



## Carta del 4º Trimestre a Inversores

31/12/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Las rentabilidades durante el cuarto trimestre han sido del **+1,94%** para el fondo **European**, **+3,84%** para el **Iberian** y **+1,33%** para el **Microcaps**. Las rentabilidades acumuladas en el año son del **+20,13%**, **+16,04%** y **+12,38%**, respectivamente, considerablemente por encima de las rentabilidades medias de mercado<sup>1</sup>.

El horizonte temporal a la hora de invertir en bolsa debería de medirse en décadas. No obstante, después de tres años de andadura, podemos comenzar a hablar de rentabilidades anualizadas a largo plazo. Así, la rentabilidad de nuestros fondos **European** e **Iberian** desde su origen es del **+12,76%** y **+13,45%** anual compuesto, que corresponde a un **+42,04%** y **+43,23%** de rentabilidad acumulada, respectivamente.

### Efeméride

El 2017 ha sido un año singular, así como la nao Victoria invirtió tres años y poco en dar la vuelta al mundo, Magallanes ha cumplido tres años desde su fundación. La expedición de la Victoria no solo fue importante por ser la primera circunnavegación en la historia, sino también porque abrió nuevos horizontes cambiando la ciencia y la concepción de la Tierra.

Nuestro viaje no ha terminado, tenemos el firme propósito de convertirnos en un referente en calidad de la gestión y excelencia en el servicio al cliente dentro de la industria de la gestión de activos. Estamos convencidos de que el éxito viene cuando el cliente se convierte en la prioridad. En Magallanes, el cliente es lo primero.

### Peter Lynch

El pasado 12 de diciembre será recordado como un momento clave para la historia de Magallanes: nuestro encuentro con Peter Lynch en sus oficinas de Boston. La coincidencia en una idea de inversión hizo posible dicho encuentro.

---

<sup>1</sup>Iberian: Magallanes Iberian Equity P. European: Magallanes European Equity P. Microcaps: Magallanes Microcaps Europe B. 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 modo de recordatorio, Peter Lynch fue gestor del fondo Fidelity Magellan desde el año 1977 hasta su retirada en 1990. Durante este periodo, el fondo consiguió una rentabilidad anualizada del +29%, multiplicando por casi 30 veces el dinero invertido al origen del mandato.

Peter es sin duda uno de los mejores inversores de todos los tiempos, no solo por su inigualable rentabilidad hasta el momento, sino también por el sentido común a la hora de transmitir ideas. En nuestra opinión, representa el prototipo del inversor en valor: audaz, templado, paciente, inteligente, abierto y muy especialmente, contrario a cualquier dogmatismo en lo referente a inversiones, lo que le ha hecho ganar el calificativo por nuestra parte de “Inversor Total”.

No es casualidad que el nombre de nuestra gestora sea el de Magallanes. Aparte de ser un claro tributo a la figura histórica de Fernando de Magallanes, también lo es a la de Peter Lynch, tomando el nombre del fondo que gestionó durante más de una década.

Durante nuestra conversación, tuvimos la oportunidad de hablar de compañías, recibir consejos y recordar algunos de los principios de inversión que tanto han influido en la propia filosofía de Magallanes. A continuación, tratamos de resumir algunos de nuestros principios de inversión, junto con algunos de los comentarios y reflexiones de nuestro encuentro con Peter.

### **Antes de invertir en acciones**

Posiblemente, la inversión en bolsa no sea una opción apta para todos los públicos.

Las acciones son volátiles, eufemismo que emplea el mercado para designar que algo se mueve mucho. El mercado cae de vez en cuando, a veces con fuerza, aunque en el largo plazo los resultados son siempre positivos.

Como aconseja Peter, en estos casos mirar el pasado ayuda. Analizando casi un siglo de bolsa, la historia te dice que cada 2 años se suelen producir caídas del -10%, que llegan a ser del -25% o superiores cada 6 años. En sus trece años de mandato el fondo de Peter tuvo 9 caídas del -10% y una superior al -40%, y aun así obtuvo rentabilidades anualizadas del +29%. Las acciones se mueven, esto es todo lo que un inversor necesita saber, si usted es capaz de convivir con ello, definitivamente la bolsa es lo suyo.

Si, por el contrario, uno se muestra temeroso de los vaivenes del corto plazo, se convertirá, ineludiblemente en una víctima en potencia de los avatares de mercado, llevándole a vender en el mínimo y comprar en el máximo. La naturaleza impersonal de la bolsa tiende a penalizar al indeciso y premiar al convencido.



Tampoco es recomendable una actitud muy agresiva hacia la bolsa, ya que las expectativas de rentabilidad demasiado altas suelen llevar a una gran frustración en caso de no cumplirse, algo que suele ser habitual, especialmente si el horizonte temporal es corto.

La ineficiencia de los mercados explica la naturaleza indómita de las acciones. La mayoría de participantes no actúan de forma racional a la hora de digerir información. Ante una mala noticia, el impulso general es el de vender apresuradamente, algo que, como en un rebaño de ovejas saliendo a empujones de su redil, puede ser difícil, incluso doloroso.

Otro aspecto a tener en cuenta tiene que ver con las predicciones. En resumen, es una pérdida absoluta de tiempo. Pero, uno podría argüir que después de varios años de mercado alcista y basándose en la experiencia estadística que veíamos arriba, parecería ineludible una corrección de mercado, más pronto que tarde, ¿cómo prepararnos ante esto?

Bajo el principio de invertir en empresas y no en mercado, el momento de entrada se vuelve irrelevante. La pregunta no es ¿cómo te preparas para una posible caída?, la pregunta es ¿tengo el temperamento para invertir en acciones, sabiendo que éstas pueden caer?

El inversor debería olvidarse de las oscilaciones diarias de mercado, las acciones suben y bajan, a veces con fuerza, es un hecho. Cuando se vende a la desesperada, generalmente se vende barato. Cuando se compra eufóricamente, generalmente se paga en exceso.

En palabras del propio Peter, “no me preparo, sigo analizando empresas”. Saber que el mercado es volátil, moviéndose de forma virulenta cada cierto tiempo, no debería de servirnos como herramienta para intentar posicionar nuestra cartera. Todo lo que se necesita saber es que dichas caídas ocurren y que no duran para siempre. Dentro de un horizonte temporal razonable, recuperaremos y ganaremos dinero. Es por eso que Peter recuerda que el órgano del cuerpo humano más importante a la hora de invertir es “el estómago y no el cerebro”. Interiorizar este hecho hace que te centres en lo realmente importante: el análisis de empresas.

Siempre hay algo de lo que preocuparse, guerras, políticas monetarias, populismos, etc. Aprender a distinguir lo que realmente importa es crucial. Deberíamos vender una acción porque sus fundamentales han cambiado a peor, no porque Mario Draghi decida subir los tipos de interés.

Sir John Templeton solía recomendar que el mejor momento para invertir era cuando uno tenía dinero, y no depender de las previsiones de caída o subida de mercado.



Dicho lo anterior, somos conscientes de la posibilidad de caídas durante las próximas semanas, meses o trimestres. Nuestros fondos invierten en compañías que cotizan en bolsa y por lo tanto no serán inmunes ante caídas de mercado. El miedo a una posible corrección no hará que dejemos de seguir buscando empresas e invirtiendo en aquellas con alto potencial de revalorización.

Un barco guiado por una tripulación competente tendrá más posibilidades de sobrellevar una tormenta que un barco sin tripulación, igual que una cartera de buenas acciones obtendrá, a largo plazo, una mayor rentabilidad que una cartera no invertida por miedo a la aparición de una tormenta.

### **Conoce lo que compras**

La gente, generalmente, actúa de forma racional cuando se enfrenta a una decisión de gasto importante, por ejemplo, la compra de un coche nuevo. Esto implica visitar concesionarios, probar diferentes modelos, pedir descuentos y ofertas, en definitiva, un proceso de investigación que requiere tiempo y esfuerzo. Ahora, piense por unos instantes cuánto tiempo empleó cuando compró su primera acción en bolsa.

Peter Lynch recuerda que deberíamos de ser capaces de explicar, en menos de dos minutos, la tesis de inversión de una empresa de tal manera que hasta un niño de 10 años pudiera entenderlo fácilmente.

Una acción representa la parte alícuota del total de acciones de una empresa. Invertir en acciones es algo serio, ya que compramos un porcentaje, generalmente pequeño, de una realidad, que es una empresa. Las acciones que cotizan en bolsa son porcentajes en forma de participación en un negocio que genera beneficios.

Si aspiramos a ganar dinero en bolsa, deberíamos procurar comprar acciones de aquellas empresas con mejores perspectivas de beneficio. Las acciones suben y bajan por alguna razón, no son tickets de lotería. Warren Buffett suele recordar que “si el negocio funciona, la acción tarde o temprano, irá detrás”.

Conocer en profundidad lo que se tiene en cartera ayuda especialmente cuando la situación empeora. Si entiendes bien un negocio, estarás dispuesto a comprar más en caso de que su precio caiga, igual que no te lo pensarás dos veces a la hora de comprar el coche de tus sueños en un proceso de liquidación de existencias.



### Sobre Ideas de Inversión

“Nunca dejéis de buscar ideas”, insistía Peter. Las buenas ideas de inversión, aquellas que te hacen multiplicar varias veces tu dinero, son escasas, pero existen. Cuantas más ideas veamos, más posibilidades tendremos de encontrar una de estas joyas. Si miramos 10 ideas, con suerte encontremos 1 que merezca la pena, si miramos 100, probablemente lleguemos a 10, lo que sería un número respetable de buenas ideas.

