con nosotros.

Por todo ello muchas gracias por su confianza.



MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo ha cerrado el mes de junio con un nivel de inversión del 80,5%, nivel máximo desde su creación, estando formada su cartera por 24 compañías españolas y portuguesas frente a las 23 del mes anterior.

La cartera tiene un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Semapa SGPS SA, Iberpapel Gestión, Sonae SGPS SA y Gas Natural SDG SA.

El fondo concentra un 51,6% de peso en las diez primeras posiciones, esto compara con el 44% del trimestre anterior.

Seguimos incrementado exposición a Portugal, representando el 19,9% del total. Las recientes correcciones bursátiles originadas por la incertidumbre en torno a la cuestión de Grecia han sido más severas en países del arco mediterráneo como España, Italia y muy especialmente Portugal. Es por ello que hemos sido más activos comprando valores portugueses durante los últimos meses, subiendo la exposición total en algo más del 3%, a través de valores que ya teníamos anteriormente en cartera como Ibersol, Sonae, Semapa o Corticeira Amorim. El resto de la inversión, 60,6%, está invertida en valores españoles.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 71,2% de peso y, dentro de este rango, el 36,3% de las compañías tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 5,1% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI

El fondo ha cerrado el mes de junio con un nivel de inversión del 77%, formado por 28 empresas. Es un cambio significativo frente al trimestre anterior donde cerramos en el 52%, supone un incremento en grado de inversión del +25%. Las correcciones desde máximos han propiciado dicha subida de inversión. La novedad en cartera ha sido la compra del líder alemán de bricolaje Hornbach.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, seguido de transporte, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, C&C Group Plc, Thermador Holding SA, Husqvarna AB Class B y Buzzi Unicem SPA.



Tres compañías de la cartera, todas ellas entre las primeras posiciones, recibieron sendas OPAS durante el trimestre, dos de las cuales salieron adelante y una fue rechazada por su consejo de administración.

Concretamente el 7 de abril TNT Express recibió una oferta de compra por la totalidad de las acciones por parte de la norteamericana FedEx a €8 por acción, siendo nuestra ganancia total en la posición frente a nuestro precio de compra del +42%.

A los pocos días, el 29 de abril, sería Norbert Dentressangle quién recibiría una oferta de compra por parte de la también norteamericana XPO Logistics a €217,5 por acción, muy próxima a nuestra valoración intrínseca de la compañía, siendo la ganancia para el fondo del +63%, incluido el cobro de dividendo.

La última OPA vino el 22 de junio y fue sobre la división de telecomunicaciones de Bouygues por parte de Altice, valorando el negocio en más del doble frente a nuestra valoración interna. Desafortunadamente, el consejo de administración de la compañía rechazó la oferta.

La concentración del fondo ha aumentado del 32,4% hasta un 40,2% de peso en las diez primeras posiciones.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 53,8% de peso y, dentro de este rango, el 20,1% de empresas tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 7,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

A medio plazo el nivel de inversión del fondo debería situarse próximo al 80%, compuesto por, aproximadamente, 30 compañías.

Una vez más, muchas gracias por su confianza.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



COMENTARIO TRIMESTRAL ENERO – MARZO 2015

Durante el primer trimestre de 2015 se produce el lanzamiento de los fondos gestionados por Magallanes: MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI y MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI.

El mercado de renta variable cierra el trimestre con uno de los mejores registros de rentabilidad de los últimos años. En este contexto, la rentabilidad alcanzada por nuestros fondos es satisfactoria, teniendo en cuenta la fecha de lanzamiento y que las carteras están en construcción, por lo que el nivel medio de inversión no ha superado el 55%:

FONDO	1 MES	2 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL MEDIO DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	1,28%	4,89%	4,73%	27/01/2015	51%
Magallanes European Equity FI "P"	1,32%	5,00%	5,10%	29/01/2015	51%
Magallanes European Equity FI "E"	1,39%	5,13%	4,57%	09/01/2015	51%
Magallanes Iberian Equity FI "M"	4,95%	7,70%	7,63%	29/01/2015	55%
Magallanes Iberian Equity FI "P"	4,98%	--	5,52%	26/02/2015	55%
Magallanes Iberian Equity FI "E"	5,06%	7,95%	11,24%	09/01/2015	55%

*Rentabilidades a 31/3/15. Después de comisiones.

