



Carta del 4º Trimestre a Inversores

31/12/2022

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el cuarto trimestre de 2022 ha sido del **+13,2%** para el fondo European, **+11,7%** para el Iberian y del **+11,3%** para el Microcaps. Desde sus respectivos lanzamientos, los retornos acumulados son **+79,2%**, **+43,0%** y **+27,1%** respectivamente¹.

El año 2022 ha estado protagonizado por eventos extraordinarios, claramente marcado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como por el endurecimiento en la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, principalmente mediante la subida de tipos de interés.

Las acciones y bonos en agregado a nivel global perdieron más de \$30 billones en 2022. La guerra en Ucrania, la marcada desaceleración de la economía china, el fuerte aumento de la inflación y de los tipos de interés han provocado las mayores pérdidas en los mercados de activos registradas desde la gran crisis financiera de 2007-2008. El índice global MSCI All-World de acciones de mercados desarrollados y emergentes ha perdido cerca de una quinta parte (-19,6%) de su valor en el año, la mayor caída desde 2008.

Los mercados de bonos también han sufrido fuertes caídas. El rendimiento de los bonos del gobierno de EE. UU. a 10 años, un punto de referencia mundial para los costes de endeudamiento a largo plazo, se ha disparado hasta el 3,88%, el mayor incremento anual según datos de Bloomberg, con registros desde la década de 1960. El Bloomberg Global Aggregate Index, indicador de la deuda pública y corporativa global, registró una caída de más del -16,0% en 2022.

Una de las mayores derivadas de la guerra en Ucrania desde un punto de vista económico es el significativo aumento de los precios de la energía. Una mala estrategia en la política de transición energética en Europa y la falta de inversión sistemática en industrias intensivas en capital, como en la energética, junto con la enorme dependencia de las importaciones de Rusia, han expuesto la fragilidad del sistema energético europeo. Los precios del gas en Europa han aumentado desde niveles de 70€/MWh previos a la invasión hasta alcanzar máximos cercanos a los 350€/MWh en agosto, estabilizándose por debajo de los 80€/MWh a finales de 2022. Del mismo modo, el impacto de la guerra en los precios de alimentos y fertilizantes es también significativo a nivel global.

Como resultado de los eventos mencionados anteriormente, añadido a unas disrupciones en la cadena de suministro en un mundo post Covid, debido a un largo período de inversiones insuficientes en industrias intensivas en capital y un mercado laboral tensionado, la inflación alcanzó unos niveles no vistos en los últimos 40 años durante el 2022. En EE. UU., la inflación subió al +9,1% en junio, la tasa más alta desde 1981, antes de volver a caer al +7,1% actualmente. En la zona euro, la inflación alcanzó un máximo histórico del +10,6% en octubre.

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



En vista de lo anterior, los principales bancos centrales a nivel global han cambiado drásticamente su postura en lo que se refiere a la política monetaria después de un largo período de política ultra expansiva, virando hacia una política más restrictiva, principalmente mediante la subida rápida de tipos de interés y la reducción o cancelación en los programas de compras de deuda soberana. Así, la FED aumentó sus tasas oficiales desde un rango de 0,00% - 0,25% a 4,25% - 4,50% mientras que el BCE subió sus tasas de 0% a 2,5% durante el año 2022.

En este contexto, la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años ha aumentado hasta niveles del 3,88% a cierre de 2022, frente al 1,51% a cierre de 2021. El bono del gobierno alemán a 10 años cerró el año con una rentabilidad del 2,53%, desde el -0,18% marcado hace un año. Por su parte, el Euribor a 12 meses, referencia por excelencia de la mayor parte de préstamos hipotecarios en España, cierra el año en niveles superiores al 3% frente al -0.5% de cierre del año anterior.

La evolución de los principales índices bursátiles mundiales ha sido negativa a lo largo del año 2022. El MSCI Europe ha retrocedido un -11,9%, el IBEX 35 ha perdido un -5,6% mientras que el S&P 500 bajó un -19,4%, en divisa local. Por el lado negativo destaca el desplome del índice tecnológico Nasdaq con una caída del -33,1%. Cabe mencionar el desempeño positivo del índice de agricultura de Bloomberg y el índice de materias primas de Bloomberg que han aumentado un +13,2% y un +6,8%, respectivamente.

Pasado y Futuro

A la vista de estos acontecimientos, es evidente que algo significativo está pasando en los mercados financieros. Muchos se preguntan: “¿por qué lo que ha funcionado tan bien durante los últimos años ha sufrido tanto? ¿qué ha cambiado? ¿volverá...?”

La respuesta corta es que el mundo está volviendo a cierta normalidad. Y esa normalidad pasa por la existencia de tipos de interés positivos por primera vez en mucho tiempo. Por lo tanto, es lógico pensar que “la fiesta haya llegado a su fin” para todos aquellos activos y pseudoactivos que se beneficiaron por un entorno de tipos cero o negativo.