Uno de los aspectos distintivos dentro del proceso de inversión de Magallanes es precisamente cómo identificamos ideas. Para ello utilizamos diferentes canales.

Aproximadamente, una de cada tres ideas en cartera es generada por observación. Prestamos especial atención al mundo que nos rodea. Probablemente, la deformación profesional nos lleva a observar, en todo momento, qué productos y servicios satisfacen las necesidades y expectativas de los consumidores y usuarios. Algunas de nuestras mejores ideas, pasadas y presentes, provienen de la observación, por ejemplo, **Kapsch TrafficCom**, **Conzzeta**, **Temenos**, **Barón de Ley** o **Savencia**, entre otras. Es un método divertido y barato al mismo tiempo. Divertido, porque nos convertimos en auténticos analistas de campo, probando los productos y servicios de las empresas que identificamos. Barato, porque no tenemos que pagar a nadie por las ideas, simplemente están ahí. No deja de ser curioso cómo cuesta encontrar una acción ganadora cuando, en la mayoría de ocasiones, la tenemos en frente de casa. Esta técnica suele ser una de las más rentables, pues permite adelantarse al consenso de mercado, la economía real siempre va un paso por delante de los grandes inversores institucionales.

También encontramos un gran número de ideas a través del estudio, análisis y lectura de todo lo que cae en nuestras manos, que es en lo que empleamos todo nuestro tiempo. Dentro de esta categoría, **Orkla**, **Porsche Holding** y **Renault** son buenos ejemplos.

Igualmente, algunas de nuestras ideas más controvertidas y al mismo tiempo más rentables, han venido por el hecho de adoptar una actitud contraria al consenso generalizado de mercado, nuestra inversión en barcos, **Euronav** y **Scorpio Tankers**, entraría dentro de esta temática.

Aunque de forma residual, también consideramos compañías que están atravesando momentos complicados, inmersas en complejos procesos de reestructuración, así como otras situaciones especiales, tales como *spin-offs*. La trama **E.ON-Uniper** encajaría dentro de este concepto.



### ¿Cuándo Comprar, Cuándo Vender? Clasificación de ideas

No existe una regla única a la hora de comprar o vender, más allá del mantra “siempre comprar barato”. Dependiendo del tipo de compañía, el momento de compra o venta puede variar. Igualmente, el potencial de revalorización de cada una de ellas es heterogéneo.

En este sentido, en su libro “*One Up On Wall Street*”, disponible en castellano, Peter aporta una muy útil clasificación de empresas atendiendo al perfil de crecimiento, ciclicidad y riesgo de cada negocio. Las compañías se pueden clasificar en seis categorías: bajo crecimiento (**Orange Polska**), estables (**Savencia**), alto crecimiento (**Aker BP**), cíclicas (**Renault**), activos respaldados (**Pargesa Holding**) y reestructuraciones (**Metro AG**)<sup>2</sup>.

Clasificación que implementamos desde la constitución de Magallanes y que nos ayuda enormemente a entender mejor los negocios en los que invertimos. Esta aproximación, abierta y flexible, nos lleva a definirnos como agnósticos en cuanto al estilo de inversión en valor. En ocasiones, tendrá más sentido invertir en activos de corte cíclico, en otras, en activos de alto crecimiento; la moraleja de esto es que no existe un dogma de fe al respecto. La única línea roja que no estamos dispuestos a sobrepasar es la de pagar caro.

La combinación de diferentes riesgos intrínsecos, dependiendo de la tipología de compañía, aporta un efecto diversificador a la cartera mucho más potente que la mera tenencia de un número elevado de acciones. En otras palabras, una cartera aparentemente diversificada por estar invertida en muchas empresas no lo es tanto si todos los valores pertenecen a una misma categoría de inversión. Es preferible concentrar las mejores ideas de inversión en negocios que no tengan ninguna relación entre sí, y que, al mismo tiempo, se encuentren en fases diferentes del ciclo.

La decisión de compra tendrá que ser analizada dependiendo de la categoría de cada empresa. A modo de ejemplo, Peter nos recordaba que, para empresas cíclicas, le gustaba comprar cuando la situación dentro del ciclo pasaba de “horrible a semi-horrible”, siendo el mejor momento para vender cuando ésta cambiaba de “buena a excelente”. Además de lo anterior, nuestra experiencia nos dice que el mejor momento para comprar una empresa denostada es cuando te sientes avergonzado de hacerlo, porque la opinión generalizada de mercado es justo la opuesta. Una empresa con un perfil de negocio estable, habría que comprarla aprovechando cualquier corrección cortoplacista de mercado, estando su venta supeditada al buen comportamiento de sus resultados a largo plazo.

Dicho lo anterior, Peter insiste en no seguir reglas fijas y, sobre todo, no caer en el doble fallo de vender los ganadores y mantener los perdedores. Entrar en esta dinámica, sería

---

<sup>2</sup>Capítulo 7 de “*One Up On Wall Street*” para ver detalle de categorías.



nefasto e implicaría cargar con carteras mediocres para el resto de tu vida. En sus propias palabras, sería equivalente a “cortar las flores y regar las malas hierbas de tu jardín”.

Recordar el motivo de compra es una buena pista a la hora de vender, si sigue intacto, no es momento de hacerlo. Vender tiene sentido si el potencial de revalorización está agotado.

## **Disruptivo y Unicornio. Ganadores y Perdedores**

Dos de las palabras más empleadas durante el año 2017 han sido: **disruptivo** y **unicornio**. La primera, se emplea de forma simbólica para definir el efecto de cambio brusco, de rotura, que causa una nueva tecnología en la forma tradicional de hacer las cosas. La segunda, además de ser el nombre del animal mitológico, define, por su escasez y rareza, aquellas empresas de reciente creación que alcanzan rápidamente una valoración superior a 1.000 millones de dólares. El desarrollo de internet y los avances tecnológicos han favorecido al crecimiento exponencial de este tipo de empresas con sus consecuentes efectos disruptivos en negocios tradicionales.

El mundo avanza gracias a estos efectos transformacionales. Una de las grandes disrupciones de todos los tiempos se produjo durante el cambio del siglo XIX al XX, concretamente en el año 1906 un decidido empresario llamado Henry Ford anunciaba lo siguiente: “voy a construir un coche para el pueblo, el automóvil universal”<sup>3</sup>. En poco tiempo, el Ford T cambiaría para siempre la forma de transporte para millones de personas en el mundo.

Jeff Bezos, Larry Page, Sergey Brin, Mark Zuckerberg, Steve Jobs, entre otros, son posiblemente algunos de los Henry Ford del siglo XXI. Sus empresas disruptivas han ayudado, sin duda, al desarrollo tecnológico y económico del mundo moderno.

La dinámica irremediable de la bolsa a diferenciar entre ganadores y perdedores, está generando, en nuestra opinión, importantes distorsiones entre valor y precio que merecen ser analizadas.

Guiado por las buenas expectativas de los negocios percibidos como disruptivos, el mercado tiende a reconocerlos generosamente en forma de altas valoraciones. Por el contrario, aquellos negocios cuya opinión generalizada es la de perdedor, son penalizados con valoraciones excesivamente pesimistas, en ocasiones muy por debajo del valor intrínseco de sus negocios.

En este sentido, una de nuestras últimas compras de 2017 ha sido **Carrefour**, el segundo mayor distribuidor del mundo, después de **Wal-Mart**.

<sup>3</sup>Recomendable la lectura del libro autobiográfico “Henry Ford: Mi Vida y Obra”.



La amenaza omnipresente de **Amazon** en todo aquello susceptible de ser distribuido online ha creado la opinión popular de que el formato físico de tiendas está muerto. En consecuencia, el precio de las acciones de aquellos negocios percibidos como muertos ha sufrido más allá, en nuestra opinión, de los fundamentales de dichas compañías, incluso en un entorno de fuerte presión competitiva. Es el caso de **Carrefour**.

Las expectativas son tan bajas que la valoración de mercado de **Carrefour**, incluyendo el valor de su deuda, apenas alcanza el 30% de su cifra de ventas, 80.000 millones de euros. Dicha valoración se encuentra rozando niveles mínimos históricos.

Por supuesto, la compañía se enfrenta a importantes dificultades, especialmente la digitalización y el formato de hipermercado en Francia. Gracias a su tamaño, tanto por ventas como por posicionamiento global en más de 30 países, **Carrefour** está en una situación privilegiada para poder afrontar dichos retos.

Como suele ser habitual, el mercado parece centrarse únicamente en las dificultades, obviando las múltiples opciones de mejora de negocio, llevando el precio de sus acciones muy por debajo de nuestra valoración fundamental. En este sentido, estimamos un potencial de revalorización próximo al +50%.

### **Regulación Europea: Entrada en vigor de la normativa MiFID II**

El día 3 de enero de 2018 representó el pistoletazo de salida para la entrada en vigor a nivel europeo de la Directiva 2014/65/EU, conocida coloquialmente como MiFID II<sup>4</sup>, relativa a los mercados de instrumentos financieros y basada en la mejora de las reglas y funcionamiento de las Empresas de Servicios de Inversión. En resumen, el espíritu de la norma persigue una mayor transparencia de los mercados financieros, así como reforzar la protección al inversor.

