



Carta del 2º Trimestre a Inversores

30/06/2023

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad de la primera mitad del año ha sido del **+14,5%** para el fondo European, **+11,6%** para el Iberian y **+2,3%** para el Microcaps. Desde sus respectivos lanzamientos, los retornos acumulados son del **+105,1%**, **+60,0%** y **+30,1%** respectivamente¹, batiendo todos a sus índices de referencia.

Después de la dura crisis bancaria originada en EE.UU. tras el colapso y posterior rescate del banco regional **Silicon Valley Bank**, la vuelta a una cierta normalidad en los mercados financieros ha sido la tónica general del segundo trimestre del año, aunque las perspectivas de crecimiento global siguen siendo modestas. Según el último informe de la OCDE de junio 2023, se prevé que el crecimiento del PIB mundial en 2023 sea del **+2,7%**, la tasa anual más baja desde la crisis financiera global, con la excepción del periodo de la pandemia de 2020. Para 2024, se estima una ligera mejora al **+2,9%**.

Aparte de la recuperación económica más lenta de lo esperada de China post-Covid y el estancamiento del crecimiento económico de la zona euro, el debate sigue girando alrededor de EE.UU., concretamente, si al final entra o no en recesión. Por el momento, los principales organismos internacionales como el FMI o la OECD prevén crecimientos positivos para la economía estadounidense tanto para 2023 como para 2024. Distinto son las previsiones para Alemania que apuntan a un ligero descenso para 2023 dentro de una zona euro que en su conjunto debería mostrar un modesto crecimiento económico en ambos años.

Las altas tasas de inflación, aunque retrocediendo desde sus máximos del año pasado, junto a unas fuertes subidas de los tipos de referencia por parte de los principales bancos centrales están enfriando la actividad económica global. En esta línea, la Reserva Federal americana aumentó su tipo de referencia hasta el rango **5,00% - 5,25%** mientras no se descartan subidas adicionales. El BCE, por su parte, volvió a subir sus tasas de referencia hasta el **4%** y alertaba de que es muy probable que vuelva a haber un aumento de los tipos de interés en las próximas reuniones.

De esta manera, el Euribor a 12 meses sigue su escalada hasta situarse en el **4,13%** a finales de junio, lo que compara con el **3,29%** a finales de diciembre 2022.

El enfriamiento de la actividad económica junto a una caída pronunciada del coste de la energía, principalmente el precio del petróleo y gas, ha provocado una moderación en las tasas de inflación. En este sentido, la inflación de la zona euro se ha relajado hasta niveles del **+5,5%** en junio después de haber alcanzado máximos por encima del **+10%** en octubre de 2022. En EE.UU., la inflación se ha moderado hasta el **+4%** después de haber tocado niveles del **+9%** el año pasado.

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



No obstante, la fortaleza del mercado laboral y en consecuencia las continuas presiones al alza de los costes laborables tienen un impacto negativo en la inflación subyacente y se siguen observando niveles elevados por encima del 5%. Esto hace que los principales bancos centrales sigan en vigilancia y por el momento están más por la labor de seguir incrementando sus tipos de referencia, tal y como mencionamos anteriormente.

En este entorno, las bolsas consiguen cerrar el semestre en territorio positivo, concretamente del +8,7% para el caso de acciones europeas, medido por el índice STOXX Europe 600, y del +13,4% para el S&P 500 americano convertido a euros.

La inteligencia artificial y la estupidez natural

Así como el año 2022 fue un ejercicio aciago para la práctica totalidad de estrategias de inversión y muy especialmente para los valores tecnológicos, la primera mitad de año ha ocurrido prácticamente todo lo contrario, siendo particularmente boyante para estos últimos.

