



Carta Anual a Inversores

31 de diciembre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

“Hay dos tipos de economistas que hacen predicciones de futuro: los que no saben y los que no saben que no saben”

John Kenneth Galbraith

Estimado Inversor,

2016 ha sido el año con más eventos extraordinarios desde la crisis financiera: el resultado de las elecciones americanas, el *Brexit* y el referéndum en Italia entre otros han marcado un ejercicio de fuertes movimientos para la mayoría de mercados financieros.

Prácticamente ningún activo ha permanecido inmune: acciones, bonos, petróleo, oro y divisas experimentaron en algún momento oscilaciones en precio superiores al 30%.

Los primeros días del año se recordarán como el peor comienzo bursátil registrado para la bolsa americana, cerrando no obstante 2016 en nuevos máximos históricos.

La rentabilidad acumulada de nuestros fondos durante el período ha sido del +16,1% para la estrategia ibérica y del +13,5% para la europea. En sus dos años de historia, las rentabilidades anualizadas son del +12,1% y +9,1% respectivamente; esto compara muy positivamente con las leves subidas de los índices europeos, caídas en el caso del Ibex-35. De igual manera nuestro plan de pensiones Magallanes Acciones Europeas PPI cierra el año con una apreciación del +14,7%. Todos nuestros vehículos de inversión se sitúan entre los productos más rentables de 2016¹.

Es una pérdida de tiempo basar las decisiones de inversión en la habilidad de predecir asuntos macroeconómicos o políticos a la vista de los acontecimientos recientes. La victoria de Trump en Estados Unidos o la decisión de los británicos de abandonar la Unión Europea son claros ejemplos.

¹Estrategia ibérica: Magallanes Iberian Equity P. Estrategia europea: Magallanes European Equity P. Al final de la carta encontrará un Anexo con el detalle de rentabilidades para todas y cada una de las clases y vehículos de inversión gestionados y/o asesorados por Magallanes.



A lo largo del año se han cerrado más fondos de cobertura (*hedge funds*) de los que se han abierto desde que existen registros hace más de una década². Tradicionalmente esta tipología de fondos basa sus decisiones de inversión en la capacidad de anticipar eventos macroeconómicos o políticos con estructuras de coste generalmente altas para sus partícipes.

Parte del reciente auge en la gestión pasiva, mediante la inversión en ETFs o fondos índice, está relacionado con lo anterior. La proliferación de estrategias pasivas aumenta las divergencias existentes entre valores grandes y caros frente a valores pequeños y baratos. Cuanto mayor sean las ineficiencias generadas, mayores serán los beneficios de una gestión activa como la nuestra.

Clientes descontentos junto con estrategias caras y complejas no suele ser una buena combinación a futuro.

Riesgos tales como la política monetaria de tipos cero, la burbuja de bonos o el alto endeudamiento de determinados países seguirán estando presentes durante el 2017. Los Bancos Centrales, particularmente, se enfrentan a un reto difícil de solucionar toda vez que ha quedado patente la ineffectividad, para el crecimiento económico, de mantener los tipos de interés a cero durante un período de tiempo prolongado.

Siendo inútil tratar de anticipar el desenlace de éstos y otros riesgos que vendrán, la única alternativa fiable que nos queda es la protección de nuestras carteras mediante la inversión en empresas baratas que ofrezcan un amplio margen de seguridad.

Fruto de nuestra experiencia durante más de quince años gestionando, podemos afirmar que siempre se obtienen mejores resultados cuando nos olvidamos del mercado y prestamos más atención a las empresas, sus beneficios y sus riesgos operativos particulares. Cuanto mayor sea el enfoque en lo micro mayor será nuestra ventaja competitiva.

Comprar barato es, en la mayoría de las ocasiones, una garantía de éxito. Lo más importante es emplear el tiempo en la búsqueda de discrepancias entre valor y precio. El éxito de nuestros fondos de inversión se debe a esto.

El *Value Investing* es fácil de entender pero difícil de implementar. Comprar barato no es sinónimo de beneficios inmediatos y casi siempre implica la toma de decisiones poco populares. Es por eso que muchos inversores no poseen el temperamento adecuado para llevarlo a cabo.

² Eureka hedge



La compra de Uniper el pasado septiembre es un claro ejemplo de lo anterior. Uniper, *spin-off*³ del gigante alemán E.ON, es una de las mayores compañías de energía convencional de Europa con una capacidad instalada de 42 GW.

Está dividida en tres divisiones:

- 1) Generación eléctrica convencional: electricidad generada a partir de gas, carbón, nuclear e *hydro* en Alemania, Benelux, Francia, Reino Unido, Suecia y Hungría
- 2) Materias primas globales: principalmente hablamos del negocio de licuefacción, transporte, almacenamiento y comercialización de gas natural al por mayor. Además posee el 25% de uno de los mayores yacimientos de gas en Rusia
- 3) Negocio internacional en Rusia a través del 83,7% de participación en Unipro, tercer operador privado más grande de Rusia con una capacidad instalada de 11 GW (80% gas y 20% carbón)

En un mundo dominado por las energías renovables es entendible que la mayoría de la gente sienta poca atracción por Uniper después de leer lo anterior. Si además se le añade una participación en un negocio ruso la atracción puede ser nula. Algunos analistas llegaron a denominarla como “la empresa con los activos malos” de E.ON.

Estamos ante una empresa sin interés para la comunidad inversora, con una estructura tipo holding compleja, operando en un sector penalizado, mal visto, perseguido y en declive.

Factores todos ellos conocidos por el mercado y por ende incorporados en el precio.

No hay negocio que dure toda la vida. Por supuesto pensamos y deseamos que el mundo siga evolucionando hacia una energía limpia y barata. De hecho creemos que ciertas energías convencionales bajarán su peso o desaparecerán con el paso del tiempo, pero no es algo que ocurrirá previsiblemente de forma inmediata. Son procesos que llevan tiempo, las cosas no suceden de la noche a la mañana. El precio de salida de Uniper, €10 por acción, reflejaba una situación extrema para la compañía que valoraba todos sus activos en un tercio de su valor en libros.