El proceso de inversión de Magallanes basado en un elevado conocimiento de las compañías donde invertimos hace que elaboremos internamente los informes de análisis y valoración de los valores que tenemos en cartera. Basados en nuestra filosofía de gestión activa, nuestro análisis interno es la clave para generar retornos superiores para nuestros clientes, siendo el uso de análisis externo otra fuente más dentro de nuestro proceso de inversión. MiFID II pretende mejorar la transparencia en lo referente a los costes de análisis, por lo tanto, consideramos como opción más ética y natural que Magallanes asuma el coste total por análisis, sin repercutir el importe del mismo ni a los fondos ni a los partícipes.

<sup>4</sup><http://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>



### Patrimonio, partícipes y estrategias de inversión

Con datos a cierre de año, Magallanes gestiona y asesora un total de 1.800 millones de euros pertenecientes a nuestros más de 15.000 inversores. Dicho patrimonio está repartido en tres estrategias de las que, a su vez, cuelgan diferentes vehículos de inversión según la siguiente distribución:

Europa: 1.296 millones de euros

Iberia: 422 millones de euros

Microcaps: 82 millones de euros

Como saben, uno de nuestros principios tiene que ver con el firme compromiso con la calidad en la gestión, que prevalece sobre el tamaño. Llegado el momento, dependiendo de las condiciones de mercado, dicho compromiso podría traducirse en el cierre parcial o total de las estrategias gestionadas. En este sentido, tanto la estrategia Ibérica como la Microcaps, lanzada en marzo de 2017, se encontrarían no muy lejos de sus tamaños óptimos de gestión.

Cabe destacar el incremento notable de clientes extranjeros en nuestros fondos, llegando a ser del 40% para el caso del fondo europeo domiciliado en Luxemburgo. En esta línea, durante el último trimestre del año hemos creado una nueva clase de participación denominada en libras esterlinas para dicho fondo.

Firmes en nuestro compromiso divulgador, durante el año 2017 hemos publicado un listado de nuestras 100 lecturas recomendadas<sup>5</sup>. Además, hemos participado como ponentes en diferentes conferencias *value*, entre las que cabe destacar, la *Value Spain* de Madrid, la *Acatis Value Conference* en Frankfurt y la primera edición del *International Value Investor Conference* en Luxemburgo.

Fieles a nuestra cita anual con inversores, próximamente anunciaremos los detalles de nuestros Días del Inversor tanto en Madrid como en Barcelona. Mientras tanto, no dude en ponerse en contacto con nosotros por cualquiera de las vías habilitadas de comunicación para cualquier duda o consulta que pudiera tener.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones

<sup>5</sup><https://magallanesvalue.com/wp-content/uploads/2017/07/MAGALLANES-BIBLIOGRAFIA-0517.pdf>



### ANEXO 1. ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE LOS FONDOS

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el año con un nivel de inversión del 92,8%, 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: SEMAPA, Sonae, Fluidra, Gas Natural e Inmobiliaria Colonial. Las diez primeras posiciones representan el 49,8% del fondo.

España es el 61,5% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 28,6%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 59,4% de peso. Un 33,4% 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 86,4%, formado por 39 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, consumo y energía; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Porsche Holding, Renault, Aker BP, Nutrien y Metro AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 34,7% 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 46,4% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 44,9% de peso. Un 41,5% 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.



### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE FI

El fondo cierra el año con un nivel de inversión del 87,2%, con una cartera formada por 51 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orsero SpA, EDAG Engineering, Camellia Plc, Banca Sistema SpA y Mutares AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 33,0% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Italia, Alemania y Reino Unido frente a otras regiones, con un peso agregado del 53,5% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €100 millones de capitalización ajustado por *free-float*, con un 70,1% de peso. Un 17,1% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €100 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 31/12/17

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	148,5368	1,11%	3,71%	2,55%	15,46%	15,46%	15,48%	8,04%	44,05%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		-0,92%	-2,03%	-1,16%	12,13%	12,13%	0,52%	-5,73%	6,50%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	150,7054	1,15%	3,84%	2,80%	16,04%	16,04%	16,09%	6,32%	43,23%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		-0,92%	-2,03%	-1,16%	12,13%	12,13%	0,52%	-11,27%	0,02%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	154,0656	1,21%	4,03%	3,19%	16,91%	16,91%	16,91%	12,72%	54,07%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		-0,92%	-2,03%	-1,16%	12,13%	12,13%	0,52%	2,57%	16,22%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "R"</b>	133,5439	1,02%	3,58%	2,29%	14,79%	14,79%			33,54%	92,7%
Índice de referencia Ibérico		-0,92%	-2,03%	-1,16%	12,13%	12,13%			11,52%	
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "I"</b>	135,0312	1,07%	3,73%	2,57%	15,42%	15,42%			35,03%	92,7%
Índice de referencia Ibérico		-0,92%	-2,03%	-1,16%	12,13%	12,13%			11,52%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	139,0677	1,91%	1,81%	6,82%	19,53%	19,53%	12,89%	3,47%	39,62%	86,4%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%	2,58%	0,42%	13,56%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	141,1405	1,95%	1,94%	7,09%	20,13%	20,13%	13,45%	4,23%	42,04%	86,4%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%	2,58%	0,43%	13,57%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	144,2704	2,01%	2,12%	7,49%	21,03%	21,03%	14,31%	4,29%	44,27%	86,4%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%	2,58%	9,77%	24,13%	

<sup>1</sup> Clase M 27/01/2015; Clase P 29/01/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity Lux "R"</b>	132,4560	1,89%	1,74%	6,71%	19,11%	19,11%			40,90%	86,6%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%			20,59%	
<b>Magallanes European Equity Lux "I"</b>	133,8623	1,94%	1,88%	7,00%	19,76%	19,76%			53,01%	86,6%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%			31,92%	
<b>Magallanes European Equity Lux "P"</b>	134,6787	1,97%	1,97%	7,19%	20,16%	20,16%			34,68%	86,6%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%			13,08%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	112,3850	2,64%	1,33%	2,35%	-	12,38%			12,38%	87,2%
Índice de referencia Europeo		1,25%	-0,24%	2,63%	-	8,14%			8,14%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	112,1806	2,62%	1,26%	2,22%	-	7,82%			7,82%	87,2%
Índice de referencia Europeo		1,25%	-0,24%	2,63%	-	7,22%			7,22%	

<sup>1</sup> Clase B 17/03/2017; Clase C 31/03/2017. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Micro Cap Net Total Return.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	13,1100	1,73%	1,29%	4,60%	16,31%	16,31%			31,10%	84,8%
Índice de referencia Europeo		0,79%	0,63%	3,34%	10,24%	10,24%			22,04%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.



### Carta del 3<sup>er</sup> Trimestre a Inversores

30/09/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el tercer trimestre ha sido del -0,99% para la estrategia ibérica y del +5,06% para la europea. Desde comienzos de 2017, las rentabilidades acumuladas son del +11,75% y +17,85%, respectivamente<sup>1</sup>.

Como adelantábamos en la carta anterior, entre el segundo y tercer trimestre hemos realizado un número considerable de transacciones.

Esto fue debido a que algunas de las empresas que formaban parte de nuestra cartera alcanzaron su precio objetivo, tal es el caso, por ejemplo, de **Orkla**, **Sports Direct** y **Hamburger Hafen**, entre otras, que han salido de Magallanes European Equity con revalorizaciones medias del +50%. En el lado de las compras, hemos incluido nuevas compañías cuyas valoraciones nos parecen muy atractivas, dentro de cuatro sectores muy penalizados: automóviles (**Renault**, **Porsche**), fertilizantes (**Potash**, **OCI**), transporte marítimo (**Scorpio Tankers**, **Euronav**) y distribución (**Metro AG**).

Por su lado, en Magallanes Iberian Equity han salido **Ence** y **REN** al haber alcanzado nuestro precio objetivo, y hemos entrado en la portuguesa **Ramada**, en **Repsol** y en **Siemens Gamesa**, donde el recorrido al alza es muy amplio.

Lo anterior refleja que, en un entorno difícil como el actual, con mercados marcando máximos históricos y valoraciones exigentes, somos capaces de encontrar buenas ideas dentro de algunos sectores fuera del favor de la opinión generalizada de mercado. Siempre hay oportunidades en el mercado, solo se necesita curiosidad, disciplina y paciencia.

#### Emociones. Invertir bajo incertidumbre

El estudio de la psicología humana debería ocupar un lugar destacado en los programas de estudios universitarios. Cada vez resulta más evidente que para llegar a ser un inversor exitoso se necesita algo más que destacar en contabilidad, aritmética y descuento de flujos. Si las personas fuéramos empresas y si tuviéramos que subrayar una ventaja competitiva que nos hiciera brillar por encima del resto, ésta no sería, en mi opinión, el nivel de cociente intelectual, sino más bien el grado de estabilidad emocional de cada sujeto. Tendemos a pensar, equivocadamente, que las personas más “inteligentes” serán las más “exitosas”.

<sup>1</sup>Estrategia 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.



Es decisiva la habilidad de mantener un nivel emocional estable, reflexivo, autocrítico y frío que nos alerte constantemente ante la posibilidad de cometer errores cuando tomamos decisiones importantes guiados por nuestros sentimientos.

Antes de iniciarnos en el mundo de las inversiones, como gestores y como clientes, deberíamos plantearnos preguntas tales como:

- ¿Cómo reaccionaría ante situaciones de estrés donde todo podría salir mal?
- ¿Estoy preparado para actuar decisivamente aun cuando ello implique llevar la contraria a la opinión de consenso?
- ¿Soy consciente de la posibilidad de cometer errores? ¿Tengo la autocrítica suficiente como para reconocerlos?
- ¿Sé reconocer y distinguir cuándo el mercado actúa bajo las emociones y cuándo bajo los hechos?

