



## Carta del 3<sup>er</sup> Trimestre a Inversores

30/09/2024

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante los primeros nueve meses de 2024 ha sido del **+1,8%** para el fondo **European**, **+17,2%** para el **Iberian** y **+2,6%** para el **Microcaps**. Desde sus lanzamientos, los retornos acumulados son del **+122,2%**, **+91,4%** y **+47,9%** respectivamente<sup>1</sup>, batiendo a sus correspondientes índices de referencia.

La volatilidad ha sido la protagonista durante los meses de verano, especialmente a finales de julio y comienzos de agosto cuando los principales índices bursátiles cayeron con fuerza, especialmente llamativo fue el mercado japonés de acciones que llegó a ceder en un solo día cerca del 13%, para subir un 10% el día siguiente. Pese a ello, el resultado final es que prácticamente todos los índices volvieron a niveles no muy distintos del cierre del trimestre anterior.

Son muchos los posibles factores detrás de dichos movimientos que podríamos resumir como algunos de los siguientes: el riesgo de desaceleración pronunciada de la economía de las principales potencias globales, con especial énfasis en China, el cambio de política monetaria, el resurgir de guerras arancelarias entre diferentes potencias económicas mundiales o el recrudecimiento y potencial escalada militar de las actuales guerras entre países.

Además, hay particularidades concretas en determinadas regiones, como es el caso de Europa, donde Alemania, antaño locomotora del bloque europeo, lucha por mantenerse unida al vagón de cola, con una caída esperada de su PIB del -0,3% para este año. Son muchos los comentarios e informes que ponen en entredicho el modelo productivo germano que parece no estar a la altura de la nuevas reglas del juego del comercio mundial, a tenor de la pérdida de competitividad observada durante los últimos años. Mayores costes energéticos y salariales, menor innovación tecnológica y el exceso de legislación, en ocasiones autolesiva, son la espada de Damocles detrás de esta pérdida de mercado con efecto directo en la economía europea.

El “informe Draghi”<sup>2</sup> publicado durante el mes de septiembre trata de dar algunas guías para relanzar la economía europea dentro del nuevo orden mundial. El informe plantea un cambio significativo en la política económica de la UE. Se centra en cuatro áreas principales, la innovación, la descarbonización, la competitividad y la seguridad nacional, que implicaría unas necesidades de inversión de 800.000 millones de euros al año, casi el 5% del PIB europeo.

Se trata de un extenso y detallado informe de 400 páginas que propone una serie de medidas ambiciosas, cuyo potencial de implementación podría generar un impacto positivo en la Europa del futuro<sup>3</sup>.

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

<sup>2</sup> [https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead\\_en#paragraph\\_47059](https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en#paragraph_47059)

<sup>3</sup> <https://magallanesvalue.com/wp-content/uploads/MAGALLANES-CARTA-2T24.pdf>



Estaremos atentos a la respuesta de las autoridades competentes, tanto del gobierno alemán como de la nueva Comisión Europea de Competencia, ante la intención del banco italiano **UniCredit** de adquirir a su homólogo alemán **Commerzbank**, del que ya controla el 21% del capital. Consideramos esta operación altamente favorable, dado nuestro rol como accionistas en ambas entidades, ya que contribuiría a la creación de un importante actor europeo, beneficiando de manera clara a clientes, empleados, reguladores y accionistas.

### **Máximos y Mínimos. Expectativas y Realidades.**

Es curioso observar cómo, a pesar de que la mayoría de los índices bursátiles se encuentran en máximos históricos, algunos sectores específicos están tocando mínimos. Este es el caso, por ejemplo, en Europa de las acciones de empresas vinculadas a sectores cíclicos, como la producción de bienes de consumo (automóviles), materias primas (como acero o cobre), energía (petroleras) y productos químicos, entre otros, que han experimentado caídas significativas. En general, ha sido así para todo tipo de empresas industriales que ofrecen productos con valor añadido para sus clientes y usuarios.

Hasta cierto punto tiene sentido que estas empresas, sensibles a las fluctuaciones del ciclo económico, se vean más afectadas por una desaceleración económica, ya que esta reduce temporalmente la demanda de sus productos, impactando negativamente en sus resultados financieros. Y que como consecuencia de lo anterior el precio de sus acciones también baje, sigue teniendo sentido, pero ¿hasta qué niveles?

Cojamos el caso de **Stellantis**, fabricante de coches con fuerte presencia en EEUU y Europa, presente en la cartera del fondo **European** y que desde máximos del año cae cerca de un -50%. La menor demanda de vehículos en los mercados donde opera, especialmente en EEUU que ha originado una acumulación de inventarios, ha provocado que la compañía espere una caída en ventas para 2024 del -15% y del -50% en su beneficio operativo, que no obstante seguirá estando alrededor de los 10.000 millones de euros.