Una valoración conservadora basada en poco más de cinco años de vida para el negocio de generación eléctrica tradicional de Uniper nos daba un importe de 3.900 millones de euros, poco más que su valor de mercado en el momento del *spin-off*. El resto de unidades, como la participación en Unipro, las infraestructuras de almacenamiento de gas, los gasoductos y los campos de gas natural, lo recibíamos totalmente gratis a ese precio.

³Spin-off: término anglosajón que se refiere a una empresa que ha sido separada por completo de otra pasando a tener órganos de gobierno, negocios y gestión totalmente independientes de ésta. Es una práctica habitual cuando no es fácil encontrar comprador para el negocio que quiere ser separado.



Nuestra valoración conservadora de toda la compañía era de €14,25 euros por acción frente a los €10 de salida, hoy cotiza a €13. Como curiosidad, realizamos la compra mediante un intermediario local basado en Alemania que nos preguntaba si estábamos seguros de querer comprar dicho valor, puesto que éramos tan sólo dos inversores los que teníamos órdenes de compra frente al resto del mercado que quería vender. En ocasiones anteriores hemos comentado que el camino de un inversor en valor es solitario.

Siempre es mejor, y más barato, aprender de los errores de otros, pero en ocasiones nosotros también cometemos los nuestros. Como decimos en nuestros principios de inversión⁴: no somos ajenos a la posibilidad de cometer errores. Trabajamos siendo conscientes de su ocurrencia. Si ocurrieran, se aceptarán y se reconocerán, tratando de no repetirlos a futuro. De igual manera trataremos de solucionarlos con el mínimo impacto para nuestros inversores, aprender de ellos y sacar lecciones importantes.

BW Offshore estuvo cerca de convertirse en nuestro primer error, entendiendo como tal una pérdida permanente de capital en el valor. En el peor momento llegamos a estar perdiendo más de un -90% desde los precios de compra. Una correcta diversificación de la cartera hace que eventos negativos como éste no arrastre el comportamiento global del fondo.

BW Offshore es el segundo mayor operador del mundo de barcos FPSO, especializados en la producción y almacenamiento de petróleo y gas en aguas profundas. Modelo de negocio donde BWO construye y posee los barcos que a su vez alquila a empresas productoras de petróleo mediante contratos de largo plazo.

En el momento de compra a comienzos de 2015 se daban ciertos factores que en Magallanes solemos buscar en empresas:

- Segundo mayor operador mundial dentro de un sector oligopolístico y de nicho
- Modelo estable y predecible, debido al cobro fijo de alquiler por barco independientemente del precio del petróleo
- Empresa muy penalizada por la caída del crudo, en el momento de nuestra primera compra la acción acumulaba una caída del -75% frente a máximos históricos
- Empresa familiar con la familia Pao controlando el 50% del capital social
- Valoración extrema: 35% de valor en libros, menos de 8 veces los beneficios y rentabilidad por dividendo del 10%

⁴<https://magallanesvalue.com/principios/principios-detalles/>



¿Por qué compramos?:

- Sector con altas barreras de entrada debido a la situación de oligopolio del sector y a la complejidad técnica y altísimo coste de cada barco
- Empresa barata, olvidada y penalizada por el mercado
- Recuperación paulatina de los precios del petróleo
- Reputación de la familia Pao y posibilidad de OPA de exclusión
- Recuperación de la inversión por cumplimiento de la parte fija de los contratos firmes
- Valoración de reserva basada en el achatarramiento de los barcos

¿Qué salió mal?:

- El precio del petróleo siguió cayendo hasta alcanzar mínimos en febrero de 2016
- Lo anterior llevó a ciertas compañías petroleras a incumplir sus pagos por alquiler
- La estructura agresiva de financiación de los barcos, poco capital propio y mucha deuda junto con la falta de ingresos desencadenó graves problemas de balance
- Toda esta situación provocó la puesta en marcha de un plan de viabilidad extremo que afectaba a todos los participantes en la compañía: bonistas, acreedores y accionistas

Nos reunimos con la compañía estudiando en profundidad el plan de viabilidad que implicaba básicamente un aplazamiento de cuatro años del pago de toda la deuda y una ampliación de capital altamente dilutiva por \$100 millones. Esta refinanciación solventaba el problema de balance. Decidimos acudir a la ampliación de capital a un precio de 0,10 NOK por acción.

A finales de diciembre vendimos las últimas acciones de BW Offshore a niveles de 0,44 NOK. El resultado total es una ganancia media entre los diferentes fondos que invirtieron en la compañía próximo al +20%, un buen resultado al final de todo teniendo en cuenta que, después de acudir a la ampliación, nuestra pérdida acumulada superaba el -70%.

¿Qué lecciones hemos aprendido?:

- No entendimos bien el complicado entorno de exceso de oferta de barcos propiciado por los bajos precios de petróleo
- Estructura agresiva de financiación de los barcos con mucha deuda
- No siempre ser líder de mercado o estar controlado por una familia es garantía de éxito
- A veces las empresas están baratas por una buena razón, lo que comúnmente se denomina trampa de valoración



El nivel actual de liquidez de nuestros fondos es del 15%, a lo largo del año el saldo medio ha sido superior al 10%. Tener un mayor o menor nivel de inversión no es indicativo de una mayor o menor exposición al mercado. De hecho, es posible conseguir rentabilidades superiores a las del mercado si se hace una buena selección de empresas, especialmente en mercados bajistas o laterales.