Uno de esos errores tiene que ver con la toma de decisiones bajo situaciones de incertidumbre. El cerebro humano está programado para tomar decisiones en aquello que nos resulta familiar y cercano. Por el contrario, tiende a evitar situaciones desconocidas, debido a un acto reflejo primitivo basado en la supervivencia.

Cuando tomamos decisiones fuera de nuestro ámbito de control, por ejemplo, decidir qué empresa comprar en un entorno de incertidumbre, se produce una reacción fisiológica consistente en la activación de la amígdala cerebral, donde residen las emociones básicas tales como la rabia o el miedo. Es el centro de procesamiento de todo lo relativo a las reacciones emocionales. En lo relativo a las inversiones, es la causante directa de la aversión al riesgo y, por tanto, del bloqueo en la toma de decisiones ante situaciones estresantes.

La habilidad de obtener conclusiones válidas dentro de un entorno cuya información disponible es imperfecta, representa un factor diferencial para el éxito en la gestión de inversiones. Bajo información pobre y confusa el precio de los activos es generalmente bajo. Por otro lado, cuando esperamos demasiado a que la información sea perfecta y precisa, corremos el riesgo de perder importantes oportunidades de inversión.

El factor emocional es el peor enemigo del inversor, llegando a generar una de las grandes aberraciones del mercado de valores: el paradigma de la “calidad”. La inversión en empresas de “calidad” consiste en comprar y mantener empresas con un alto nivel de certidumbre, que operan en entornos muy favorables y gozan del beneplácito de la comunidad inversora, pero cuyas valoraciones son muy elevadas. El inversor se siente emocionalmente cómodo comprando acciones de empresas de “calidad” que no le activen la amígdala cerebral, liberando en el proceso gran cantidad de endorfinas responsables de las sensaciones de bienestar y alegría, lo que le llevará a pagar precios elevados por



dichas acciones. El precio por la aparente seguridad es pagar caro. Pero no hay que olvidar que una buena compañía no tiene por qué ser una buena inversión.

Las expectativas de empresas de “calidad” son generalmente altas, lo que genera que un número elevado de individuos deseen sus acciones llevando sus precios arriba. Por el contrario, las expectativas de empresas penalizadas tienden a ser bajas, en ocasiones inexistentes, por consiguiente, sus precios son bajos, en ocasiones ridículos. De nuevo, es importante distinguir entre una buena idea de inversión y una buena empresa.

Cuando una empresa es considerada como “buena” su precio es alto, cuando es considerada como “mala” su precio es bajo. Cuando se compra caro, la probabilidad de cometer errores aumenta.

En finanzas, hay una regla básica que corrige los excesos: “la reversión a la media”. La traducción en términos coloquiales sería algo así como “no hay mal que cien años dure”, nada dura para siempre. No hay empresa que pueda vivir perpetuamente en estado de gracia, ni negocio condenado al fracaso eterno, salvo fraude o quiebra por insolvencia. Las empresas buenas, tarde o temprano, tendrán que enfrentarse a retos, por ejemplo, mayor número de competidores. Esto hará que los buenos números de rentabilidad tengan que “revertir a la media”, por debajo de los niveles a los que nos tenía acostumbrado.

Lo anterior forma parte de los ciclos normales de todo negocio. El problema aparece cuando las personas, movidas por las emociones, extrapolan los ciclos más allá de lo razonable, convirtiendo las empresas “buenas” en increíblemente caras y las “desfavorecidas” en ridículamente baratas. La reversión a la media corrige, de forma generalmente traumática, dichos extremos.

### Uniper

El 12 de septiembre de 2016 comprábamos acciones de **Uniper** a €10 por acción<sup>2</sup> convirtiéndose en una de nuestras principales posiciones en el fondo europeo. Entonces, prácticamente nadie creía en la compañía, llegándola a catalogar como la división de energías sucias (empresa “mala y desfavorecida”) de **E.ON**.

El pasado 20 de septiembre, poco más de un año después, la compañía eléctrica finlandesa **Fortum** lanzó una oferta de adquisición de acciones a €22 euros por acción en efectivo. En el momento que escribo esta carta, la acción se encuentra cotizando a €24, lo que representa un +140% de revalorización sobre nuestro precio de entrada. Estamos evaluando todas las opciones sobre la posición que todavía está en cartera.

**Uniper**, participada mayoritariamente por el gigante alemán **E.ON**, es una de las mayores compañías de generación eléctrica convencional de Europa, básicamente gas,

<sup>2</sup>El caso de inversión en Uniper está detalladamente explicado en nuestra carta anual a partícipes de 2016.



carbón, nuclear e hidro. Además, posee un negocio de materias primas globales y una participación del 83,7% en **Unipro**, tercer operador privado de electricidad más grande de Rusia.

Como decíamos en nuestra carta de 2016, en un mundo dominado por las energías renovables, es entendible que la mayoría de participantes de mercado sintiera poca, o nula, atracción por una compañía como ésta.

La percepción de un negocio malo generaba a su vez una corriente de expectativas bajas o negativas, lo que hacía que el precio de sus acciones fuera ridículo en comparación al valor de mercado de sus activos, llegando a cotizar a un tercio de su valor en libros.

Negocios aparentemente malos, pueden ser excelentes ideas de inversión. Nuestra habilidad en **Uniper** no fue otra más que permanecer fieles a nuestra actividad analítica, comprando un activo muy por debajo de su valor racional, con la información disponible entonces, incompleta y confusa, a la vez que nos manteníamos fríos y distantes con respecto al sentir general del consenso de analistas.

### Sector Automovilístico Europeo

En línea con lo anterior, hemos invertido en compañías que, contrariamente a la opinión de mercado, nos parecen grandes oportunidades. En la carta del trimestre anterior, explicábamos detenidamente nuestros casos de inversión en fertilizantes y transporte marítimo, ejemplos clásicos del ciclo de capital. También mencionábamos nuestra primera inversión en fabricantes de automóviles, concretamente mediante la entrada en **Renault** y **Porsche**.

Actualmente, la industria de fabricantes europeos de automóviles es el sector más barato cotizado.

A nivel geográfico, la industria tradicional del automóvil en Europa es percibida como la gran perdedora en la carrera por el coche eléctrico, frente a otras regiones como Estados Unidos, cuna de **Tesla**, paradigma tecnológico del sector. En nuestra opinión, esta percepción no parece del todo correcta.

Prueba de ello es el número de patentes registradas en relación al coche eléctrico. Según un estudio reciente del Ifo Institute, Europa aglutina casi la mitad del número de patentes, liderando el ranking mundial, muy por delante de países como Japón (23%) y Estados Unidos (18%).

Por otro lado, un alto grado de gasto en Investigación y Desarrollo (I+D) trae consigo una mayor fortaleza de los productos y servicios ofrecidos, lo que permite diferenciarse positivamente de la competencia. Bloomberg mostraba una clasificación, encabezada por



**Amazon**, de las 25 compañías que más destinan al presupuesto anual en I+D. De este ranking, 11 son tecnológicas, 7 farmacéuticas, y sorprendentemente, 7 son fabricantes de coches tradicionales, de los cuales, **Volkswagen** ocupa el segundo puesto detrás de **Amazon**, con cerca de 16.000 millones de dólares. **Tesla** no aparece en dicho ranking.

Además, creemos que la irrupción del coche eléctrico no sucederá de forma inmediata, sustituyendo toda la producción del coche convencional. El objetivo de la mayoría de fabricantes, a partir de 2025, es que, del total de la producción, alrededor del 20% sea eléctrico, lo que implica que los motores diésel y gasolina seguirán siendo dominantes durante las próximas décadas.

**Renault** es uno de los principales referentes mundiales en la fabricación del coche eléctrico, líder absoluto en Europa, con una cuota de mercado próxima al 30%. No obstante, ésta no es nuestra principal motivación para comprar la compañía, sino más bien la combinación exitosa de un negocio tradicional altamente rentable, basado en el motor de combustión interno, junto con una situación de balance saneada (caja neta), lo que le permite generar un alto nivel de caja, para seguir invirtiendo y remunerando al accionista.

Atendiendo a los bajos múltiplos a los que cotiza, parece que el mercado no percibe dicha capacidad para reinvertir y remunerar. Según nuestros números (excluyendo el negocio financiero a valor en libros y el valor de mercado de sus participaciones en Nissan y Daimler), el negocio puro de fabricación de coches de **Renault** estaría cotizando a 2 veces el beneficio operativo, con una generación de caja libre sobre el valor de la empresa superior al 30%.

Permítanme que les recomiende la lectura del libro “El cerebro del inversor”, por el doctor en neurociencia Pedro Bermejo. En línea con lo comentado en la presente carta, el libro aborda cómo el cerebro nos traiciona constantemente a la hora de tomar decisiones, especialmente en aquéllas de índole económica y financiera. El autor, pretende acercar la neuroeconomía a los lectores para que entiendan cómo su cerebro toma las decisiones de inversión, pudiendo beneficiarse de ello.

Gracias a nuestros más de 12.000 inversores por confiarnos la gestión de sus ahorros, es un gran honor trabajar para ustedes.

Por favor, no dude en ponerse en contacto con nosotros por cualquiera de las vías habilitadas de comunicación para cualquier duda o consulta que pudiera tener.

