



Carta del 4º Trimestre a Inversores

31/12/2021

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el cuarto trimestre de 2021 ha sido del **-0,14%** para el fondo European, **-0,29%** para el Iberian y del **+7,03%** para el Microcaps. En el año 2021, las rentabilidades acumuladas han sido del **+24,11%**, **+19,28%** y **+45,60%**, respectivamente.

La recuperación económica mundial sigue su curso, si bien el brote de la nueva variante del coronavirus, Ómicron, ha incrementado la incertidumbre en las últimas semanas de 2021, debilitando ligeramente las expectativas de crecimiento.

A pesar de los reveses recientes, la OCDE mantiene su perspectiva de fuerte crecimiento económico en su última actualización de diciembre de 2021. Dicha previsión proyecta un repunte del 5,6% para 2021 y del 4,5% para 2022, antes de volver a situarse en 3,2% en 2023, muy próximo a las tasas observadas antes de la pandemia.

Por otro lado, las economías mundiales todavía se enfrentan a cuellos de botella en la cadena de suministro, ya que la oferta no logra satisfacer el aumento en la demanda de ciertos bienes que ha tenido lugar a medida que las economías reabrían durante 2021.

El alza en los precios de la energía y otras materias primas, la subida de los costes laborales y los problemas en la cadena de suministro se suman a las presiones en costes tan características de los últimos trimestres. En consecuencia, la inflación ha aumentado considerablemente en esta fase de recuperación.

Mención especial merece el fuerte incremento del precio de la energía en medio de la Transición Energética promovida por la Comisión Europea, con la firme intención de llegar a la neutralidad climática, en forma de emisiones cero, en 2050. Europa nunca ha pagado tanto por la electricidad como en 2021. La escasez temporal de gas natural, la menor velocidad del viento, la intermitencia natural de la energía fotovoltaica, así como las paradas de centrales nucleares fueron las razones clave del encarecimiento de los precios de la energía. Según EEX (European Energy Exchange), los precios de la energía alemana para el próximo año están actualmente por encima de los 200€ por MWh después de tocar máximos por encima de los 400€ recientemente. Hace solo un año estos precios estaban en niveles de 50€.

A tenor de lo anterior, una descarbonización demasiado rápida, radical y desequilibrada en los factores de generación de energía está teniendo consecuencias claramente inflacionistas.



Estas presiones en costes han llevado a la inflación a niveles muy elevados. La inflación estadounidense ha subido hasta el 6,8% en noviembre, su nivel más alto desde 1982. La persistente inflación ha sorprendido a la FED, abandonando la tesis de que se trataba de un evento “transitorio” por los cuellos de botella en la cadena de suministro. Como resultado, la FED anunció en su última declaración la reducción de sus compras mensuales de bonos (*tapering*) y abrió la puerta a tres posibles aumentos del tipo de referencia a partir de 2022.

En el Reino Unido, donde se espera que la inflación alcance un máximo del 6% a principios de año, el BoE ha elevado sus tasas oficiales en 15 puntos básicos hasta el 0,25% para combatir las “presiones inflacionarias persistentes”.

El Banco Central Europeo también da un primer paso para reducir sus estímulos al detener sus compras de bonos en el marco del Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PEPP) de 1,85 billones de euros para finales del próximo mes de marzo, pero se comprometió a continuar con las compras de activos bajo el Programa de compra de activos a largo plazo. En la misma reunión, el BCE descartó cualquier subida de tipos de interés en 2022 a pesar de que la actual tasa de inflación se encuentra extraordinariamente elevada, cercana al 5% en la eurozona. El caso de España es especialmente preocupante, con una tasa del 6,7% anualizada en diciembre de 2021, el nivel más alto en casi treinta años.

En vista de todo lo anterior, el carácter transitorio de la inflación parece difícil de defender. De hecho, las recientes declaraciones y actuaciones de los bancos centrales apuntan a una más que probable política monetaria menos expansiva y con visos restrictivos.

¿Cómo afecta todo lo anterior a las diferentes clases de activos?

Sin duda el activo más afectado es la renta fija. La rentabilidad del Bono del Tesoro estadounidense a 10 años se ha incrementado hasta niveles del 1,51% a finales de 2021, frente al 0,92% a finales de 2020. El Bono del Estado alemán a 10 años cerró el año con una rentabilidad de -0,18 %, frente al -0,58% hace un año. Esto ha provocado que la renta fija de gobiernos sea uno de los activos de peor comportamiento del año en términos de rentabilidad.

Pero hay otros activos que, sin ser puramente de renta fija, corren un alto riesgo de caída ante el nuevo escenario macroeconómico. Son todos aquellos que han subido sin descanso al calor de unas condiciones monetarias ultra laxas que han llevado los tipos de interés a cero o negativo durante mucho tiempo. Este “dinero gratis” ha sido el combustible perfecto para conseguir el “dinero fácil”, a través de la proliferación de multitud de activos financieros basados casi exclusivamente en expectativas, poco realistas la mayoría de ellas, hasta alcanzar e incluso superar niveles de valoración no vistos desde la anterior burbuja tecnológica del año 2000.



Aunque la mayoría de los índices bursátiles ha cerrado el año en máximos históricos, especialmente en EE.UU., un análisis detallado de lo comentado anteriormente deja prueba de la mala relación relativa entre activos sobrevalorados y subida de tipos por el alza en las tasas de inflación. La razón principal, en este tipo de activos, es que su valoración ha venido determinada por la habilidad de unos “inversores” de venderlas a otros “inversores” a un precio más alto, y no tanto por su capacidad de generar flujos de caja. Especulación frente a inversión.

Algunos ejemplos de lo anterior los encontramos en empresas de “coches eléctricos” de reciente creación sin apenas ventas, en activos relacionados con las energías renovables o los aspectos ESG, en las criptomonedas, en las SPACs (*Special purpose acquisition company* por sus siglas en inglés, también conocidas como “empresas de cheque en blanco”, se trata de vehículos que salen a cotizar al mercado sin actividad empresarial alguna y con el único propósito de captar dinero para la adquisición de una compañía) y en general, en todos aquellos proyectos cuyo lema, con más cinismo que honestidad, sea el de cambiar el mundo sin importar la cuenta de resultados para sus accionistas.

El valor fundamental de una empresa en funcionamiento viene dado por el valor actual de los flujos de caja generados desde hoy hasta el día del juicio final. El problema de gran parte de las empresas en burbuja es que la corriente de sus flujos de caja está más cerca del día del juicio final que del presente, si es que (y es un gran si), llegan algún día a tenerlos. Es decir, su valor depende casi exclusivamente del futuro, de las expectativas.

Es fácil ver entonces como en un mundo de tipos al 0% y sin inflación, el valor de 1 euro hoy es el mismo que el de 1 euro dentro de muchos años. Así, los activos de larga duración, aquellos cuyos beneficios todavía están por venir, se comportan mejor (tanto mejor cuanto más bajos los tipos de interés), que el resto. Si a esto se le une el componente de altas expectativas, el resultado puede ser llamativo.

Y así ha sucedido en los últimos años, en la medida que bajaban los tipos, las empresas con expectativas más altas lo hacían mejor, al contrario que otras empresas con flujos de caja más cercanos en el tiempo y con expectativas más moderadas, aunque mucho más realistas. Esto ha provocado el famoso debate sobre la divergencia en comportamiento y valoración de las acciones “growth” y “value”, al que nosotros preferimos referirnos como empresas caras y baratas. Fenómeno el anterior muy acentuado en el caso del mercado americano, donde no sólo las empresas tipo crecimiento o tecnológicas está en niveles máximos de valoración sino también gran parte del mercado en general.

Nuestras carteras están bien posicionadas para el entorno actual al que nos enfrentamos. Concretamente a través de empresas pertenecientes a la economía real, cotizadas en Europa aunque con exposición global, cotizando a múltiplos de valoración muy atractivos, lejos de las empresas caras y de moda, americanas en su mayoría, y otros activos o pseudoactivos, inflacionados hasta niveles de burbuja por el entorno de tipos extraordinariamente bajos y pobre crecimiento económico vivido recientemente, factores



que, como veíamos anteriormente, han comenzado a revertirse, beneficiando claramente a las empresas protagonistas de dicha recuperación económica más ligadas a la economía real y actual.

En esta línea, el valor fundamental de cada una de las compañías que forman parte de las carteras está muy por encima de los actuales niveles de cotización, lo que implicaría unos potenciales de revaloración muy significativos para el valor liquidativo de los fondos durante los próximos trimestres, en la medida que las expectativas de recuperación económica sigan materializándose y los riesgos y alarmismos relacionados con nuevas cepas del coronavirus disminuyan.

Cambios en las Carteras durante el último trimestre del año

Las operaciones realizadas durante el trimestre han ido orientadas a fortalecer la tesis que conforma nuestro escenario central de crecimiento económico y valoraciones atractivas.