Nos gusta especialmente la cartera actual de valores. Pensamos que está bien posicionada para la posible volatilidad del mercado durante los próximos trimestres. Actualmente estamos trabajando en el análisis de media docena de valores que podrían incorporarse a nuestros fondos en el medio plazo. En este sentido, hemos reforzado el equipo de inversiones con la incorporación de Diogo Pimentel procedente de Santander Asset Management donde trabajamos juntos. La pasión de Diogo por el *Value Investing* junto con su excelente historial profesional contribuirá sin duda a seguir mejorando la calidad de nuestro análisis.

Durante el año cabría destacar entre otros eventos, la celebración del Día del Inversor en distintas ciudades de la geografía española, así como las conferencias impartidas por el equipo de inversiones de Magallanes en diferentes congresos y seminarios: el *Ira Sohn London Conference*, el *Value Investing Seminar* de Trani en Italia y el *Value Investing Conference* de España.

Conscientes del importante paso para abrir y agilizar la distribución de fondos de inversión en España, Magallanes se ha convertido en la primera gestora española en ofrecer un proceso de alta de clientes a distancia utilizando la videoconferencia, un medio que permite a cualquier persona realizar todos los trámites necesarios para darse de alta como cliente y contratar un fondo de inversión en pocos minutos. El servicio será operativo a lo largo del mes de enero.

Magallanes cumple dos años gracias a nuestros más de 4.000 inversores, ustedes son nuestros socios y el principal activo.

Blanca, Mónica y yo, así como el resto del equipo de Magallanes queremos darles las gracias por confiarnos la gestión de su dinero.

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 año con un nivel de inversión del 85%, estando formada su cartera por 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: CTT, Sonae, Gas Natural, ENCE y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 44,2% del fondo.

España es el 60,3% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 24,7%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 68% de peso. Un 17% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €3.000 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 año con un nivel de inversión del 84,8%, formado por 34 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Savencia SA, Hornbach AG, Orkla ASA, Bouygues SA y Sonae. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 36,8% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania, Francia y Austria frente a otras regiones, con un peso agregado del 42,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 58,6% de peso. Un 26,2% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €5.000 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 a 31/12/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity, FI "M"	128,6432 €	5,67%	7,68%	16,21%	15,48%	15,48%	24,75%	29/01/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	-5,24%		
Magallanes Iberian Equity, FI "P"	129,8741 €	5,71%	7,81%	16,50%	16,09%	16,09%	23,43%	26/02/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	-10,81%		
Magallanes Iberian Equity, FI "E"	131,7830 €	5,78%	8,02%	16,94%	16,91%	16,91%	31,78%	09/01/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	3,10%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	116,3334 €	5,68%	7,40%	15,77%	16,33%	16,33%	16,33%	31/12/2015	85,7%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	0,52%		
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	116,9903 €	5,73%	7,55%	16,10%	16,99%	16,99%	16,99%	31/12/2015	85,7%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	0,52%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity, FI "M"	116,3446 €	3,33%	6,89%	17,00%	12,89%	12,89%	16,81%	27/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	3,01%		
Magallanes European Equity, FI "P"	117,4929 €	3,37%	7,03%	17,30%	13,45%	13,45%	18,25%	29/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	3,02%		
Magallanes European Equity, FI "E"	119,2059 €	3,44%	7,23%	17,74%	14,31%	14,31%	19,21%	09/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	12,60%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	111,2044 €	3,25%	6,49%	15,04%	-	18,30%	18,30%	29/01/2016	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	-	9,39%	9,39%		
Magallanes European Equity LUX "I"	111,7767 €	3,30%	6,64%	15,36%	-	27,76%	27,76%	12/02/2016	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	-	19,66%	19,66%		
Magallanes European Equity LUX "P"	112,0807 €	3,32%	6,71%	15,54%	12,08%	12,08%	12,08%	31/12/2015	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	2,58%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

PLAN	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	11,2719 €	3,83%	6,64%	17,24%	14,65%	14,65%	12,72%	24/09/2015	82,7%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	10,70%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.



Carta Trimestral a Inversores

3^{er} Trimestre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La mayoría de las bolsas mundiales experimentaron fuertes revalorizaciones durante el último trimestre.

En este contexto de subidas nuestros fondos vuelven a mostrar rentabilidades positivas y superiores a las de mercado¹. El fondo europeo sube cerca del +10% en el periodo, lo que le sitúa en el año en un +6% frente a una caída superior al -3% de la bolsa europea. En relación al fondo ibérico, las rentabilidades también son positivas en el trimestre y en el año, +8% y +7,7% respectivamente. Como referencia de la bolsa española el Ibex-35 se deja algo más del -6% en 2016.

La estrategia de inversión de Magallanes consiste en la compra-venta de negocios cotizados. No obstante preferimos referirnos a nuestros fondos como “carteras de empresas” más que “fondos de bolsa”. Ponemos el acento en la parte empresarial y largoplacista de las inversiones, para evitar perdernos en el ruido del cortoplacismo bursátil.

Lo anterior explica la disparidad de rentabilidad entre nuestros fondos y la bolsa, fenómeno conocido como ausencia de correlación de mercado. Ser diferentes gestionando sus inversiones de manera activa es el auténtico valor añadido que podemos ofrecerles en un mundo dominado por fondos de gestión pasiva.

Ser diferentes implica tomar decisiones incómodas. En ocasiones nos preguntan cuándo es el momento de comprar y cuándo el de vender. La teoría es sencilla: comprar cuando el precio está por debajo del valor, vender cuando pasa lo contrario. La práctica se complica: es difícil comprar acciones que nadie quiere igual que resulta cómodo comprar empresas que todo el mundo desea. Fruto de la experiencia, el momento oportuno de comprar o vender una acción es justo cuando menos te apetece hacerlo. El camino del inversor en valor es un camino solitario.