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 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: **SEMAPA**, **Sonae**, **Gas Natural**, **Fluidra** e **Inmobiliaria Colonial**. Las diez primeras posiciones representan el 44,0% del fondo.

España es el 62,5% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 29,6%.

El 79,9% del fondo está invertido en empresas de grande y mediana capitalización. Un 12,2% del fondo se encuentra invertido en empresas de pequeña capitalización bursátil.

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 85,5%, formado por 39 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como **E.ON**, **Renault**, **Potash Corp**, **Porsche Holding** y **Bouygues SA**. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 34,5% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania y Francia frente a otras regiones, con un peso agregado del 38,5% para dichos países.

El 75,9% del fondo se encuentra invertido en empresas de grande y mediana capitalización, siendo un 42,8% el peso en empresas con un tamaño superior a los €5.000 millones. Un 9,6% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño inferior a €1.000 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 30/09/17

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	143,2253	1,33%	-1,12%	5,47%	19,55%	11,34%	15,48%	8,04%	38,90%	92,1%
Índice de referencia Ibérico		1,23%	0,32%	2,25%	21,79%	13,81%	0,52%	-5,73%	7,85%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	145,1373	1,37%	-0,99%	5,73%	20,48%	11,75%	16,09%	6,32%	37,94%	92,1%
Índice de referencia Ibérico		1,23%	0,32%	2,25%	21,79%	13,81%	0,52%	-11,27%	1,51%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	148,0992	1,43%	-0,81%	6,13%	21,39%	12,38%	16,91%	12,72%	48,10%	92,1%
Índice de referencia Ibérico		1,23%	0,32%	2,25%	21,79%	13,81%	0,52%	2,57%	17,33%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "R"</b>	128,9235	1,30%	-1,25%	5,27%	19,02%	10,82%			28,92%	93,1%
Índice de referencia Ibérico		1,23%	0,32%	2,25%	21,79%	13,81%			14,40%	
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "I"</b>	130,1813	1,34%	-1,12%	5,56%	19,68%	11,28%			30,18%	93,1%
Índice de referencia Ibérico		1,23%	0,32%	2,25%	21,79%	13,81%			14,40%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	136,5946	2,15%	4,92%	10,29%	25,50%	17,41%	12,89%	3,47%	37,14%	85,5%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%	2,58%	0,42%	12,85%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	138,4596	2,19%	5,06%	10,56%	26,13%	17,85%	13,45%	4,23%	39,35%	85,5%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%	2,58%	0,43%	12,86%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	141,2686	2,25%	5,25%	10,98%	28,08%	18,51%	14,31%	4,29%	41,27%	85,5%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%	2,58%	9,77%	23,36%	

<sup>1</sup> Clase M 27/01/2015; Clase P 29/01/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity Lux "R"</b>	130,1886	2,11%	4,88%	10,09%	24,66%	17,07%			38,49%	86,6%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%			19,84%	
<b>Magallanes European Equity Lux "I"</b>	131,3904	2,15%	5,03%	10,39%	25,35%	17,55%			50,18%	86,6%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%			31,10%	
<b>Magallanes European Equity Lux "P"</b>	132,0752	2,18%	5,12%	10,58%	25,75%	17,84%			32,08%	86,6%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%			12,38%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	12,9425	1,07%	3,26%	8,85%	22,45%	14,82%			29,42%	86,3%
Índice de referencia Europeo		3,89%	2,70%	3,58%	16,26%	9,56%			21,28%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	110,9130	3,59%	1,01%	7,51%	-	10,91%			10,91%	88,8%
Índice de referencia Europeo		3,44%	2,87%	8,06%	-	8,40%			8,40%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	110,7795	3,56%	0,94%	-	-	6,47%			6,47%	88,8%
Índice de referencia Europeo		3,44%	2,87%	8,06%	-	7,47%			7,47%	

<sup>1</sup> Clase B 17/03/2017; Clase C 31/03/2017. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Micro Cap Net Total Return.



## Carta Trimestral a Inversores

30/06/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad en la primera mitad de 2017 ha sido del +12,87% para la estrategia ibérica y del +12,17% para la europea. Desde inicio, hace más de dos años, las rentabilidades acumuladas son del +49,30% y +34,20%, respectivamente<sup>1</sup>.

La victoria de Emmanuel Macron en Francia y la caída del precio del petróleo por debajo de 50 dólares han sido algunos de los eventos más destacados durante el segundo trimestre del año. El tono de las bolsas ha seguido siendo positivo alcanzando nuevos máximos históricos en el caso de la bolsa americana.

Durante este período hemos tenido un repunte notable en el número de transacciones realizadas en los fondos. La rotación típica de nuestras carteras, entendida como el importe total de compras y ventas al año en comparación al patrimonio gestionado, es baja, generalmente no superior al 20%. Esto es acorde con nuestro período medio de permanencia en las inversiones, que suele oscilar alrededor de los 5 años. Por lo tanto, tiene sentido que durante nuestro tercer año de mandato algunas de las inversiones en cartera hayan alcanzado el punto óptimo de maduración para ser sustituidas por otras.

Parte importante de las ventas se iniciaron a finales del segundo trimestre y han continuado durante el mes de julio, por lo que las explicaremos oportunamente durante la carta del tercer trimestre.

Entre las incorporaciones hay novedades interesantes, que reúnen las características propias de una inversión “estilo Magallanes”: empresas baratas, fuera de moda y cotizando, muchas de ellas, en mínimos históricos.

Queso, mantequilla, barcos, fertilizantes y coches, todo es la misma cosa. Permítanme elaborar esta afirmación un poco más tarde. Después de casi dos décadas de profesión no deja de sorprenderme el comportamiento pendular de los mercados financieros, la rapidez con la que se pasa de la avaricia al miedo y del miedo a la avaricia sin apenas reposar por unos segundos en el punto de equilibrio.

Volvamos a la mantequilla. Recientemente leíamos un titular en el Financial Times que decía: “¿Por qué los precios de la mantequilla están en máximos?”. Como saben, una de nuestras mayores posiciones es la empresa francesa de elaborados lácteos Savencia, líder en la producción y distribución de mantequillas y quesos a nivel mundial. Justo hace un

<sup>1</sup>Estrategia 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. Rentabilidad desde inicio corresponde a la clase E al ser la primera clase en activarse el 09/01/2015.



año explicábamos dicha compra en la carta del segundo trimestre de 2016. Entonces, los precios de la mantequilla y otros elaborados lácteos como el queso, no estaban en máximos, de hecho, estaban en mínimos. Ponemos a continuación un extracto de nuestra nota interna de análisis de Savencia escrita durante los primeros meses de 2016:

- *La tesis de inversión se centra en el ciclo de la leche en Europa, que a su vez representa también su principal riesgo:*
  - *En el año 1984 la CE estableció el sistema de cuotas de leche debido al exceso de oferta. En marzo de 2015 dicho sistema finaliza motivado por la racionalización de la oferta, menos granjas lecheras, y muy especialmente por la apertura de nuevos mercados fuera de la UE, en especial Rusia y China. Durante el período 2010-2015 la demanda exterior es tal que las exportaciones suben un +45% en volumen y un +95% en valor. Destacan productos de valor añadido como el queso.*
  - *El final del sistema de cuotas liberaliza en cierta forma el mercado lechero en Europa de manera que cada granjero puede producir la cantidad que desee sin ningún tipo de restricción.*
  - *Lo que en principio parecía ser un “aterrizaje suave” aliviado por la demanda creciente del sector exterior resultó ser una catástrofe para el sector. La coincidencia de la eliminación del sistema de cuotas, junto con el veto ruso a las importaciones de productos europeos y la caída de la demanda de China desencadenaron una de las mayores caídas de precios nunca vista en Europa, -40% desde máximo de 2014 y en mínimos de los últimos 13 años, fruto además de una sobrecapacidad mundial, espoleada por Europa, que en 2015 llegó a cerca de 5 M de toneladas.*
  - *La caída ha sido tan brutal que el precio de coste para muchos granjeros supera el de venta. Esto debería llevar eventualmente a una destrucción/reducción de capacidad sobrante y una recuperación de los precios de la leche a nivel global. El efecto sería aún mayor si países como Rusia y China activasen de nuevo sus importaciones.*

*Abril 2016, Magallanes Value Investors*

Apenas 12 meses después la situación es bien distinta, podemos leer en el artículo que debido a la delicada situación durante los años 2014 y 2015 “muchos granjeros decidieron cerrar sus granjas”. Además, tanto China como Rusia han empezado a incrementar importaciones. El resultado es sencillo: menor oferta y mayor demanda implica precios altos. Savencia, entre otros elaboradores lácteos, es un claro beneficiario de esta situación, lo que se está traduciendo en mayores márgenes y rentabilidad del negocio. Cuando compramos Savencia nadie quería oír hablar de la leche, hoy un +50% por encima de aquellos precios parece haber más interés.

Se trata de un típico desequilibrio temporal entre oferta y demanda. Observando este y otros fenómenos parecidos llegamos a la conclusión de que los gráficos de oferta y demanda no funcionan como nos enseñaron en la Universidad, al menos en lo que respecta a la oferta.