Concretamente pensamos que sectores como el de la energía (petroleras y empresas de perforación de pozos petrolíferos), minería de cobre, acereras, químicas, fertilizantes, fabricantes de coches, aerolíneas, empresas ligadas a la reapertura de la economía post-Covid o financieras, bancos especialmente, conforman una tipología de industrias acordes, coherentes y beneficiarias del entorno descrito anteriormente.

Así, en Europa, hemos seguido reforzando nuestra tesis en bancos iniciada a principios de año, a través de la compra del italiano **UniCredit SpA**, del alemán **Commerzbank** y del griego **Eurobank Ergasias**. También hemos incrementado exposición en **Antofagasta**, la empresa francesa de quesos **Savencia**, la compañía irlandesa de bebidas **C&C Group** y el fabricante francés de automóviles **Renault**, entre otras. En el lado de las ventas no hay movimientos significativos que destacar, salvo pequeños ajustes por revalorización en determinados valores que han tenido un buen comportamiento bursátil.

En Iberia, también cabe destacar el incremento en el sector bancario con la entrada en **Caixabank**, líder ibérico en banca minorista tras la fusión con **Bankia**. Además, hemos seguido incrementado posiciones en **Bankinter**. Por su lado, hemos aprovechado las correcciones en **IAG** para incrementar posiciones en dicha aerolínea. En las ventas, hemos reducido aproximadamente la mitad de nuestra posición en **Inditex** por el excelente comportamiento en el año, al aproximarse a nuestro valor fundamental.

En el fondo Microcaps, hemos comprado como novedad en el trimestre **Deep Value Driller**, además hemos incrementado peso en **Ibersol** y **Lucas Bols**. En el lado de las ventas, hemos vendido la posición total en **Avance Gas** y **Reno de Medici**, por sendas OPAs recibidas, lo que eleva a prácticamente un 20% el número de compañías opadas en el fondo durante el último año y medio. Sin duda, una prueba irrefutable del valor fundamental que atesoran nuestras compañías.



Gracias y Feliz Año Nuevo

Después de un segundo año de pandemia, el Equipo de Magallanes les desea un nuevo año 2022 lleno de Salud, Esperanza e Ilusión.

Como siempre, estamos a su servicio en lo referente a su patrimonio invertido con nosotros, ayudándoles en todo lo que necesiten, estando a su disposición por cualquiera de las vías de contacto de Magallanes.

Muchas gracias por seguir confiando la gestión de su patrimonio junto con el nuestro.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Iván'.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 31/12/2021

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	147,7396	-0,41%	1,75%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	43,27%	98,0%
Índice de referencia Ibérico		0,13%	1,99%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	7,96%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	152,9292	-0,29%	2,01%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	45,34%	98,0%
Índice de referencia Ibérico		0,13%	1,99%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	1,39%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	161,1107	-0,10%	2,40%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	61,11%	98,0%
Índice de referencia Ibérico		0,13%	1,99%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	17,81%	

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% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	129,4555	-0,58%	1,43%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	29,46%	97,5%
Índice de referencia Ibérico		0,13%	1,99%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	13,05%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	133,5892	-0,44%	1,71%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	33,59%	97,5%
Índice de referencia Ibérico		0,13%	1,99%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	13,05%	

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

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	163,0200	-0,26%	1,22%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	63,67%	97,0%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	54,86%	
Magallanes European Equity FI "P"	168,8039	-0,14%	1,48%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	69,89%	97,0%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	54,87%	
Magallanes European Equity FI "E"	177,8089	0,05%	1,86%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	77,81%	97,0%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	69,27%	

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 Total Return.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	152,8470	-0,24%	1,27%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	62,59%	98,7%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	64,44%	
Magallanes European Equity LUX "I"	157,6478	-0,10%	1,55%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	80,19%	98,7%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	79,89%	
Magallanes European Equity LUX "P"	161,0315	-0,01%	1,73%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	61,03%	98,7%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	54,21%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	109,0100	-2,42%	-0,68%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	9,01%	98,7%
Índice de referencia Europeo		5,18%	6,09%	17,37%	2,13%	18,99%	-9,57%	-	-	-	26,51%	

¹ Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015; Clase ING 17/01/2018. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	140,3079	7,03%	10,34%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	40,31%	95,3%
Índice de referencia Europeo		2,43%	2,79%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	70,95%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	137,8414	6,96%	10,18%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	32,48%	95,3%
Índice de referencia Europeo		2,43%	2,79%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	69,49%	

¹ 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	NAV	3 M	6 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	15,2885	-0,05%	1,28%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-	55,50%	96,8%
Índice de referencia Europeo		7,68%	8,47%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	54,21%	

¹ 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.