Así, un análisis pormenorizado de los contribuidores del S&P500 en el año desvela que prácticamente toda la rentabilidad conseguida proviene de tan sólo diez valores, todos ellos de corte tecnológico, sin ellos, el índice hubiera cerrado la primera mitad prácticamente a cero de rentabilidad. Uno de los protagonistas de lo que llevamos de año es sin duda todo lo que tiene que ver con las dos palabras del momento: “inteligencia artificial” (en adelante IA), una de las expresiones más nombradas y populares, incluso superando el término “internet” en la época de los 2000. Como ejemplo, el número de empresas americanas que ha mencionado la expresión IA en su publicación de resultados ha alcanzado un récord histórico absoluto.

Todo lo que rodea la IA despierta un atractivo especial, debido a las posibles mejoras en productividad que puede traer consigo su correcta aplicación, al automatizar y agilizar tareas y procesos cuya ejecución suele ser repetitiva o tediosa. Una tecnología auténticamente disruptiva. Pero el problema viene cuando dicha naturaleza transformativa se anticipa y se le pone un precio que posiblemente está mucho más allá de la realidad de los beneficios que pueda generar a futuro, hasta el punto de convertirse en una burbuja, como lo ha sido recientemente el metaverso, el *blockchain* o las puntocom de hace más de veinte años. Cambian los protagonistas, aunque el guion sigue siendo el mismo.

Hay múltiples síntomas de “estupidez humana” causados por la reciente fiebre de la “inteligencia artificial”. Empresas tratando de inflar sus valoraciones cambiando los términos que usaban hace un año para describirse a sí mismas tales como “web 3.0” o “*blockchain*” pasan a describirse ahora como “AI”. “Mistral AI: Una *start-up* francesa fundada hace cuatro semanas por un trío de antiguos investigadores de inteligencia artificial de Meta y Google ha recaudado 105 millones de euros en la mayor ronda semilla de la historia de Europa”, rezaba un reciente titular publicado en el Financial Times, asignando un valor de 240 millones de euros a una empresa que no tiene un producto que ofrecer aún.



No ponemos en cuestión la tecnología en sí misma, que de hecho es un gran avance, como lo fue internet en su momento, la gran duda está en la histeria, los delirios y el oportunismo de muchos participantes de mercado que inflan las valoraciones de estos activos al nivel de burbuja.

Reconocimiento de valor y OPAs

El éxito de la inversión en bolsa basado en comprar empresas baratas requiere un horizonte temporal de largo plazo. Concretamente, el tiempo necesario para que la cotización alcance nuestro precio objetivo. Y ese reconocimiento de valor viene determinado por el ritmo natural de la generación de beneficios de las empresas a lo largo de ese tiempo, “si el negocio va bien, el precio de sus acciones también lo hará tarde o temprano”, solía decir Warren Buffett.

Pero, en ocasiones, ese reconocimiento de valor viene de forma casi instantánea, generalmente a través de una oferta de adquisición de acciones por un tercero (en adelante OPA). Aparte del efecto obvio positivo de recibir una OPA con prima, lo realmente significativo es el mensaje implícito en la operación: recibir una OPA sobre una compañía en cartera es un reconocimiento de valor, real y objetivo, por un tercero informado. Algo así como una certificación de que tu trabajo, como inversor y valorador de empresas, va en la dirección correcta.

Pues bien, haciendo un análisis retrospectivo de casi nueve años de historia y de forma aproximada, hemos recibido alrededor de 30 OPAs, sobre cerca de 200 inversiones repartidas entre las tres estrategias de inversión, Europa, Iberia y Microcaps. Para una estrategia con una rotación anual baja como la nuestra, este dato es muy significativo.

En esta línea merece la pena mencionar los anuncios de OPA recibidos sobre algunos de los valores que tenemos en cartera durante el segundo trimestre del presente año: **FCC**, **Applus Services** y **Covestro AG**.

El caso de **FCC** es un ejemplo claro de reconocimiento de valor y paciencia. **FCC** es una inversión que lleva en la cartera del fondo Iberian desde su lanzamiento en enero de 2015 y que se ha ido complementando con sucesivas compras en momentos de debilidad. Hay que decir además que no ha sido una inversión que contara con el beneplácito de la comunidad inversora durante todos estos años. Al año escaso de nuestra primera inversión **FCC** recibió una oferta por parte de su principal accionista, Inversora Carso, vinculado al inversor Carlos Slim, por 7,60 euros por acción, oferta que, en contra de la mayoría de los inversores del momento, rechazamos por infravalorar significativamente el valor fundamental de la compañía en aquel momento.

Siete años después, la propia **FCC** lanza una OPA sobre el 7% de minoritarios a un precio de 12,50 euros por acción. A este precio, y en caso de que aceptáramos dicha oferta, la ganancia acumulada alcanzaría el +70%. Esto es la recompensa de la paciencia, de mantenerse firme en el pensamiento propio e independiente de nuestro trabajo como valoradores de negocios, una recompensa que viene, en este caso, por un reconocimiento de valor vía OPA.



Covestro AG es otro buen ejemplo dentro de la cartera del fondo European. A finales de junio se filtraba la noticia de que **ADNOC**, la petrolera estatal de Abu Dabi, había hecho una oferta preliminar sobre la química alemana de alrededor de 55 euros por acción, cerca de un +35% por encima del precio de cierre del día anterior a la noticia. A este nivel nuestra ganancia acumulada superaría el +70% desde que entramos por primera vez en marzo de 2020.

Y por último, también a finales de junio, el fondo Apollo lanzaba una oferta de compra sobre **Applus Services**, la empresa española de referencia en el sector de certificación, inspección y testeo, a 9,50 euros por acción, no obstante las acciones se fueron inmediatamente después del anuncio cerca de los 10 euros, descontando una oferta que parece insuficiente y que posiblemente vengan mejoras de precio por parte de Apollo u otros fondos que contraoferten para hacerse con dicha compañía. Pensamos que esta primera oferta es insuficiente al no reflejar el valor fundamental de la compañía, que debería estar claramente muy por encima de los 10 euros, por lo que cualquier oferta que aspire seriamente a hacerse con el control de la compañía debería ir en esa dirección. A los precios actuales de cotización, nuestra ganancia acumulada en **Applus Services** es del +30%.

Bien por OPAs, o bien por el curso natural de las propias compañías, y tomando como referencia el fondo European, todo se traduce en una rentabilidad superior al +100% desde su lanzamiento, y del +14,5% en lo que llevamos de año, muy por encima de índices y comparables de mercado. Rentabilidad fruto de la gestión activa, basada en una correcta selección de negocios a través de un sólido proceso de valoración de empresas y una adecuada gestión de riesgos.

Movimientos durante el segundo trimestre

En Europa hemos reponderado posiciones en el operador turístico suizo **Dufry AG**, en la empresa irlandesa de bebidas **C&C Group Plc**, dueña de las marcas de sidra Bulmers y Magners y de la cerveza Tennent's. También hemos añadido algo de peso en la cadena francesa de supermercados **Carrefour** y en la empresa química y de fertilizantes **OCI NV**.

En el lado de las ventas, hemos vendido totalmente nuestra posición en la empresa griega **Mytilineos SA** tras multiplicar casi por cuatro nuestra inversión. **Mytilineos SA** es sin lugar a dudas una de las inversiones más relevantes de la historia de Magallanes, presente desde el lanzamiento del fondo en enero de 2015, una posición que se ha enfrentado a múltiples contratiempos en estos más de ocho años en cartera: cierre de la bolsa griega en verano de 2015, gobierno en contra de los intereses empresariales, crisis de deuda soberana, impacto de la caída del aluminio, Covid-19 y guerra en Ucrania, entre otras muchas cosas, pasando sus acciones de un mínimo de 3 euros a comienzos de 2016 a más de 30 euros que cotiza actualmente. Otro ejemplo de la recompensa de ser paciente y valiente cuando se compran buenos negocios por debajo de su valor fundamental. Todo este éxito no hubiera sido posible sin la gestión del principal accionista de la compañía, el señor Mytilineos que durante todo este tiempo ha puesto su talento y esfuerzo en convertir la empresa en un referente mundial en energía fotovoltaica, en el sector de la producción del aluminio y principal actor privado en la producción y distribución de electricidad en Grecia. Desde aquí nuestro reconocimiento a Evangelos Mytilineos.



En Iberia, el movimiento más significativo ha sido el incremento de posición en **Prosegur Cash SA**.

En el fondo Microcaps, hemos incrementado también en **Prosegur Cash SA**, **C&C Group Plc** y **Peugeot Invest** y reducido peso en **SOL SPA**. Hemos vendido totalmente nuestra posición en la portuguesa **Novabase SGPS SA** tras recibir una OPA en el mes de abril, con una ganancia total acumulada del +108%.

Reconocimientos

Nos complace compartir con ustedes la relación de premios recibidos durante el primer semestre del año:

- Mejor Gestora Global a Magallanes Value Investors. Premios Morningstar
- Mejor Gestor de Renta Variable Europea. Premios Citywire
- Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Europea. Premios Expansión-Allfunds
- Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Europea. Premios Rankia

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 30/06/2023

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	161,4521	2,85%	12,02%	11,30%	-1,82%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	56,57%	96,4%
Índice de referencia Ibérico		4,42%	17,97%	16,16%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	-5,73%	24,35%
Magallanes Iberian Equity FI "P"	168,3781	2,98%	12,58%	11,58%	-1,33%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	60,02%	96,4%
Índice de referencia Ibérico		4,42%	17,97%	16,16%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	-11,27%	16,78%
Magallanes Iberian Equity FI "E"	179,3874	3,17%	13,43%	12,00%	-0,58%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	79,39%	96,4%
Índice de referencia Ibérico		4,42%	17,97%	16,16%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	35,69%	-

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% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	140,3921	2,70%	11,91%	11,11%	-2,40%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	40,39%	98,5%
Índice de referencia Ibérico		4,42%	17,97%	16,16%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	30,21%	-
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	146,0484	2,84%	12,51%	11,41%	-1,87%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	46,05%	98,5%
Índice de referencia Ibérico		4,42%	17,97%	16,16%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	30,21%	-

¹ Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	195,3662	1,30%	25,52%	14,20%	4,94%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	96,14%	85,7%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	55,74%	-
Magallanes European Equity FI "P"	203,8163	1,42%	26,15%	14,48%	5,47%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	105,12%	85,7%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	55,75%	-
Magallanes European Equity FI "E"	217,1114	1,61%	27,10%	14,91%	6,26%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	117,11%	85,7%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	70,24%	-

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	183,3156	1,44%	25,68%	14,01%	5,20%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	95,01%	88,1%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	65,38%	-
Magallanes European Equity LUX "I"	190,6128	1,58%	26,37%	14,31%	5,77%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	117,67%	88,1%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	80,91%	-
Magallanes European Equity LUX "P"	195,7258	1,66%	26,81%	14,51%	6,14%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	95,73%	88,1%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	55,08%	-
Magallanes European Equity LUX "ING"	135,2200	-0,73%	26,28%	10,70%	12,05%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	35,22%	88,1%
Índice de referencia Europeo		-0,08%	16,36%	7,47%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	30,04%	-

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	130,0571	-3,63%	3,38%	2,33%	-9,42%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	30,06%	96,4%
Índice de referencia Europeo		-1,78%	-5,77%	-1,62%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	26,35%	-
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	127,2534	-3,69%	3,11%	2,20%	-9,67%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	22,30%	96,4%
Índice de referencia Europeo		-1,78%	-5,77%	-1,62%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	25,27%	-

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	12 M	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	18,4055	1,28%	25,80%	14,23%	5,39%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	87,21%	96,7%
Índice de referencia Europeo		2,31%	16,72%	11,12%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	55,08%	-

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