La demanda es una línea recta y continua entre precio y cantidad, donde cada consumidor racional (de los miles de millones en el mundo) está dispuesto a comprar más por menos. La oferta en cambio, formada por menos agentes y más heterogéneos, está dispuesta siempre a vender más por más precio. Existe un nivel de producto que no se puede ofrecer por muy alto que sea el precio: la oferta de casi cualquier producto es finita porque los recursos son finitos. Por mucho que nos guste la mantequilla y estemos dispuestos a ofrecer su peso en oro no sería factible, en las condiciones actuales, comprar toda la mantequilla que quisiéramos. No se puede, de forma instantánea, comprar un terreno, construir una granja, comprar vacas, comprar maquinaria, obtener licencias y ponerse a producir mantequilla de repente. Lleva tiempo.

Los altos precios del momento incentivan la entrada a futuro de nueva capacidad, muchos empresarios atraídos por esta situación toman la decisión de iniciar su proyecto hoy. Pero para cuando la oferta real aparece en el mercado, ésta lo hace de golpe afectando seriamente a los precios si la demanda entonces no es tan fuerte como se esperaba. La situación puede llegar a ser desastrosa si gran parte de estos proyectos se financian con deuda.

Lo anterior es una definición clásica del ciclo de capital: altos precios que generan negocios rentables que atraen nuevos competidores en busca de rentabilidad lo que a su vez genera, tarde o temprano, excesos de capacidad que presionan el precio a la baja llegando a incurrir incluso en pérdidas. Aquellos con estructuras financieras más apalancadas o con procesos productivos menos eficientes serán posiblemente los que antes abandonen el mercado. La destrucción de capacidad hace que se vuelva al equilibrio de nuevo. Cada industria tiene su propio ciclo de capital que en ocasiones no tiene por qué estar correlacionado con el ciclo de la economía mundial.

De hecho, esta situación no sólo se ha producido en el sector de elaborados lácteos, sino también, bajo nuestro punto de vista, en otros tan dispares como el de barcos, fertilizantes y coches.

En cuanto a barcos, hemos encontrado ideas muy interesantes en el nicho de buques de transporte de productos refinados del petróleo, conocidos en el argot naviero como *product tankers*. A diferencia de los buques de crudo, conocidos como *tankers*, que transportan el petróleo desde los pozos de extracción a las refinerías, los *product tankers* transportan productos refinados como gasolinas, diésel y otros combustibles hasta su punto de consumo.

Nuestra experiencia en el sector naviero es muy amplia y se remonta hasta hace más de dos años, cuando compramos y posteriormente vendimos la compañía noruega líder en la construcción y operación de barcos FPSO, BW Offshore.



El sector del transporte marítimo en general experimentó un momento muy positivo entre los años 2004 y 2008, en lo que algunos han llegado a catalogar de superciclo. La subida en el precio de las materias primas, el incremento del comercio mundial y el fácil acceso al crédito propiciaron una de las mayores burbujas de la historia reciente, similar a la burbuja del sector inmobiliario de algunos países como España. Las tarifas diarias por alquilar un barco, principal indicador de la industria, llegaron entonces a máximos históricos y la rentabilidad por operar un barco de carga media era de doble dígito alto.

El resultado fue un repunte sin precedentes en el número de pedidos de nuevos barcos, que a su vez trajo consigo la construcción de nuevos astilleros para poder hacer frente a dichos pedidos. Fruto del frenesí en el momento más álgido del ciclo, hacia mediados de 2007, la proporción de nuevos pedidos respecto a la flota global de barcos llegó a ser casi del 50% anual.

Entre el momento del pedido de un nuevo barco y la fecha de entrega se tardan varios años. Toda la capacidad que se ordenó durante los momentos de euforia apareció en el mercado años más tarde, en bloque, coincidiendo además con un mal momento, lo que produjo la caída fulgurante en las tarifas diarias y el consecuente colapso de la industria.

Ahora, diez años después, el sector de transporte marítimo en general, y el de los *product tankers* en particular, está en una situación diametralmente opuesta. El número de astilleros se ha reducido a prácticamente la mitad, los bancos ya no prestan tan alegremente y el número de bancarrotas se ha disparado, entre las más sonadas la gigante china Hanjin. La situación es tal que el ratio de nuevos pedidos frente a la flota global de barcos es inferior al 15%, situándose en los niveles más bajos de la historia reciente.

La situación anterior se podría agravar aún más con los nuevos requerimientos medioambientales, aguas de lastrado y emisión de sulfuros, que entrarán en vigor de forma obligatoria a partir de septiembre de 2017 e inicios de 2020, respectivamente, lo que acelerará la tendencia inexorable del sector hacia el achatarramiento de aquellos barcos más antiguos cuyo coste de actualización no merezca la pena.

De entre todos los segmentos de transporte marítimo, el nicho de los *product tankers* es el que nos parece más interesante ya que las dinámicas de oferta y demanda resultan aún más atractivas. Concretamente, el ratio entre nuevos pedidos y flota global está en su mínimo histórico del 4,3%, muy por debajo de la tasa normal de reposición de la flota existente.

En este sentido hemos comprado el mayor especialista en *product tankers* del mundo con 124 barcos operados y en propiedad, Scorpio Tankers, basada en Mónaco y cotizada en Estados Unidos.



La principal ventaja de Scorpio es su jovencísima flota con una vida media inferior a los 2 años, especialmente después de la compra de los barcos de la quebrada Navig8 (27 barcos con una vida media inferior a 1 año). La mayor y más joven flota de *product tankers* perfectamente preparados para los nuevos requerimientos regulatorios medioambientales. Al precio actual de la acción de Scorpio y según nuestra valoración conservadora de la flota a precios de mercado, la empresa estaría cotizando a un importante descuento frente a su valor de liquidación. Su nivel de deuda frente al valor de mercado de sus barcos es ligeramente inferior al 60%, cifra muy razonable, lo que les permitirá aguantar más tiempo la actual situación deprimida frente a otros competidores más apalancados.

Algo parecido ha ocurrido en el sector de fertilizantes, donde hemos comprado Potash Corp, líder mundial en la producción de potasio con una cuota de mercado del 22%. También produce nitrógeno y fósforo, con un 2% y 3% de cuota mundial respectivamente.

Hace diez años existía el temor de que el mundo se quedara sin alimentos suficientes para abastecer el imparable crecimiento de la población mundial, especialmente en India y China. El precio de la mayoría de materias primas básicas como trigo, maíz y soja alcanzaron máximos históricos. Nuevos competidores entraron en la industria agrícola atraídos por precios altos, lo que animó a su vez a otras industrias relacionadas, entre ellas los fertilizantes. Se dispararon las solicitudes de proyectos para nuevas minas de potasio y fosfato, así como nuevas factorías para la producción de nitrógeno, especialmente en China. El ciclo de capital de los fertilizantes iniciaba de esta manera su caída a los infiernos. Pasaron los años y no hubo carestía de alimentos, lo que trajo consigo una caída significativa de la mayor parte de materias primas agrícolas, lo que a su vez arrastró el precio de los fertilizantes. Situación que se vio agravada por la salida al mercado de nueva capacidad productiva, deprimiendo aún más el precio de dichos fertilizantes.

El resultado hoy es que tanto el precio del potasio como el de la urea (basada en nitrógeno) se encuentran en mínimos de la última década. El precio es tan bajo en el caso de la urea que, según la casa de análisis Redburn, el 60% de productores en China están perdiendo dinero, siendo China el mayor exportador mundial y el productor que fija los precios a nivel global. En China la urea se produce a base de quemar carbón, más contaminante y más caro que quemar gas natural, como en el caso de los productores norteamericanos.

El precio del potasio se encuentra actualmente alrededor de 265 dólares por tonelada, mínimo de diez años, muy por debajo de los 400 dólares necesarios para la puesta en marcha de un nuevo proyecto para que sea mínimamente rentable. Sólo los productores más eficientes y en mejor situación financiera podrán salir beneficiados de la actual situación de sobrecapacidad del sector.



Potash Corp posee algunas de las minas de potasio más eficientes del mundo, concretamente la mina Rocanville con capacidad para producir 6 millones de toneladas de potasio al año tiene unos costes por tonelada de tan sólo 45 dólares.

Además de lo anterior, Potash Corp se encuentra inmersa en el proceso de fusión con Agrium en la creación de un nuevo líder mundial de fertilizantes bajo el nombre de Nutrien, una combinación perfecta que aglutinará activos fertilizantes eficientes con una de las redes de distribución de productos agrícolas más extensas del mundo.

Dicho lo anterior, seguimos pensando que a largo plazo la población seguirá creciendo, igual que la demanda de alimentos lo que hará más necesario la dependencia de productos fertilizantes basados en potasio, nitrógeno y fósforo, con el fin de hacer más productiva la cada vez más escasa superficie cultivable del planeta.

La industria del automóvil en Europa también ofrece oportunidades de inversión poco usuales en un entorno de mercados en máximos históricos. Posiblemente algunos de los fabricantes europeos de coches que hemos analizado y comprado recientemente estén entre las ideas de inversión en valor más baratas que hemos encontrado en los últimos años. En la próxima carta trimestral daremos más detalle sobre el sector y los nombres concretos donde estamos invirtiendo.

En ocasiones nos preguntan por qué no compramos bancos si nuestro estilo de gestión hace que nos fijemos en lo “más feo”. Es cierto que el sector bancario ha sido uno de los peores en comportamiento de los últimos años, con pérdidas importantes por el camino, como la resolución de Banco Popular el pasado 6 de junio, banco que analizamos en su momento profundamente después de la última ampliación de capital el año pasado y que descartamos al ver la compleja situación de balance de la entidad. El resto de la banca española, excluyendo los dos grandes bancos globales, es aún difícil de digerir. Se hace complicado invertir en negocios con una naturaleza de apalancamiento tan elevada, especialmente cuando algunos de estos bancos tienen un nivel de inversión en bonos de gobierno tan desproporcionado que llega a multiplicar en varias veces el tamaño de sus fondos propios.