En un entorno de tipos cero o negativos la búsqueda desesperada de rentabilidad se ha convertido en la dinámica de mercado durante los últimos meses. El pasado 6 de septiembre Henkel y Sanofi emitieron bonos al -0,05%. Han leído bien, no es un error de

¹ Dado el número de vehículos de inversión y clases de fondos, en adelante tomaremos como referencia los fondos Magallanes European Equity P y Magallanes Iberian Equity P para referirnos a las estrategias europea e ibérica respectivamente. Al final de la carta encontrarán un Anexo con el detalle de rentabilidades para todas y cada una de las clases y vehículos de inversión gestionados y/o asesorados por Magallanes.



imprensa. El mercado de bonos tanto públicos como privados parece encontrarse en terreno de burbuja.

Sin duda se trata de un riesgo que puede complicarse en la medida que se extienda a otros activos percibidos como seguros al ser vistos como aproximación de los bonos. Determinadas empresas llamadas de calidad, de infraestructuras o compañías con actividad regulada, cuya recurrencia y estabilidad de ingresos es elevada, serían algunos de los negocios más afectados ante un eventual pinchazo de la burbuja de bonos.

El momento actual es tan complejo que el inversor está dispuesto a comprar negocios caros ante la impotencia de quedarse sin opciones de inversión. Se está perdiendo la noción de lo que es arriesgado y lo que no, esta actitud es peligrosa.

En esta “loca carrera por la rentabilidad” la liquidez es la gran perdedora. Tener dinero en cuenta corriente está mal visto, incluso penalizado con tipos de interés negativos. Para nosotros es preferible pagar por tener liquidez antes que malinvertir en activos sobrevalorados. En momentos de mercado inestable la liquidez cobra un valor importante. El nivel de liquidez de los fondos de Magallanes sigue estando alrededor del 10%, dispuesto a ser invertido en caso de que aparezcan buenas ideas de inversión.

El posible debilitamiento institucional de Europa después del *Brexit*, así como las consecuencias directas para el propio Reino Unido han generado interesantes oportunidades de inversión en determinadas empresas, especialmente en dicho país.

En este sentido hemos introducido en la cartera europea la compañía británica Sports Direct Plc. Fundada en 1982 por el controvertido empresario Mike Ashley, Sports Direct es líder absoluto en venta de ropa y complementos deportivos en el Reino Unido con una cuota de mercado superior al 45%. Opera cerca de 700 tiendas en 20 países y tiene una fuerte presencia online que representa actualmente el 15% de su cifra de ventas.

Su lema resume bien el modelo de negocio: “*calidad excepcional-precio imbatible*”. Basado en una oferta amplia de productos marquistas al mejor precio, Nike, Adidas o Under Armour, combinando la venta de marcas propias a mayor margen tales como Dunlop, Slazenger, Everlast y Lonsdale.

Sports Direct salió a cotizar hace diez años valorada en 300 peniques por acción, durante este período la compañía ha más que doblado ventas y beneficio operativo, con unos márgenes brutos en la banda 41%-44% y unos retornos sobre la inversión superiores al 15%. Hoy el precio de la acción está en 280p, después de haber alcanzado los 730p hace un año y más de 900p en 2014.

Una estrategia de internacionalización más complicada de lo esperado, la relación tensa con algunos proveedores por el posicionamiento de sus marcas y la mala prensa británica



denunciando unas condiciones laborales que, al igual que nosotros, consideran mejorables han sido algunos de los factores que, junto al *Brexit*, han penalizado muy severamente el precio de la acción.

Pese a los factores anteriores, las ventas para el año que viene se espera que crezcan al +9%, aunque el margen bruto se vería obviamente perjudicado por la fuerte depreciación de la libra como consecuencia del *Brexit*. El efecto sería una caída de su beneficio operativo antes de amortizaciones y depreciaciones del -20%, frente a una corrección de la acción superior al -60%. Ante eventos inesperados la bolsa tiende a sobrereaccionar, al alza o a la baja, más allá de lo que dictan los nuevos fundamentales de una empresa.

Creemos que la ventaja competitiva de Sport Direct, mejor calidad al mejor precio, sigue intacta a largo plazo. Nuestra valoración conservadora de la compañía arroja un potencial superior al +60% sólo para la parte del negocio británico, sin tener en cuenta el resto de unidades de negocio. Dicho negocio es capaz de generar alrededor de 150-160 millones de libras de flujo de caja para una compañía sin deuda que capitaliza menos de 1.600 millones de libras.

Convencidos de las bondades del largo plazo hemos incrementado significativamente peso en una de las empresas más antiguas del mundo fundada en 1520, la compañía portuguesa de correos CTT.

Con 617 oficinas propias, 1.900 asociadas y más de 400 millones de unidades enviadas CTT es el operador postal líder en Portugal con un 95% de cuota de mercado. Su ventaja competitiva, además de la marca, está basada en dicha capilaridad que le permite acceder a diferentes puntos de la geografía lusa tramitando no sólo correo postal sino también todo tipo de mensajería y paquetería, realizar la venta de productos financieros y hasta el desarrollo de un pequeño banco postal. Dicha capilaridad junto con un exhaustivo control de costes sitúan a CTT como uno de los más eficientes operadores postales de Europa.

Dudas recientes sobre el grado de avance de las reformas de su economía, cierta inestabilidad política, el delicado estado del sistema financiero, todo ello potenciado con la posibilidad de bajada de calificación crediticia, son algunos de los factores que están afectando muy negativamente a la percepción de riesgo de Portugal.

En lo que va de año la acción ha caído cerca del -40%, cotizando incluso por debajo de su precio de salida a bolsa hace dos años. En nuestra opinión dicha caída no está justificada por la evolución de sus fundamentales. Estamos ante una empresa sin deuda y con un valor en bolsa de €800 millones cuya división de correo postal genera alrededor de €100 millones de flujo de caja al año, sin tener en cuenta el resto de negocios tales como mensajería exprés, la venta de productos financieros ni el incipiente banco postal.