Un escenario de fuertes revalorizaciones como el actual, sin apenas correcciones significativas, no es el más propicio para el inversor cauto, para quien lo más importante a largo plazo reside en el precio de compra.

El sentimiento de mercado está dominado por grandes dosis de optimismo, lo que se refleja en el buen comportamiento de las bolsas y en la fuerte bajada de las rentabilidades de la renta fija. El martes 7 de abril, el Tesoro colocó 725 millones de euros en Letras a seis meses a un interés medio del -0,002%. De esta manera España se une al exclusivo club de países europeos emisores de deuda a tipo negativo. Es difícil entender el concepto de interés negativo, de forma que quien presta dinero debe además pagar unos intereses en lugar de recibirlos. Sin embargo el mercado lo está asumiendo como algo normal, empujado por el sentimiento generalizado de positivismo generado por la política ultra laxa de los principales bancos centrales.

En Magallanes, no obstante, no perdemos de vista los riesgos intrínsecos del mercado inherentes a su naturaleza incierta y cambiante. Los riesgos no aparecen o desaparecen sin más, simplemente se perciben o no se perciben en función del estado de ánimo que tengan los inversores en cada momento. Prueba de ello fue la súbita escalada del franco suizo el pasado 15 de enero, próxima al +30% frente al Euro en el espacio de escasos minutos, después de que el Banco Central Suizo (BCS) decidiera dejar libre la cotización de su divisa. El riesgo siempre existió, pero el mercado terminó por acomodarse a la actuación no convencional del BCS consistente en mantener el cambio mínimo de su divisa en 1.2 francos por euro desde septiembre de 2011.



Es normal que Usted pueda sentirse confuso ante la actual situación de mercado: excesivo optimismo y tipos bajos/negativos. Como dijo recientemente al respecto Charlie Munger, vicepresidente de Berkshire Hathaway, “si Usted no es capaz de entender nada, no se preocupe, su cerebro está funcionando correctamente”. No deberíamos dedicar más tiempo a intentar entenderlo, sino asumir que es un hecho que nos adentra en territorio desconocido del que no conocemos el resultado final.

Lo que sí está en nuestra mano es intentar rebajar el estrés a la hora de gestionar nuestras inversiones, pensar como inversores de largo plazo y adecuarnos a las condiciones del momento.

Lo primero es pensar realmente a largo plazo, en los próximos años. No construyamos nuestra cartera pensando en los próximos meses, donde, cualquier buen o mal resultado pudiera ser debido a la buena o mala suerte. El largo plazo, medido en años, representa el único horizonte temporal válido y necesario para que las inversiones maduren en rentabilidad. En el corto plazo impera el ruido, el nerviosismo y la especulación; en el largo plazo, la seguridad, la consistencia y los resultados.

Lo segundo está relacionado con el tipo de activo donde queremos invertir. Si el sentido común nos dice que pagar por prestar dinero no tiene sentido, tal vez sea porque no lo tiene. Busquemos por tanto activos productivos que generen rentabilidades aceptables a largo plazo, busquemos empresas cotizadas que podamos comprar a buenos precios, que nos ofrezcan seguridad, consistencia y resultados a lo largo del ciclo.

No sabemos qué hará la bolsa de aquí al final del trimestre, ni siquiera hasta final de año, pero estamos convencidos de que la inversión en acciones representa la mejor estrategia de protección de patrimonio a largo plazo. No importa en qué nivel estén los tipos de interés, el mundo necesita empresas para funcionar. Hoy existen empresas, ayer existían empresas y en el futuro seguirán existiendo empresas, que a su vez seguirán ganando más dinero y repartiendo más dividendos.