Magallanes está de enhorabuena ya que nuestro fondo Magallanes Iberian Equity ha sido galardonado con el premio al mejor fondo de bolsa 2016 en la III Edición de los Premios Inversión a Fondo celebrados por la revista Inversión a Fondo de elEconomista.

En cuanto a las actividades desarrolladas durante el trimestre, cabría destacar el pasado 24 de abril la celebración del Día del Inversor en Madrid, en el Auditorio Rafael del Pino. Fue un auténtico placer hablar de nuestra filosofía de inversión, nuestras carteras y otras cuestiones que surgieron con las casi 500 personas que nos acompañaron. Fue un lujo cerrar la sesión con la ponencia de Pat Dorsey, miembro del Consejo Asesor de Magallanes, quién nos habló de las diferentes ventajas competitivas de las empresas.



Dentro de nuestra labor divulgativa hemos puesto a su disposición en nuestra página web una recopilación de los 100 libros indispensables, a nuestro entender, sobre la filosofía valor para que aquellos que lo deseen puedan consultarla.

Igualmente participamos en diferentes eventos de inversión tales como el *Morningstar Investors Conference* de Madrid y la *Value Konferenz* de Frankfurt organizada por Acatis.

También hemos sido especialmente activos en el diálogo a favor de un mayor desarrollo del mercado de valores para compañías de pequeña y muy pequeña capitalización. De esta manera, pudimos exponer nuestras ideas acerca de cómo favorecer dichos mercados en el Foro Medcaps organizado por Bolsas y Mercados, donde defendimos entre otras cosas un mayor incentivo fiscal para el ahorrador particular y una regulación acorde a la tipología de compañías en cuestión.

Hablo en nombre de todo el Equipo de Magallanes al decirles que es un gran honor trabajar para ustedes, nuestros cerca de 10.000 inversores.

Gracias por confiarnos la gestión de sus ahorros.

Por favor no dude en ponerse en contacto con nosotros por cualquiera de las vías habilitadas de comunicación para cualquier duda o consulta que pudiera tener.

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 84,7%, estando formada su cartera por 27 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: Gas Natural, SEMAPA, Sonae, ENCE y NOS. Las diez primeras posiciones representan el 42,1% del fondo.

España es el 56,4% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 28,3%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 60,9% de peso. Un 23,8% 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 85,4%, formado por 39 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como E.ON, Bouygues SA, Orkla ASA, Savencia SA y Hornbach AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 34,3% 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 43,4% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 55,5% de peso. Un 30% 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 30/06/17

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	144,8450	<b>-0,10%</b>	<b>6,66%</b>	<b>12,59%</b>	<b>30,84%</b>	<b>12,59%</b>	<b>15,48%</b>	<b>8,04%</b>	<b>40,47%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	-5,73%	7,51%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	146,5938	<b>-0,06%</b>	<b>6,79%</b>	<b>12,87%</b>	<b>31,50%</b>	<b>12,87%</b>	<b>16,09%</b>	<b>6,32%</b>	<b>39,32%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	-11,27%	1,19%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	149,3029	<b>0,01%</b>	<b>6,99%</b>	<b>13,29%</b>	<b>32,49%</b>	<b>13,29%</b>	<b>16,91%</b>	<b>12,72%</b>	<b>49,30%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	2,57%	16,96%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "R"</b>	130,5584	<b>-0,21%</b>	<b>6,60%</b>	<b>12,23%</b>	<b>29,93%</b>	<b>12,23%</b>	<b>16,33%</b>		<b>30,56%</b>	<b>84,6%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%		14,04%	
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "I"</b>	131,6534	<b>-0,16%</b>	<b>6,75%</b>	<b>12,53%</b>	<b>30,65%</b>	<b>12,53%</b>	<b>16,99%</b>		<b>31,65%</b>	<b>84,6%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%		14,04%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	130,1847	<b>-0,60%</b>	<b>5,11%</b>	<b>11,89%</b>	<b>30,92%</b>	<b>11,90%</b>	<b>12,89%</b>	<b>3,47%</b>	<b>30,70%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	0,42%	9,89%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	131,7960	<b>-0,55%</b>	<b>5,24%</b>	<b>12,17%</b>	<b>31,58%</b>	<b>12,17%</b>	<b>13,45%</b>	<b>4,23%</b>	<b>32,64%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	0,43%	9,90%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	134,2158	<b>-0,49%</b>	<b>5,44%</b>	<b>12,59%</b>	<b>32,57%</b>	<b>12,59%</b>	<b>14,31%</b>	<b>4,29%</b>	<b>34,20%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	9,77%	20,12%	

<sup>1</sup> Clase M 27/01/2015; Clase P 29/01/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity Lux "R"</b>	124,1266	<b>-0,64%</b>	<b>4,96%</b>	<b>11,62%</b>	<b>28,41%</b>	<b>11,62%</b>	<b>18,30%</b>		<b>32,04%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	9,39%		16,69%	
<b>Magallanes European Equity Lux "I"</b>	125,0999	<b>-0,60%</b>	<b>5,10%</b>	<b>11,92%</b>	<b>29,11%</b>	<b>11,92%</b>	<b>27,76%</b>		<b>42,99%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	19,66%		27,65%	
<b>Magallanes European Equity Lux "P"</b>	125,6411	<b>-0,57%</b>	<b>5,19%</b>	<b>12,10%</b>	<b>29,52%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,08%</b>		<b>25,64%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%		9,43%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	12,5333	<b>-0,42%</b>	<b>5,41%</b>	<b>11,19%</b>	<b>30,36%</b>	<b>11,19%</b>	<b>14,65%</b>		<b>25,33%</b>	<b>85,2%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%		18,10%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	109,8075	<b>0,09%</b>	<b>6,44%</b>			<b>9,81%</b>			<b>9,81%</b>	<b>85,5%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,54%	5,04%			5,37%			5,37%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	109,7445	<b>0,06%</b>	-			<b>5,48%</b>			<b>5,48%</b>	<b>85,5%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,54%	5,04%			4,47%			4,47%	

<sup>1</sup> Clase B 17/03/2017; Clase C 31/03/2017. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Micro Cap Net Total Return.



### Carta Trimestral a Inversores

31/03/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad trimestral de nuestros fondos ha sido del +6,1% para la estrategia ibérica y del +7,3% para la europea. Desde el inicio hace más de dos años las rentabilidades acumuladas son del +40,1% y +28,1%, respectivamente<sup>1</sup>.

Una serie de eventos que se consideraban de alto riesgo y poco probables han protagonizado la agenda financiera de los últimos trimestres: la victoria de Trump en Estados Unidos, el *Brexit*, el resultado del referéndum en Italia o el desenlace de la política monetaria expansiva, entre otros.

Ante este entorno complejo las bolsas globales, lideradas principalmente por Estados Unidos y Europa, han seguido subiendo durante los primeros meses del año, encadenando ocho años consecutivos de mercado alcista. Algunos índices, como el americano, han marcado nuevos máximos históricos y el Ibex-35 en España ha registrado uno de sus mejores comienzos de año con una subida próxima al +12% en el trimestre.

Todo lo contrario sucedía justo hace un año, durante el primer trimestre de 2016, que será recordado como uno de los peores comienzos bursátiles de todos los tiempos.

Predicciones equivocadas y resultados inesperados demuestran cómo las decisiones basadas en eventos geopolíticos y macroeconómicos resultan estériles en la gestión de inversiones. No sólo se corre el riesgo de estar equivocado en la predicción, sino también en la manera de cómo instrumentalizar dicha predicción.

El *Value Investing* por el contrario basa su estrategia en la identificación de empresas que cotizan con descuento. El éxito de la inversión en valor no depende del acierto en la predicción sino de lo barato que cotiza un negocio frente a su valor fundamental. Es sencillo pero no fácil. Este proceso requiere disciplina, capacidad de trabajo y visión de largo plazo.

En los últimos 50 años el tiempo que un inversor mantiene sus acciones ha pasado de 8 años a 4 meses. En este contexto la paciencia y el largo plazo son una ventaja competitiva que nos permite seguir encontrando ideas de inversión.

Pese a las fuertes subidas y los nuevos máximos seguimos encontrando buenas inversiones fruto de nuestra actividad frenética de análisis que en los últimos 12 meses se ha traducido

---

<sup>1</sup>Estrategia 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. Rentabilidad desde inicio corresponde a la clase E al ser la primera clase en activarse el 09/01/2015.



en 250 reuniones con empresas, más de 100 modelos de valoración actualizados trimestralmente y la participación en seminarios y conferencias tales como el *Ira Sohn* de Londres o el *ValueSpain* de Madrid.

El primer trimestre de 2017 ha sido uno de los más activos en cuanto a actividad de cartera se refiere.

En la cartera Ibérica destacaríamos la compra de la operadora de telecomunicaciones portuguesa NOS, una compañía que ha sido capaz de ganar cuota de mercado de forma consistente durante los últimos años. El mercado de telecomunicaciones en Portugal es uno de los más atractivos a nivel europeo debido a su concentración, dominado por tres operadores lo que se está traduciendo en subidas de precios graduales. NOS cotiza muy por debajo de su valor fundamental con una excelente situación financiera que podría trasladarse en una mayor retribución al accionista.