Pero esto que está ocurriendo no es nuevo, es una dinámica que se repite periódicamente con patrones parecidos, aunque protagonistas diferentes, como ya ocurriera en otras burbujas anteriores como las *Nifty Fifty* en los 70 o las puntocom en el 2000 por nombrar algunas. La combinación de excesos de liquidez y optimismos desahorados trae consigo la formación de burbujas que, tarde o temprano, por alguna razón (guerra, tipos de interés al alza, recesión, fraude...) se desinflan o estallan bruscamente, en su camino de vuelta a la normalidad. Rompiendo de esta manera los dogmas de fe establecidos hasta el momento, reconocibles por declaraciones contundentes y atemporales como: “esto no puede caer”, “esto es el futuro”, “el precio y la valoración no importan”, “nada malo puede ocurrir” ...

En un mundo de tipos bajos durante mucho tiempo, hay pocas alternativas de ganar dinero asumiendo poco riesgo, por definición es francamente difícil conseguir rentabilidades



aceptables y seguras, a no ser que uno esté dispuesto a asumir un mayor riesgo. Riesgo al sobrepagar por determinados activos que aun siendo buenos negocios, a la postre, resultan no ser buenas inversiones; riesgo al comprar activos y vehículos de inversión “novedosos” difícilmente entendibles, la mayoría no acordes a la tolerancia real de riesgos por parte del cliente y por último, tal vez el más peligroso, el riesgo al aventurarse en ocurrencias de carácter financiero carentes totalmente de cualquier base racional o fundamento, únicamente basadas en ensoñaciones futuristas no realistas (muchas de estas ocurrencias acaban siendo fraudes, como el caso de **FTX**² y sus derivadas).

En relación con esto último, el siguiente extracto de la revista Forbes podría pasar por un artículo de hoy, si no fuera porque fue escrito en el año 1977 a propósito de *las Nifty Fifty*:

“¿Qué mantuvo las Nifty Fifty? Lo mismo que mantuvo los precios de los bulbos de tulipán hace mucho tiempo en Holanda: delirios populares y la locura de las multitudes.”

La vuelta a un mundo de tipos de interés positivos, hacia la normalidad financiera, es una buena noticia, especialmente para inversores como nosotros. Por un lado “limpia” los excesos de la “barra libre” anterior, y por otro y más importante, recompensa al inversor paciente y disciplinado, primando el acto de ahorrar e invertir a largo plazo en negocios de compañías con un balance saneado con negocios reales, entendibles y necesarios e imprescindibles para que el mundo siga avanzando y prosperando a largo plazo.

Las carteras de los fondos de Magallanes están invertidas en esta tipología de empresas, de ahí los buenos resultados hasta el momento. Más importante, el entorno descrito anteriormente sigue beneficiando a estos negocios, quedando de manifiesto por los altos potenciales de revalorización que nuestros fondos siguen ofreciendo a medio y largo plazo.

Carteras que representan una opción rentable, y robusta, para proteger los ahorros al estar invertidos en una colección de empresas bien gestionadas, financieramente solventes, operando en negocios estratégicos y necesarios, a través de la fabricación de productos y servicios deseados y valorados por sus clientes. Todo ello pagando menos de diez veces los beneficios del presente año y con una rentabilidad por dividendo próxima al 4%.

Más sobre riesgos

La combinación de tipos altos y deuda excesiva puede resultar explosiva. Por eso merece la pena hacer una mención especial, a modo de alerta, sobre todos aquellos activos, vehículos de inversión (muchos ligados al *Private Equity*) y empresas que hayan hecho un uso excesivo del capital ajeno durante los últimos años, especialmente si pagaron caro los activos que compraron con dicho endeudamiento.

² <https://elpais.com/economia/2022-12-22/los-principales-socios-del-fundador-de-ftx-se-declaran-culpables-de-fraude-por-la-quebra-de-la-compania.html>



Si algo nos demuestra la historia es que el valor del activo es subjetivo y cambiante, todo lo contrario que la deuda al otro lado del balance, que se mantiene fija e inalterada, e incluso puede llegar a ser más gravosa en cuanto suben los tipos de interés. Esto puede desencadenar uno de los mayores riesgos reales, la posibilidad de pérdida total o parcial de lo invertido sin probabilidad realista de recuperarlo.

La mayoría de las quiebras, crisis y casos de fraude han tenido que ver con unos balances excesivamente endeudados, en ocasiones para comprar activos, empresas o negocios muy por encima de sus valores razonables de mercado. Es decir, pagar caro con dinero ajeno.

Por ello, en Magallanes, siempre hemos puesto un énfasis especial en aquellas empresas con poca deuda, con balances sólidos y manejables. Nuestro objetivo es comprar empresas por debajo de su valor fundamental ofreciendo un alto potencial de revalorización, pero tan importante como esto es que además presenten unos balances lo suficientemente robustos como para aguantar las adversidades del momento. Balance fuerte y precio atractivo, en ese orden, siguen siendo nuestras premisas básicas de inversión.

Pensar diferente

Nuestro trabajo se basa en ser diferentes. Analizando nuestro pasado, el éxito de nuestras inversiones se explica por las decisiones tomadas que siempre resultaban ser diferentes a las del resto, en la mayor parte de los casos incluso contrarias.

Solo con un pensamiento diferente, a la vez que fundamentado y equilibrado en la asunción de riesgos, se puede aspirar a conseguir resultados diferentes a los que ofrece el mercado. Esto es evidente, lo que marca la diferencia es el hecho de calibrar bien los riesgos y beneficios de “pensar diferente”. No se trata de llevar siempre una actitud contraria y enfrentada al mundo que nos rodea, sino más bien, de encontrar asimetrías, ineficiencias y desajustes temporales en las empresas que compramos, de tal manera que el beneficio obtenido a futuro compense el riesgo asumido de pensar diferente, incluso parecer equivocados, la mayor parte del tiempo.

Un ejemplo de lo anterior es el caso de **Heidelberg Materials AG**, empresa alemana con 150 años de historia, más de 51.000 empleados en 2.500 plantas en más de 50 países, es uno de los mayores fabricantes integrados de materiales y soluciones para la construcción a nivel global, con posiciones de liderazgo en el mercado del cemento, los áridos y el hormigón premezclado. A cierre de año **Heidelberg Materials AG** representa una posición importante dentro del fondo europeo.

Durante el pasado verano comenzamos las primeras compras llegando a realizar algunas en niveles por debajo de 40 euros. Una valoración razonable de reposición³ de la compañía nos daba un valor intrínseco algo superior a los 100 euros por acción, un

³ El valor de reposición es aquél que costaría teóricamente replicar desde cero una empresa igual a la ya existente, atendiendo a los precios pagados por industriales en el mercado por las capacidades instaladas productivas de dicho negocio. Valoración basada en la suma de partes: 150 millones de toneladas instaladas de capacidad en cemento a un precio medio de transacciones reales de mercado de 125 millones de euros por tonelada, más 18.900 m³ de áridos a una media de 0,5 millones por m³. A este valor de empresa total le sustraemos todos los pasivos, incluidos los minoritarios y el déficit de pensiones, lo que nos llevaría a un valor fundamental de las acciones de 21.000 millones de euros, o lo que es lo mismo, 108 euros por título.



potencial de revalorización muy significativo. Pero, siendo relativamente sencillo llegar a una valoración por encima de la cotización del momento, la pregunta era: ¿por qué el mercado no compraba los títulos de esta compañía, en mínimos de los últimos años, cotizando tan barata? Se puede decir que, prácticamente, en aquel momento, nadie tenía interés en **Heidelberg Materials AG**, ni en ninguna empresa relacionada del sector cementero y materiales de construcción.

Las razones esgrimidas entonces y que pesaban mucho sobre la cotización de la compañía eran, entre otras, que se trataba de una empresa claramente afectada por los disparados precios de la energía debido a los altísimos precios del gas natural, el elevado nivel de emisiones de CO₂ ligado a esta tipología de negocios y cuyo coste se incrementó de la misma manera, y finalmente el riesgo de caída en volúmenes por los tambores de una posible recesión económica en ciertas economías.

Pero, por raro que parezca, el mercado no estaba equivocado, estaba recogiendo un entorno realmente negativo en ese preciso instante. Y, sin embargo, nosotros decidimos comprar. La capacidad de poder pensar diferente y poder ejecutar ese pensamiento, de cambiar el foco hacia el largo plazo, de analizar con calma y detalle la industria y la compañía (equilibrio oferta-demanda, capacidad instalada y la observación de poder de fijación de precios) nos facilitó tomar la decisión. Nosotros no invertimos pensando en los próximos cinco meses, sino en los próximos cinco años.

No era difícil observar, con el suficiente horizonte temporal, que sus productos seguirían siendo necesarios en los próximos años, que las tensiones de precios de energía podrían ser transitorias, y que la industria (particularmente **Heidelberg Materials AG**) estaba trabajando seriamente en reducir muy significativamente sus emisiones.

Esto, es pensar diferente y, en consecuencia, actuar de forma contraria a cómo lo hacía el mercado en ese momento. Esta forma de hacer nos permitió entrar en un líder de mercado, con una excelente generación de caja y un balance saneado, pagando la mitad de su valor intrínseco. Prueba de su extraordinaria robustez financiera fue el lanzamiento de un programa de recompra por valor de €1bn, equivalente a más del 10% de su capitalización bursátil en ese momento, hecho histórico para la compañía, también ignorado por el mercado.