En este sentido y dentro de nuestro afán por preservar el capital, preferimos actuar con cautela. Invirtiendo el patrimonio de nuestros partícipes con especial cuidado, siendo exigentes en la selección de compañías a comprar y mirando muy especialmente el precio pagado por ellas. Esta actitud puede llevarnos a aparecer “fuera de mercado” frente al resto de participantes. Pero preferimos mantener una actitud disciplinada y coherente.

Se trata de una tarea complicada en el entorno actual de mercados, pero no es imposible. No debemos cambiar nuestra predilección por la renta variable como único activo válido a largo plazo, tan sólo hemos de afinar nuestro criterio siendo más selectivos y pacientes, estando siempre alerta de las oportunidades que pueda ofrecer el mercado. No importa esperar el momento oportuno cuando la inversión en acciones es para varios años.



Pensamos que nuestra principal ventaja competitiva reside en la habilidad para focalizarnos en la búsqueda e identificación de compañías. En este sentido el equipo de inversiones de Magallanes se encuentra analizando alrededor de 20 empresas potenciales. No todas las empresas analizadas pasan a formar parte de las carteras, dados los fuertes criterios de exigencia que imponemos. El denominador común de las compañías que preseleccionamos consiste en una buena combinación de valoraciones atractivas y buenos modelos de negocio, atributos ambos que les permitirán crecer y salir fortalecidas a lo largo de los años.

En cuanto a los valores en cartera, éstos presentan un potencial medio de revaloración próximo al +40%. Compramos compañías baratas frente a su valor intrínseco. El número total de valores y el nivel de inversión de los Fondos se han incrementado ligeramente por la estabilización en el patrimonio total gestionado y la finalización de algunas compras de acciones.

MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo ha cerrado el mes de marzo con un nivel de inversión del 60%, estando formada su cartera por 23 compañías españolas y portuguesas frente a las 22 del mes anterior.

A finales de marzo, comenzamos a comprar una nueva compañía después de varias semanas de análisis. Idea que seguiremos construyendo en cartera durante los primeros días de abril. Se trata de una compañía española perteneciente al sector construcción y servicios industriales, cotizando actualmente a un descuento superior al 40% frente a su valor intrínseco, con una situación financiera saneada después de haber superado una fuerte reestructuración de balance.

La cartera tiene un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Iberpapel Gestión, Sonae SGPS SA, Miquel y Costas & Miguel SA e Ibersol SGPS SA.

El fondo concentra un 44% de peso en las diez primeras posiciones.

Hemos incrementado exposición a Portugal, que ahora representa el 16,5% del total. Dicho incremento se ha producido por el aumento de exposición en Ibersol SGPS SA; compañía con fuerte exposición directa al consumo privado en España y Portugal, excelentemente gestionada y controlada en su mayoría por el equipo directivo, se encuentra cotizando con una rentabilidad de flujo de caja próxima al 10%, buenas perspectivas de crecimiento y sólida situación financiera. El resto de la inversión, 43,2%, está invertida en valores españoles.



El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 55,3% de peso, dentro de este rango el 30,2% de las compañías tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 4,4% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

A medio plazo el nivel de inversión del fondo debería situarse próximo al 75-80%, compuesto por, aproximadamente, 25 compañías.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI

El fondo ha cerrado el mes de marzo con un nivel de inversión del 52,4%, formado por 27 empresas, no ha habido nuevas incorporaciones frente al mes anterior.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, seguido de transporte, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Thermador Holding SA, Orkla ASA, C&C Group Plc, Tarkett SA y TNT Express.

Merece la pena comentar que entre las cinco mayores posiciones en cartera, TNT Express recibió el pasado 7 de abril una oferta de compra por la totalidad de las acciones por parte de la norteamericana FedEx a €8 por acción, siendo nuestra ganancia total en la posición frente a nuestro precio de compra del +42%.

El fondo concentra un 32,4% de peso en las diez primeras posiciones.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia y Suiza frente a otras regiones.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 35,6% de peso, dentro de este rango el 14,9% de empresas tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 6,7% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €15.000 millones.

A medio plazo el nivel de inversión del fondo debería situarse próximo al 80%, compuesto por, aproximadamente, 30 compañías.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones