



Carta del 1^{er} Trimestre a Inversores

31/03/2023

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el primer trimestre de 2023 ha sido del **+12,9%** para el fondo European, **+8,4%** para el Iberian y **+6,2%** para el Microcaps. Desde sus respectivos lanzamientos, los retornos acumulados son del **+102,2%**, **+55,4%** y **+35,0%** respectivamente¹, batiendo a sus respectivos índices de referencia.

Las últimas semanas del primer trimestre del año han estado protagonizadas por la crisis bancaria originada en EE.UU. tras la caída y posterior rescate del banco regional **Silicon Valley Bank**, seguido pocos días después en Europa del colapso del banco suizo **Credit Suisse**, absorbido posteriormente por su rival **UBS AG**, con el apoyo de las autoridades suizas.

En este entorno, la volatilidad en los mercados ha sido la tónica general, aunque las bolsas consiguen cerrar el trimestre en territorio positivo, concretamente del **+7,8%** para el caso de acciones europeas, medido por el índice STOXX Europe 600 y del **+5,1%** para el S&P 500 americano medido en euros. Los bonos a diez años, tanto alemán como español, despiden el trimestre sin mucha variación frente al cierre de año, **2,3%** y **3,4%** respectivamente. Por su parte, el Euribor a un año en Europa se eleva hasta el **3,6%** desde el **3,3%** de finales de año, aunque por debajo del casi **4%** que alcanzó a mediados de marzo.

Resumen de la reciente crisis bancaria

En su carrera por intentar domar la inflación mediante una política monetaria más restrictiva, los principales bancos centrales se enfrentan ahora a un dilema importante: seguir subiendo o no los tipos de interés, ya que la rápida subida de los últimos meses está detrás de la reciente crisis que ha afectado a los bancos más vulnerables, concretamente bancos regionales americanos. En esencia, la combinación en EE. UU. de una laxa supervisión regulatoria y una gestión de riesgos mejorable, explica la vulnerabilidad de dichos bancos ante el nuevo escenario de tipos de interés más elevados.

Si bien la regulación estándar internacional de la banca se regula por la normativa conocida como Basilea III cuyo objetivo es el de fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario, la diferencia clave estriba en la forma en la que dicha regulación se traspone a las diferentes jurisdicciones geográficas. Concretamente, la Unión Europea traspuso jurídicamente este marco regulatorio a través de unas directivas y reglamentos centrados en fortalecer aún más la supervisión y los requisitos de capital de los bancos y, por ende, haciéndolos estar mejor preparados ante eventos como los vividos ahora. De ahí que, ante la crisis reciente, el comisario de economía de la UE, Paolo Gentiloni, descartara la posibilidad de contagio real en los bancos europeos.

¹ Ver Anexo 1 para mayor detalle de rentabilidades en función de la estrategia de inversión, fecha de lanzamiento y clase.



La realidad de la banca a ambos lados del Atlántico es, efectivamente, muy distinta. Incluso dentro de Europa, la regulación de países como Suiza, es muy diferente de la de sus países vecinos de la Unión Europea, vean el ejemplo de **Credit Suisse**.

Los años posteriores a la gran crisis financiera iniciada en el 2007 fueron especialmente duros para la economía europea y concretamente para su sector financiero, que incluso tuvo que ser rescatado en ciertos países miembros. Por ejemplo, el caso de España es llamativo, de los 70 bancos supervisados por el organismo regulador en aquel año, apenas hoy quedan más de diez, estando controlado el 75% del mercado por sólo cuatro grupos bancarios. Este es sin duda uno de los ajustes industriales más severos que se recuerdan en la historia económica reciente, incluso más allá de la banca. Con casos así, uno puede entender mejor el porqué de una mayor supervisión y exigencia por parte de las autoridades europeas, nada como estar en la UCI para valorar la vida y prevenir comportamientos de riesgo a futuro. Es esto precisamente lo que marca la diferencia con EE.UU., Suiza y otras geografías, y lo que hace difícil que la crisis americana o suiza pueda contagiarse a otros bancos europeos.

Dicho lo anterior, la confianza en el sistema financiero es clave, pasando incluso a un segundo término el grado de liquidez o solvencia que un banco pueda tener. Es por eso por lo que la actuación de las entidades supervisoras es muy importante en momentos de crisis de confianza como el vivido. En esta línea, el Banco Central Europeo ha hecho dos declaraciones relevantes días atrás: la primera fue la de recordar y aclarar que los instrumentos de capital adicional de la banca (conocidos por sus siglas en inglés como AT1²) siempre tendrán un orden de prelación por encima de los accionistas ante una situación de liquidación o rescate (a diferencia de los AT1 de **Credit Suisse** que fueron valorados a cero frente al rescate a los accionistas ordinarios en acciones de la banca **UBS AG**), y dos, que no observa, atendiendo al monitoreo de los bancos bajo su supervisión, indicios de mayores requerimientos de capital, ejemplo de ello es la aprobación del programa de recompra de acciones de 3.340 millones de euros al banco italiano **UniCredit SpA**. Esto son señales importantes de confianza del BCE en la banca europea.