Nuestra valoración de CTT sitúa el precio objetivo más de un +50% por encima de los precios actuales.

En otro orden de cosas me complace informarles que tanto el fondo ibérico como el europeo de nuestra SICAV luxemburguesa Magallanes Value Investors UCITS son traspasables.

Pensando en nuestros ahorros a largo plazo y coincidiendo con la recta final del año permítanme recordarles la idoneidad de comenzar a realizar sus aportaciones al plan de pensiones. Magallanes Acciones Europeas PP acaba de cumplir un año de vida siendo el más rentable de todos los planes de su categoría comercializados en España con una subida del +7,5% en 2016.

Durante el trimestre cabría destacar entre otros eventos, la celebración del Día del Inversor en Sevilla y Valencia, así como la conferencia sobre Peter Lynch que Otto Kdolsky impartió en la sede del Instituto Juan de Mariana, disponible en nuestra web www.magallanesvalue.com.

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

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 88,9%, estando formada su cartera por 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un claro sesgo hacia el sector industrial y servicios, donde cabe destacar entre otros valores: Barón de Ley, CTT, Gas Natural, Inmobiliaria Colonial y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 44,5% del fondo.

España es el 65,2% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 23,7%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 69% de peso. Un 19,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €3.000 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 91%, formado por 35 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, Savencia SA, Hornbach AG, Pargesa Holding SA, y Bouygues SA. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 40,5% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania, Francia y Suiza frente a otras regiones, con un peso agregado del 46,4% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 61,6% de peso. Un 29,4% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €5.000 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 a 30/09/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity, FI "M"	119,4703	-0,76%	7,92%	5,31%	15,57%	7,24%	15,86%	29/01/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-11,45%		
Magallanes Iberian Equity, FI "P"	120,4620	-0,72%	8,06%	5,61%	16,19%	7,68%	14,49%	26/02/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-16,65%		
Magallanes Iberian Equity, FI "E"	122,0023	-0,66%	8,26%	5,96%	17,01%	8,23%	22,00%	09/01/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-3,66%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	108,3166	-0,87%	7,79%	4,24%	-	8,32%	8,32%	31/12/2015	85,3%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-	-6,07%	-6,07%		
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	108,7739	-0,82%	7,94%	4,54%	-	8,77%	8,77%	31/12/2015	85,3%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-	-6,07%	-6,07%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity, FI "M"	108,8410	1,21%	9,46%	8,01%	9,99%	5,61%	9,27%	27/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	-2,93%		
Magallanes European Equity, FI "P"	109,7772	1,25%	9,59%	8,28%	10,54%	6,00%	10,48%	29/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	-2,92%		
Magallanes European Equity, FI "E"	111,1679	1,31%	9,80%	8,69%	11,38%	6,60%	11,17%	09/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	6,11%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	104,4310	0,82%	8,04%	6,43%	-	11,09%	11,09%	29/01/2016	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	3,08%	3,08%		
Magallanes European Equity LUX "I"	104,8214	0,87%	8,19%	6,72%	-	19,81%	19,81%	12/02/2016	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	12,76%	12,76%		
Magallanes European Equity LUX "P"	105,0289	0,89%	8,27%	6,88%	-	5,03%	5,03%	31/12/2015	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	-3,34%	-3,34%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	10,5697	1,08%	9,94%	8,95%	5,79%	7,51%	5,70%	24/09/2015	90,4%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	4,32%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.



Carta Trimestral a Inversores

2º Trimestre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Durante el segundo trimestre del año la bolsa europea continuó la senda bajista iniciada a principios de año. El 23 de junio de 2016 pasará a la historia como el día en que los británicos decidieron votar a favor de la salida de la Unión Europea, comúnmente conocido como *Brexit*. Dicha decisión tuvo una fuerte repercusión en el precio de la mayoría de activos financieros, muy especialmente en las bolsas europeas que experimentaron caídas próximas al -7%. El efecto fue aún más negativo para países como España, donde el índice Ibex-35 sufrió la peor sesión de todos los tiempos con un retroceso del -12,35% en un solo día.

Nuestro principal mandato es proteger su inversión, para posteriormente poder hacerla crecer a largo plazo. Proteger el capital en un fondo que invierte en acciones consiste en perder lo menos posible cuando el mercado atraviesa dificultades. Desde que comenzamos a gestionar a finales de enero de 2015, la bolsa europea ha caído alrededor de un -8%, destacando el fuerte retroceso próximo al -20% de la bolsa española. En este entorno adverso nuestros fondos están consiguiendo mantenerse en positivo, destacando muy positivamente Magallanes Iberian Equity que acumula rentabilidades superiores al +5% desde los inicios (ver anexo de rentabilidades).

La política monetaria de tipos bajos promovida por los principales bancos centrales ha ocasionado la existencia de más de 13 billones de dólares en bonos con rentabilidad negativa a nivel global, algo más de 10 veces el tamaño de la economía española. Una situación como la actual es ciertamente compleja, hasta cierto punto irracional, haciendo muy difícil intentar averiguar cuáles serán las consecuencias a futuro.

Considerablemente preocupante si lo combinamos con un nivel todavía alto de deuda de los principales países desarrollados, una crisis crediticia en China, el auge de corrientes populistas en el mundo y el posible debilitamiento institucional de Europa después del *Brexit*.

En este sentido, gran parte de la comunidad inversora centra sus esfuerzos en vaticinar cuál será el desenlace, más o menos desastroso, de una situación singular como la actual. Tratan de posicionar sus carteras en consecuencia o dan consejos a sus clientes de cómo manejar sus inversiones ante tal o cual eventualidad.



Es fácil entender la relación causa-efecto, pero es muy difícil, prácticamente imposible, saber cuándo y en qué nivel de intensidad se producirá tal efecto. Podría ocurrir mañana o podría alargarse en el tiempo durante décadas, como está ocurriendo en Japón.

Esta complejidad actual del mundo invita a ser, más que nunca si cabe, moderados, racionales y templados. Siempre con el foco puesto en la búsqueda de empresas cuya apreciación en valor a largo plazo dependa de sus propios fundamentales.

Afortunadamente el éxito en el proceso de inversión de Magallanes no se basa en el grado de acierto de eventualidades a futuro, sino en la habilidad de comprar buenos negocios a buenos precios independientemente del momento actual de mercado.

El mejor comportamiento de los fondos de Magallanes se ha debido principalmente a tres puntos: buena evolución de gran parte de las compañías en cartera, ausencia total de bancos y niveles de liquidez.

La liquidez en cartera cobra un valor especial en momentos de alta incertidumbre ya que nos da la flexibilidad de poder comprar empresas penalizadas de una forma rápida y efectiva. Así ocurrió por ejemplo durante la sesión posterior al día del *Brexit*, gracias a tener liquidez en cartera, alrededor del 10%, pudimos comprar algunos valores que cayeron de forma significativa.

Como saben, analizamos y seguimos muy de cerca la evolución del sector bancario. Nos gustaría ser más positivos pero la realidad al respecto sigue siendo dura. Las razones históricas que nos llevaron a evitarlo siguen vigentes: tipos de interés bajos, ausencia de crecimiento del crédito y balances con un nivel de bonos de gobierno muy superior a la cifra de fondos propios. Todo esto retroalimenta el mal crónico de la banca, falta de generación de beneficios saludable y mala capitalización. Cabría añadir el riesgo implícito no reconocido al tratar desde el punto de vista regulatorio los bonos de gobierno en balance como riesgo cero, algo difícil de creer.

Nuestra inquietud por el sector bancario no obstante va más allá de la situación actual. En nuestra opinión, el sector, como modelo de negocio tradicional, está en claro riesgo de disrupción por la transformación de negocio que nuevos jugadores de mercado están llevando a cabo. Hoy, gracias en gran medida al avance de la tecnología y a la liberalización del sector, es posible entre otras cosas, realizar pagos con dispositivos móviles, comprar fondos de inversión o contratar seguros de vida fuera del circuito tradicional de la banca. La actual estructura sobredimensionada de la mayoría de bancos nos hace tener una visión cuanto menos cauta y escéptica sobre su capacidad de adaptación a futuro.



Nuestra filosofía de inversión tiene como pilares fundamentales la paciencia, el largo plazo y el análisis detallado. La fuerte volatilidad e incertidumbre actuales está transformando estos atributos en ansiedad, cortoplacismo y superficialidad para la mayoría de integrantes de mercado. Esta divergencia genera oportunidades únicas para inversores como nosotros.

Hemos aprovechado las fuertes oscilaciones en precios para comprar y vender algunas empresas en cartera.

En junio vendimos la posición total en EMMI AG, dueña de las marcas Kaiku y Caffè-Latte. El motivo es que alcanzó nuestra valoración objetivo. Empezamos a acumular acciones de EMMI AG a comienzos de 2015 en niveles de 300 francos suizos. Hoy, casi año y medio después, las acciones cotizan por encima de 600. Es una compañía que nos sigue gustando por la calidad de sus productos, su equipo directivo y su poder de fijación de precios, pero la valoración exigente no justifica, en nuestra opinión, seguir manteniéndola.

Destacar la compra de Savencia SA, grupo alimentario internacional perteneciente a la familia Bongrain. Es el líder mundial en la transformación de leche, segundo mayor productor de queso en Francia y quinto a nivel global. Entre sus marcas más reconocidas cabe destacar Caprice des Dieux, Milkana o Burgo de Arias. El motivo principal de la compra es la combinación de una palestra de productos de primer nivel junto con una valoración muy atractiva de la compañía en su conjunto, que comparada con empresas tipo Nestlé, Danone o la propia EMMI podría alcanzar una revalorización de más del doble de la cotización actual. Una situación más favorable del mercado de la leche, junto con cierto poder de fijación de precios, podría propiciar una subida gradual de márgenes, lo que se vería reflejado a largo plazo en un mayor valor de sus acciones.

En el fondo ibérico compramos Meliá Hotels. Líder mundial en la categoría de resort vacacional, con fuerte presencia en Caribe, destacando México, República Dominicana y Cuba. El modelo de negocio de Meliá combina una estrategia basada en la propiedad y gestión de activos únicos difícilmente replicables, hoteles en el Caribe, junto con una gestión hotelera profesionalizada para terceros.

Invertir en empresas cuyos productos son deseados por sus clientes es un aspecto distintivo del proceso de inversión de Magallanes. Descubrimos EMMI AG por la calidad de sus productos sin lactosa, Savencia por la oferta variada y el buen sabor de su queso fresco y Meliá por lo placentero de pasar unas buenas vacaciones en alguno de sus hoteles del Caribe.

Durante el transcurso del año hemos mantenido más de 120 reuniones, viajando por buena parte de Europa. Nuestra impresión es positiva y esperanzadora al existir un amplio universo de empresas singulares y bien gestionadas donde poder invertir.



Conscientes de la importancia que tiene comenzar a ahorrar cuanto antes, durante el mes de junio lanzamos una nueva iniciativa por la que los menores de 25 años podrán invertir en fondos de Magallanes dentro de la clase de participación con una comisión de gestión más barata.

Como eventos significativos del segundo trimestre, destacaríamos la asistencia en abril como ponentes a la conferencia *ValueEspaña*, la celebración el pasado 8 de junio de la primera Conferencia de Inversores en Barcelona y recientemente la asistencia también como ponentes en el seminario *Value Investing Seminar* de Trani, en Italia.

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

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 89,6%, estando formada su cartera por 27 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un claro sesgo hacia el sector industrial y servicios, donde cabe destacar entre otros valores: Barón de Ley, Prosegur, Inmobiliaria Colonial, Gas Natural y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 46,4% del fondo.

España es el 69,5% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 20,2%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 70,9% de peso. Un 18,7% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €3.000 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 90,5%, formado por 32 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Hornbach AG, Pargesa Holding SA, Orkla ASA, Savencia SA y C&C Group Plc. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 44,6% 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 46,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 68,3% de peso. Un 22,2% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €5.000 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 a 30/06/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity, FI "M"	110,7001	-5,20%	-2,42%	2,76%	-0,63%	7,35%	29/01/2015	89,6%
<i>Índice de referencia Ibérico</i>		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-17,77%		
Magallanes Iberian Equity, FI "P"	111,4788	-5,13%	-2,27%	3,31%	-0,35%	5,95%	26/02/2015	89,6%
<i>Índice de referencia Ibérico</i>		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-22,60%		
Magallanes Iberian Equity, FI "E"	112,6916	-5,11%	-2,13%	4,04%	-0,03%	12,69%	09/01/2015	89,6%
<i>Índice de referencia Ibérico</i>		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-10,54%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	100,4870	-5,67%	-3,29%	-	0,49%	0,49%	31/12/2015	90,9%
<i>Índice de referencia Ibérico</i>		-10,03%	-7,01%	-	-12,78%	-12,78%		
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	100,7703	-5,63%	-3,15%	-	0,77%	0,77%	31/12/2015	90,9%
<i>Índice de referencia Ibérico</i>		-10,03%	-7,01%	-	-12,78%	-12,78%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity, FI "M"	99,4369	-4,46%	-1,32%	-3,17%	-3,52%	-0,17%	27/01/2015	90,5%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	-6,84%		
Magallanes European Equity, FI "P"	100,1670	-4,42%	-1,20%	-2,69%	-3,28%	0,81%	29/01/2015	90,5%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	-6,83%		
Magallanes European Equity, FI "E"	101,2450	-4,35%	-1,01%	-1,95%	-2,92%	1,24%	09/01/2015	90,5%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	1,83%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	96,6628	-4,37%	-1,49%	-	2,83%	2,83%	29/01/2016	89,8%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	-1,08%		
Magallanes European Equity LUX "I"	96,8907	-4,33%	-1,36%	-	10,88%	10,88%	12/02/2016	89,8%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-	8,22%	8,22%		
Magallanes European Equity LUX "P"	97,0084	-4,30%	-1,28%	-	-2,99%	-2,99%	31/12/2015	89,8%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	-7,23%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	9,6143	-4,54%	-0,90%	-	-2,21%	-3,86%	24/09/2015	91,4%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	0,11%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.



Carta Trimestral a Inversores

1^{er} Trimestre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

El primer trimestre de 2016 se recordará como uno de los comienzos bursátiles más complejos de los últimos tiempos, el Ibex-35 llegó a perder casi un -20% en el peor momento de mercado hacia mediados de febrero, para cerrar finalmente con una caída del -9%.

En este entorno, cabe destacar muy positivamente nuestra estrategia Ibérica, donde el fondo Magallanes Iberian Equity se revaloriza alrededor del +1,5%. La estrategia europea no es inmune a las fuertes correcciones de mercado y registra un retroceso del -2,4%, no obstante muy inferior a las caídas de los índices europeos superiores al -7% durante el periodo.

Nuestros fondos de inversión cumplen un año. Si bien Magallanes se crea a finales de 2014, los fondos Iberian y European Equity comienzan su andadura entre los meses de Enero y Febrero de 2015.

Para nosotros un año es corto plazo, y por tanto, cualquier buen o mal resultado podría estar influenciado por cierta dosis de buena o mala suerte, respectivamente. Dicho esto, el balance de rentabilidades de los fondos desde su lanzamiento es satisfactorio: tanto Iberian como European Equity muestran rentabilidades positivas, muy por encima de las caídas experimentadas por el mercado (ver anexo de rentabilidades).

De esta manera vamos en el buen camino para cumplir con nuestro principal objetivo a largo plazo, que como saben consiste en preservar y hacer crecer el capital. El concepto de preservar capital cuando se invierte en acciones reside en la habilidad de perder la menor cantidad de dinero posible cuando vienen “mal dadas”. Es especialmente importante proteger las carteras de fuertes caídas en entornos complejos; en entornos favorables, las carteras cuidan de ellas mismas.

Algunas de las empresas que tenemos en cartera han experimentado oscilaciones significativas en su precio de cotización. ¿Qué sentido tiene que una empresa bien gestionada, que genera beneficios, pueda valer un 20% más o menos tan sólo en cuestión de días?: Ninguno.

El movimiento pendular explica este fenómeno, haciendo que los mercados, en el corto plazo, sean guiados por los instintos más primitivos del ser humano, que básicamente oscilan entre la euforia y el miedo.



Es fácil pasar de un estado al otro cuando una serie de eventos se suceden en el tiempo, incluso casi a la vez: La desaceleración económica en China, la política monetaria de tipos cero o negativo, la crisis de refugiados en Europa provenientes de Oriente Próximo, la caída de las materias primas, los ataques terroristas, el exceso de deuda de muchos estados y hasta el no-gobierno de nuestro propio país.

Son aspectos lo suficientemente serios y trascendentes como para preocuparse, pero aquí entra en juego otro factor más que nos vuelve a traicionar y es inherente al ser humano: la tendencia natural de las personas a verlo todo de la misma manera en el futuro. Pensamos que las desgracias de hoy durarán para siempre. Pero como en la vida, las cosas buenas y malas vienen y van.

