



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%, respectivamente¹.

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

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. 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 pasiva² 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.

² 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,



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

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

¹ Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

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

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

¹ 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 ¹	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	11,9752	3,87%	6,24%	13,30%	23,74%	6,24%	14,65%		19,75%	84,7%
<i>Índice de referencia Europeo</i>		3,34%	5,96%	12,44%	16,95%	5,96%	2,58%		17,30%	

¹ 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 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	103,3593					3,36%			3,36%	39,5%
<i>Índice de referencia Europeo</i>						0,70%			0,70%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	103,3593									39,5%
<i>Índice de referencia Europeo</i>										

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