Además de reforzar nuestra inversión en **Heidelberg Materials AG** durante el último trimestre del año hemos realizado otros movimientos con el objetivo de seguir incrementando el valor intrínseco de los fondos, para maximizar el potencial de revalorización y resiliencia de cara a futuro.

En Europa hemos vendido totalmente nuestra posición en la empresa de transporte marítimo de crudo **Euronav**, tras alcanzar nuestro precio objetivo, con una ganancia acumulada próxima al +130%. Hemos procedido igualmente a la venta total de las posiciones en **Porsche Automobil Holding SE**, y **Autogrill SpA**.

En **Porsche**, una vez concluida la reordenación de la participada **Porsche AG** mediante colocación en Bolsa y siguiente compra del 25% de las acciones ordinarias por parte de **Porsche Automobil Holding SE**, decidimos seguir estando invertidos en el grupo



Volkswagen, pero directamente a través de las acciones cotizadas de **Volkswagen AG Pref**, sin asumir el riesgo financiero excesivo, en nuestra opinión, del holding familiar **Porsche Automobil Holding SE** después de completar la operación. Dentro del sector autos, hemos dado entrada en la cartera al grupo **Stellantis**, fruto de la fusión de **Fiat Chrysler Automobiles** y **Peugeot SA**, convirtiéndose en el tercer mayor fabricante de coches del mundo, con marcas como Fiat, Abarth, JEEP, Lancia, Dodge, Chrysler, RAM, Peugeot, Opel Vauxhall, Citroën, DS, Alfa Romeo y Maserati.

Como resultado de la OPA lanzada por **Dufry AG** sobre **Autogrill SpA**, decidimos seguir invertidos en la recuperación del turismo mediante la adquisición de **Dufry**, compañía líder mundial en la gestión de tiendas libre de impuestos (*duty free*) y ahora, con la adquisición en curso de **Autogrill SpA**, también en el sector de la restauración en aeropuertos principalmente.

Además, hemos incrementado exposición en otros valores que ya teníamos anteriormente en cartera aprovechando las caídas puntuales en precio, como, por ejemplo, **SKF AB**, **Signify**, **Faurecia**, **Husqvarna** o **KION Group** entre otros.

En Iberia, no se han producido movimientos significativos durante el trimestre.

En el fondo Microcaps, hemos vendido totalmente la posición en **Muehlhan AG** tras alcanzar su precio objetivo con una revalorización acumulada próxima al +50%. En cuanto a las compras, hemos añadido una nueva posición a través de la compra del operador de plataformas perforadoras de petróleo del mar del Norte **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 31/12/2022

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	145,0548	11,55%	0,64%	-1,82%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	40,67%	95,6%
Índice de referencia Ibérico		11,77%	1,56%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	7,05%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	150,9028	11,69%	0,90%	-1,33%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	43,42%	95,6%
Índice de referencia Ibérico		11,77%	1,56%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	0,53%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	160,1726	11,90%	1,28%	-0,58%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	60,17%	95,6%
Índice de referencia Ibérico		11,77%	1,56%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	16,81%	

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	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	126,3495	11,25%	0,71%	-2,40%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	26,35%	94,5%
Índice de referencia Ibérico		11,77%	1,56%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	12,09%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	131,0884	11,40%	0,99%	-1,87%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	31,09%	94,5%
Índice de referencia Ibérico		11,77%	1,56%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	12,09%	

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	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	171,0725	13,10%	9,91%	4,94%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	71,75%	92,8%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	40,16%	
Magallanes European Equity FI "P"	178,0300	13,24%	10,19%	5,47%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	79,17%	92,8%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	40,17%	
Magallanes European Equity FI "E"	188,9390	13,45%	10,61%	6,26%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	88,94%	92,8%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	53,21%	

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	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	160,7948	13,97%	10,24%	5,20%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	71,05%	91,2%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	48,83%	
Magallanes European Equity LUX "I"	166,7441	14,13%	10,54%	5,77%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	90,59%	91,2%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	62,82%	
Magallanes European Equity LUX "P"	170,9202	14,23%	10,74%	6,14%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	70,92%	91,2%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	39,57%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	122,1500	15,46%	14,07%	12,05%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	22,15%	91,2%
Índice de referencia Europeo		10,75%	8,27%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	21,00%	

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	2022	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	127,0939	11,26%	1,03%	-9,42%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	27,09%	93,6%
Índice de referencia Europeo		6,99%	-4,22%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	28,43%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	124,5114	11,18%	0,89%	-9,67%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	19,67%	93,6%
Índice de referencia Europeo		6,99%	-4,22%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	27,33%	

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	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	16,1126	13,52%	10,13%	5,39%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	63,89%	92,8%
Índice de referencia Europeo		9,55%	5,05%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	39,57%	

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