En cuanto a la cartera Europea hemos aprovechado la fuerte apreciación de una de nuestras principales posiciones históricas de Magallanes, Buzzi Unicem, para vender la totalidad de las acciones en niveles superiores a 24 €, acumulando unas ganancias por encima del +80%. Es un claro ejemplo de la irracionalidad y el cortoplacismo del mercado. Buzzi es una empresa cementera italiana con presencia en Italia, Alemania, Estados Unidos y Este de Europa. Hace tan solo dos años el mercado se centraba casi exclusivamente en la difícil situación de Italia y Este de Europa e ignoraba la participación en México. Hoy el foco está puesto en la fuerte presencia y en las altas perspectivas de crecimiento de su negocio en Estados Unidos. Nuestra valoración de la compañía es prácticamente la misma hoy que hace dos años, lo único que ha cambiado ha sido la percepción de mercado. Una vez más, la inversión en valor requiere estudio y paciencia.

Por la parte de las compras cabría destacar entre otras la entrada de Aurubis AG, líder mundial en el procesamiento y reciclaje de cobre y otros metales. El imparable avance de la urbanización, el coche eléctrico y el desarrollo de nuevas y más grandes infraestructuras está generando una demanda que excede a la oferta disponible de metales necesarios en estos procesos. Esta situación se agrava por el continuo deterioramiento en la calidad del mineral extraído.

Dentro de la búsqueda de valor hemos ampliado nuestras fronteras con la incorporación de nuevas inversiones en países tales como Polonia y Brasil.

El reciente auge de la gestión pasiva<sup>2</sup> merece una reflexión. Un estudio reciente de Merrill Lynch indica que actualmente el porcentaje de este tipo de gestión representa más del 30% del total de activos gestionados a nivel global, experimentando un incremento de patrimonio acumulado durante los últimos 15 años cercano a los 2 billones de dólares.

<sup>2</sup> Se entiende por gestión pasiva la estrategia de inversión consistente en replicar los principales índices, por ejemplo el Ibex-35, a un coste reducido. La finalidad es conseguir exposición a determinados sectores o países sin buscar ni pagar por una gestión activa que sea capaz de batir al mercado. Esta estrategia se suele articular mediante fondos de inversión indexados o ETFs.



Estamos convencidos de que este fenómeno es algo bueno para la industria de la gestión de activos por dos razones:

- 1) La gestión pasiva se centra fundamentalmente en los índices más representativos de determinados sectores y países. Cuanto más sube un valor (cuanto más caro se pone) más representativo será y por tanto más probabilidades tendrá de pertenecer a un índice. Lo contrario ocurre con valores pequeños o muy penalizados. El incremento por tanto de estos fondos indexados hace que lo grande sea cada vez más grande (y caro), y lo pequeño más pequeño (y barato).
- 2) El mercado se polarizará en dos tipos de estrategias: gestión pasiva a menor coste y gestión activa donde el cliente estará dispuesto a pagar por la habilidad contrastada del equipo gestor de añadir valor a largo plazo por encima de los índices. Estrategias intermedias con alto coste y dudosa generación de valor estarán condenadas a la desaparición.

Estamos encantados con las carteras actuales y vemos potencial de revalorizaciones importantes. Es cierto que la valoración agregada de los mercados es exigente, muy elevada en el caso americano. Pero también es una realidad que las dispersiones de valoración entre sectores, países y tipos de activos hacen que siga habiendo buenas oportunidades de inversión. El incremento en la gestión pasiva comentado anteriormente contribuye a agrandar aún más dicha diferencia.

Durante el mes de marzo hemos lanzado el fondo Magallanes Microcaps Europe. Se trata de un fondo de inversión gestionado bajo los principios de la inversión estilo valor que invierte en compañías cuyo precio de mercado se encuentra por debajo de su valoración fundamental a largo plazo, con la particularidad de que su universo de inversión se centra en empresas cotizadas europeas de baja y muy baja capitalización bursátil, sin excluir otros valores de países OCDE.

Después de muchos años de actividad hemos detectado una auténtica oportunidad “value” en un mercado ilíquido e ineficiente donde las disparidades entre valor y precio perduran más en el tiempo y, a la vez, son más grandes. Al analizar el universo de acciones cotizadas se observa que algunas de las mejores ideas de inversión han venido de empresas medianas y pequeñas, poco seguidas, desconocidas e ignoradas, las llamadas “empresas invisibles” que por sus características propias cotizan muy por debajo de su valor fundamental.

El fondo tendrá una capacidad limitada en torno a 100 MM€. Su lanzamiento no responde al afán de crecimiento sino al afán de ser fieles a nuestra vocación: buscar valor. Es un fondo novedoso por su universo de inversión restringido donde la mayoría de inversores institucionales, los fondos de gestión pasiva o indexada y los ETFs encuentran difícil invertir.



El próximo 24 de abril celebraremos el Día del Inversor en Madrid, en el Auditorio Rafael del Pino. Como en años anteriores, será una buena oportunidad para hablar de nuestra filosofía de inversión, nuestras carteras y otras cuestiones que quieran plantearnos. Contaremos con la presencia de Pat Dorsey, miembro del Consejo Asesor de Magallanes y fundador de la gestora americana Dorsey Asset Management, quien nos hablará de las ventajas competitivas de las empresas.

Magallanes se enfrenta a su tercer año de andadura gracias a la confianza y el apoyo de nuestros más de 8.000 inversores: particulares, familias, empresarios, instituciones religiosas, fundaciones, grandes instituciones de inversión y universidades. Blanca, Mónica y yo, como socios fundadores, les damos las gracias.

El mayor privilegio y honor para el Equipo de Inversiones de Magallanes, Otto, Diogo, Miguel y yo, es gestionar su patrimonio. Es una responsabilidad que realizamos diariamente con pasión y dedicación exclusiva. Gracias por confiarnos la gestión de sus ahorros.

Por favor no dude en ponerse en contacto con nosotros por cualquiera de las vías habilitadas de comunicación, o directamente con nuestra responsable de Relación con Inversores, Mercedes, para cualquier duda o consulta que pudiera tener.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Iván Martín Aránguez', written in a cursive style.

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 84,9%, 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: Gas Natural, Sonae, ENCE, Mapfre y NOS. Las diez primeras posiciones representan el 44,7% del fondo.

España es el 58,3% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 26,6%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 63,9% de peso. Un 21,1% 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 87,7%, formado por 37 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Bouygues SA, Orkla ASA, Savencia SA, Hornbach AG y E.ON. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 37,1% 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 48% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 58,1% de peso. Un 29,6% 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 31/03/17

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	136,3168	3,42%	5,97%	14,10%	20,63%	5,97%	15,48%	8,04%	32,20%	84,9%
Índice de referencia Ibérico		9,37%	11,91%	19,76%	21,97%	11,91%	0,52%	-5,73%	6,05%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	137,7908	3,46%	6,10%	14,39%	21,27%	6,10%	16,09%	6,32%	30,95%	84,9%
Índice de referencia Ibérico		9,37%	11,91%	19,76%	21,97%	11,91%	0,52%	-11,27%	-0,18%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	140,0750	3,53%	6,29%	14,81%	22,12%	6,29%	16,91%	12,72%	40,08%	84,9%
Índice de referencia Ibérico		9,37%	11,91%	19,76%	21,97%	11,91%	0,52%	2,57%	15,38%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "R"</b>	122,9364	3,45%	5,68%	13,50%	18,86%	5,68%	16,33%		22,94%	85,5%
Índice de referencia Ibérico		9,37%	11,91%	19,76%	21,97%	11,91%	0,52%		12,49%	
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "I"</b>	123,7988	3,50%	5,82%	13,81%	19,52%	5,82%	16,99%		23,80%	85,5%
Índice de referencia Ibérico		9,37%	11,91%	19,76%	21,97%	11,91%	0,52%		12,49%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	124,6652	3,60%	7,15%	14,54%	23,99%	7,15%	12,89%	3,47%	25,16%	87,7%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%	0,42%	9,15%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	126,0510	3,64%	7,28%	14,82%	24,61%	7,28%	13,45%	4,23%	26,86%	87,7%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%	0,43%	9,16%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	128,1255	3,71%	7,48%	15,25%	25,55%	7,48%	14,31%	4,29%	28,13%	87,7%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%	9,77%	19,31%	

<sup>1</sup> Clase M 27/01/2015; Clase P 29/01/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity Lux "R"</b>	119,0192	3,57%	7,03%	13,97%	21,57%	7,03%	18,30%		26,61%	86,5%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	9,39%		15,90%	
<b>Magallanes European Equity Lux "I"</b>	119,7936	3,62%	7,17%	14,28%	22,24%	7,17%	27,76%		36,93%	86,5%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	19,66%		26,79%	
<b>Magallanes European Equity Lux "P"</b>	120,2086	3,65%	7,25%	14,45%	22,61%	7,25%	12,08%		20,10%	86,5%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%		8,69%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	11,9752	3,87%	6,24%	13,30%	23,74%	6,24%	14,65%		19,75%	84,7%
Índice de referencia Europeo		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%		17,30%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

#### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	103,3593					3,36%			3,36%	39,5%
Índice de referencia Europeo						0,70%			0,70%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	103,3593									39,5%
Índice de referencia Europeo										

<sup>1</sup> Clase B 17/03/2017; Clase C 31/03/2017. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Micro Cap Net TR.