Además, en el actual entorno de tipos de interés, los bancos europeos siguen publicando buenos resultados trimestrales, lo que se traduce en una mayor rentabilidad para los accionistas y fortaleza de su base de capital.

La importancia de la selección de valores y de la gestión de riesgos

Igual que no es lo mismo invertir en bolsa americana que en europea, tampoco es lo mismo invertir en bancos americanos que en europeos, y, dentro de los bancos europeos, tampoco es lo mismo invertir en **Deutsche Bank** que en **UniCredit SpA**. La correcta selección de valores, con una gestión de riesgos adecuada, marca la diferencia.

Nuestra exposición a banca en los fondos es del 14% en Europa, 7% en Iberia y 2,5% en Microcaps. La media de los siete bancos que forman dichas ponderaciones nos está aportando importantes plusvalías desde que entraron en las carteras de los respectivos

² Un bono contingente convertible, también conocido como CoCo o Capital Adicional de Nivel 1 (AT1 en inglés) es una emisión híbrida con características de deuda (pagan un interés al inversor) y capital (tienen capacidad de absorción de pérdidas).



fondos. Consideramos que la exposición que tenemos es adecuada y suficiente para aprovecharse de la recuperación a futuro de la banca europea, y a la vez, suficiente como para no comprometer la rentabilidad total de las carteras en caso de que la volatilidad vuelva. Una ponderación comedida de las exposiciones sectoriales (no más allá del 15% en un sector), ha sido una de las herramientas más exitosas de gestión de riesgos en la historia de Magallanes.

Los bancos presentes en nuestras carteras presentan unos ratios de liquidez, solvencia, relación de depósitos frente a préstamos o porcentaje de depósitos garantizados, entre otras métricas, mucho mejores que sus comparables americanos.

En España, **CaixaBank**, la franquicia bancaria más grande de la península ibérica, con más de 20 millones de clientes y una cuota de mercado del 25% (créditos y depósitos), es un buen ejemplo de lo anterior. Destaca su solvencia a través de un ratio de capital de primer orden del 12,5%, o lo que es lo mismo, 400 puntos básicos por encima del mínimo requerido por el regulador, un ratio de liquidez próximo al 200% frente al 100% mínimo exigido y un porcentaje aproximado de depósitos garantizados del 70% (como referencia, **Silicon Valley Bank** sólo tenía un 4% de los depósitos garantizados antes de su intervención y **Credit Suisse** del 15% antes de su absorción). Debido a su exceso de capital y generación de resultados, **CaixaBank** tiene la capacidad de distribución a través de dividendos y recompra de acciones unos 9.000 millones de euros hasta 2024, lo que representa un tercio de su actual valor en bolsa, una parte ya ha sido distribuida a inversores. Todos son bancos, pero ninguno es igual, unos caen y otros no.

Otro ejemplo es el banco italiano **UniCredit SpA**, con unos ratios similares a los comentados arriba, su exceso de capital y excelentes resultados, le llevan a retribuir a los accionistas este año por un total de 5.250 millones de euros, formado por 1.910 millones en dividendos y 3.340 millones en recompra de acciones (autorizada recientemente por el BCE), representativo todo ello del 15% de la actual capitalización bursátil, que puede llegar a ser del 60% en el periodo de 2022 a 2025 tras finalizar su compromiso de recompras y pago de dividendos.

Este tipo de retribuciones tan generosas no tendría sentido para un banco en una mala situación de solvencia y liquidez. De igual manera, tampoco tendría sentido para un regulador como el BCE si viera algo alarmante o preocupante en su monitoreo constante de los activos y pasivos de los bancos que supervisa. Exceso de solvencia, buenos resultados, pago de dividendos y recompra de acciones, hechos positivos que a su vez envían un claro e importante mensaje de confianza en el sistema.

Dicho todo lo anterior, las carteras de los fondos gestionados en Magallanes no están ligadas en exceso a lo que haga el sector bancario, ni a ningún otro sector en particular. Recuerden que, ante todo y por mucho valor que veamos en una compañía o sector, nunca comprometeremos, por peso excesivo, el comportamiento agregado del resto de la cartera. En ningún caso pretendemos convertirnos en un fondo temático. Esta es la esencia de la diversificación.

Energía, telecomunicaciones, turismo, distribuidores de alimentación, mineras, fabricantes de coches y proveedores de componentes, químicas y cementeras. Cada una de las empresas y sectores en cartera responde a una tesis particular de inversión, con sus riesgos



y oportunidades, y con una ponderación en la cartera lo suficientemente representativa como para impactar en la rentabilidad cuando la tesis funciona, pero lo suficientemente moderada como para no dañar irremediablemente el fondo cuando estas tesis tardan más en ver la luz.

Lo anterior expresado en números y tomando el fondo European como referencia se traduce en la rentabilidad superior al +100% desde su lanzamiento, y del +13% en lo que llevamos de año, muy por encima de índices y comparables de mercado. Rentabilidad fruto de la gestión activa que siempre hemos defendido desde nuestro nacimiento hace más de ocho años, basada en una correcta selección de valores y una adecuada gestión de riesgos de la manera que explicábamos arriba.

Movimientos durante el primer trimestre

En coherencia a lo explicado hasta ahora, los movimientos más significativos durante el primer trimestre han consistido en compras de valores pertenecientes a los sectores más penalizados, como banca, seguros, coches o energía. El elevado nivel de liquidez que manteníamos en las carteras, especialmente en el fondo European, ha sido de gran valor a la hora de comprar sin la necesidad de tener que vender nada a cambio. No hay nada como tener liquidez disponible para comprar cuando te ofrecen activos por debajo de lo que valen.

En Europa hemos reponderado posiciones en la petrolera noruega **Aker BP ASA** y en el operador de plataformas perforadoras de petróleo **Shelf Drilling Ltd.** También hemos subido exposición en los fabricantes europeos de coches **Renault**, **Stellantis NV** y **Volkswagen AG Pref.** Los bancos también están entre las compras más recientes después de las caídas, así, hemos subido ligeramente el peso en **UniCredit SpA**, **Commerzbank AG**, **ING Groep NV** y **Eurobank Ergasias Services.**

En el lado de las ventas europeas, seguimos recogiendo beneficios en **Scorpio Tankers** y **Mytilineos SA**, ambas con ganancias superiores al +100%.

En Iberia, hemos comprado por primera vez **Prosegur Cash SA** e incrementado en la empresa matriz **Prosegur SA.** También hemos subido exposición en, **Grupo Catalana Occidente**, **Bankinter**, **Línea Directa Aseguradora**, **CaixaBank**, **Applus** y **Repsol.** En las ventas, lo más destacable ha sido la reducción de peso en **Logista.**

En el fondo Microcaps, hemos comprado por primera vez **C&C Group Plc** y aumentado peso en **Grupo Catalana Occidente** y en **Shelf Drilling North Sea.**

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

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 31/03/2023

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	156,9830	8,22%	20,72%	6,99%	8,22%	-1,82%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	52,24%	97,5%
Índice de referencia Ibérico		11,25%	24,34%	10,90%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	19,08%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	163,5133	8,36%	21,03%	7,52%	8,36%	-1,33%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	55,40%	97,5%
Índice de referencia Ibérico		11,25%	24,34%	10,90%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	11,83%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	173,8791	8,56%	21,48%	8,33%	8,56%	-0,58%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	73,88%	97,5%
Índice de referencia Ibérico		11,25%	24,34%	10,90%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	29,95%	

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	136,7026	8,19%	20,37%	6,67%	8,19%	-2,40%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	36,70%	94,9%
Índice de referencia Ibérico		11,25%	24,34%	10,90%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	24,70%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	142,0184	8,34%	20,69%	7,25%	8,34%	-1,87%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	42,02%	94,9%
Índice de referencia Ibérico		11,25%	24,34%	10,90%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	24,70%	

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	192,8670	12,74%	27,51%	13,89%	12,74%	4,94%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	93,63%	89,2%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	52,22%	
Magallanes European Equity FI "P"	200,9585	12,88%	27,82%	14,47%	12,88%	5,47%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	102,25%	89,2%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	52,24%	
Magallanes European Equity FI "E"	213,6673	13,09%	28,30%	15,33%	13,09%	6,26%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	113,67%	89,2%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	66,39%	

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	180,7166	12,39%	28,10%	13,63%	12,39%	5,20%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	92,24%	89,5%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	61,64%	
Magallanes European Equity LUX "I"	187,6553	12,54%	28,44%	14,25%	12,54%	5,77%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	114,49%	89,5%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	76,83%	
Magallanes European Equity LUX "P"	192,5208	12,64%	28,67%	14,65%	12,64%	6,14%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	92,52%	89,5%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	51,58%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	136,2200	11,52%	28,76%	19,08%	11,52%	12,05%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	36,22%	89,5%
Índice de referencia Europeo		7,56%	19,13%	7,96%	7,56%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	30,14%	

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	134,9529	6,18%	18,14%	0,54%	6,18%	-9,42%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	34,95%	96,9%
Índice de referencia Europeo		0,17%	7,17%	-17,00%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	28,65%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	132,1321	6,12%	17,99%	0,26%	6,12%	-9,67%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	26,99%	96,9%
Índice de referencia Europeo		0,17%	7,17%	-17,00%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	27,55%	

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	18,1736	12,79%	28,04%	13,97%	12,79%	5,39%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	84,85%	89,7%
Índice de referencia Europeo		8,61%	18,98%	3,82%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	51,58%	

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