Con esto no quiero decir que lo anteriormente descrito no tenga importancia, obviamente la tiene y justifica las fuertes ventas experimentadas durante las primeras sesiones del año. Que China crezca menos afecta al comercio mundial, que los tipos de interés estén en negativo es una aberración financiera, que haya millones de refugiados huyendo de un conflicto bélico es un drama, que no haya gobierno en España después de más de 100 días de las elecciones dice poco a favor de nuestros políticos. Todo afecta a la economía, al comportamiento, a la psicología, al sentimiento y por ende, a los mercados. Lo que quiero subrayar es que, históricamente, el mejor momento para comprar acciones de empresas cotizadas suele coincidir con el peor momento de sentimiento de mercado, que es precisamente cuando se pueden comprar buenos negocios a buenos precios, en ocasiones a saldo.

A modo de ejemplo, en la carta anterior explicábamos cómo el sector de las materias primas había sido uno de los más penalizados durante el año, llegando incluso algunas de sus empresas a cotizar en mínimos históricos. Hoy, tres meses después, este sector ha sido el único que no sólo no ha bajado sino que ha conseguido obtener rentabilidades superiores al +10%. Es llamativo el caso de ArcelorMittal, que multiplicó su valor por más de 2 veces después de marcar mínimo histórico en 2 euros por acción, para cerrar finalmente el trimestre con una subida superior al +30%.

Otros valores penalizados que dieron buenas oportunidades de entrada fueron algunas inmobiliarias como Axiare o Immofinanz, empresas industriales bien gestionadas como Lingotes Especiales, negocios con exposición a Latinoamérica como Prosegur y compañías en entornos competitivos favorables como la cementera italiana Buzzi Unicem.

Inversores como nosotros necesitamos de la existencia de mercados como el actual, donde la combinación de eventos negativos junto con el comportamiento nervioso e impulsivo del inversor medio genera oportunidades únicas de inversión. Por eso pienso que la volatilidad, esa locura transitoria, es algo bueno para el inversor inteligente, el paciente, el que sabe esperar, el que va al margen de la manada.



En este sentido, nuestra previsión de bolsa para este año es la misma que para los próximos diez: aprovechar esos momentos de locura transitoria de mercado para comprar; aprovechar los momentos de relax, complacencia y exuberancia para vender. No deberíamos tomar decisiones de inversión a futuro mirando las cotizaciones del periódico de hoy, igual que no deberíamos dejar de montar una tienda de helados en la playa porque hoy hace un día nublado.

Como novedad durante el trimestre cabe destacar el lanzamiento de dos nuevos vehículos de inversión: Magallanes Value Investors UCITS European Equity y Magallanes Value Investors UCITS Iberian Equity. Se trata de dos fondos de inversión domiciliados en Luxemburgo que siguen las estrategias europea e ibérica, respectivamente.

El pasado 2 de marzo tuvo lugar nuestra primera Conferencia Anual de Inversores, pueden ver el video íntegro en nuestra página web <http://www.magallanesvalue.com/>. Cerca de 400 personas asistieron personalmente al evento y más de 1.000 nos siguieron por internet.

Hoy Magallanes, gracias a ustedes nuestros socios, es una gran familia de inversores con cerca de 2.000 partícipes. Ustedes son nuestro principal activo.

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

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 92,1%, 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, Prosegur, Miquel y Costas, Iberpapel Gestión e Inmobiliaria Colonial. Las diez primeras posiciones representan el 52% del fondo.

España es el 69,8% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 22,2%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 74,8% de peso. Un 17,2% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €3.000 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 92,8%, 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 Hornbach AG, Orkla ASA, Buzzi Unicem SPA, Pargesa Holding SA - GBL y C&C Group Plc. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 46,6% 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 44,3% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 68,4% de peso. Un 24,4% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €5.000 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 a 31/03/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	7,98%	1,44%	1,83%	1,44%	9,59%	29/01/2015	92,1%
Índice de referencia Ibérico	3,40%	-7,77%	-21,13%	-7,77%	-13,05%		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	8,02%	1,57%	2,34%	1,57%	7,99%	26/02/2015	92,1%
Índice de referencia Ibérico	3,40%	-7,77%	-21,13%	-7,77%	-18,16%		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	8,09%	1,76%	3,11%	1,76%	14,70%	09/01/2015	92,1%
Índice de referencia Ibérico	3,40%	-7,77%	-21,13%	-7,77%	-5,40%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	5,41%	-2,45%	-3,62%	-2,45%	0,94%	27/01/2015	92,8%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-7,06%	-13,71%	-7,06%	-6,67%		
Magallanes European Equity FI "P"	5,46%	-2,33%	-3,14%	-2,33%	1,80%	29/01/2015	92,8%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-7,06%	-13,71%	-7,06%	-6,66%		
Magallanes European Equity FI "E"	5,53%	-2,14%	-2,41%	-2,14%	2,05%	09/01/2015	92,8%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-7,06%	-13,71%	-7,06%	2,02%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity Lux "R"	8,23%	3,43%	-	3,43%	3,43%	31/12/2015	92,0%
Índice de referencia Ibérico	3,40%	-7,77%	-	-7,77%	-7,77%		
Magallanes Iberian Equity Lux "I"	8,28%	3,58%	-	3,58%	3,58%	31/12/2015	92,0%
Índice de referencia Ibérico	3,40%	-7,77%	-	-7,77%	-7,77%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity Lux "R"	5,28%	-	-	-	4,15%	29/01/2016	92,4%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-	-	-	-0,89%		
Magallanes European Equity Lux "I"	5,32%	-	-	-	12,07%	12/02/2016	92,4%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-	-	-	8,42%		
Magallanes European Equity Lux "P"	5,35%	-1,96%	-	-1,96%	-1,96%	31/12/2015	92,4%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-7,06%	-	-7,06%	-7,06%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	5,42%	-1,57%	-	-1,57%	-3,23%	24/09/2015	90,7%
Índice de referencia Europeo	1,33%	-7,06%	-	-7,06%	0,30%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.