Siendo un ajuste realmente abrupto, cuesta creer que la caída temporal a la mitad en sus beneficios tenga que implicar necesariamente la caída a la mitad permanente de su valor como compañía.

Afortunadamente, el valor fundamental de una empresa no se define por las ganancias o pérdidas de un solo año, sino por el valor presente de todos los flujos de caja futuros, desde el presente hasta muchos años en el futuro, abarcando toda su vida operativa.

Otras empresas del sector también están experimentando ajustes similares debido a los problemas en los costes de suministro, una disminución de la demanda, particularmente en América del Norte y China, y una desaceleración en la compra de vehículos eléctricos en Europa, el sector enfrenta desafíos significativos. A su vez, la creciente competencia china en el mercado representa una amenaza cada vez mayor, mientras que la industria europea se encuentra bajo una presión creciente para cumplir con los exigentes objetivos de emisiones de CO<sub>2</sub> establecidos por la Unión Europea para el próximo año.

Pero el fuerte castigo en bolsa de dichas empresas refleja un panorama extremadamente pesimista.



El pesimismo es tal que no se toma en cuenta los bajos niveles de valoración, ni siquiera en un escenario verdaderamente adverso. Tampoco se valora la sólida posición de caja neta en el balance, ni se concede el beneficio de la duda en cuanto a la capacidad de la industria para desarrollar productos competitivos frente a la creciente competencia china, tal como ocurrió en su momento con los vehículos japoneses o coreanos.

Asimismo, se pasa por alto la posibilidad de que las restrictivas normativas sobre emisiones y la prohibición de la venta de coches de combustión en Europa puedan ser revisadas, o que se aprueben nuevos incentivos para la electrificación, tanto en infraestructuras como en la compra de coches eléctricos que revitalice la demanda. En definitiva, aunque somos conscientes de los desafíos y riesgos a corto y medio plazo que enfrenta el sector, el hecho de que las cosas no resulten tan desfavorables como anticipa el mercado podría abrir oportunidades interesantes para el inversor a largo plazo.

En este sentido, mantener el actual peso del fondo en el sector automóviles en el 10,5% nos parece suficiente y prudente, considerando el equilibrio entre el potencial de revalorización y las expectativas sobre los riesgos mencionados anteriormente.

A lo largo de casi diez años de trayectoria, hemos atravesado situaciones similares en las que los fundamentales de ciertos sectores o geografías parecían desmoronarse, solo para convertirse después en algunas de nuestras inversiones más exitosas. Lo hemos visto con empresas griegas en 2015, compañías de generación eléctrica cuando se especulaba con energía gratuita por la irrupción de las renovables, navieras o la banca europea, entre otros.

Han transcurrido más de dos años desde que comenzamos a invertir en bancos, un sector que ha sido uno de los más menospreciados de la última década y que actualmente representa el 12,5% de nuestra cartera europea. Es importante tomarse un momento para reflexionar sobre el hecho de que las plusvalías obtenidas hasta la fecha, la mayoría por encima del 100%, se han conseguido superando períodos realmente desafiantes, como la crisis bancaria de marzo de 2023, provocada por la caída de varios bancos regionales en EE. UU., incluido el **Silicon Valley Bank**, así como la desaparición del emblemático **Credit Suisse** en Europa.

Resulta también interesante mencionar la buena evolución reciente de nuestro fondo **Iberian**, que contrasta con la creciente y progresiva falta de interés de la mayoría de los inversores globales en empresas españolas durante los últimos años.

De una forma u otra, el patrón se repite: empresas, sectores y geografías enfrentan dificultades temporales que hacen que las expectativas sobre ellos sean mucho peores que la realidad que están viviendo o tienen por delante. Esto se traduce en caídas significativas en los precios de sus acciones, sin importar el valor de lo que se vende, lo que a su vez genera excelentes oportunidades de inversión a largo plazo.

Antes de analizar los movimientos en la cartera, merece la pena mencionar otro ejemplo sobre expectativas, realidades y valoraciones. El 17 de septiembre, la empresa sueca **SKF** presente en nuestro fondo **European**, líder mundial en la fabricación y distribución de rodamientos, anunció su intención de separar sus dos divisiones: la industrial y la automovilística. Esta noticia provocó un incremento del +10% en el precio de sus acciones minutos después de hacerse público el anuncio. Sin embargo, la mera separación de los negocios no justificaría a priori un aumento en su valoración; en teoría, la suma de las partes debería ser igual al todo. Esta



reacción del mercado resalta las bajas expectativas que existían sobre la empresa, las cuales no se alineaban con la realidad de sus negocios, como es el caso de la mayoría de las empresas industriales y cíclicas europeas en la actualidad.

Cuando el mercado vuelva a centrarse en estas empresas, muchas de ellas presentes en nuestros fondos, como el caso de **SKF**, se dará cuenta de la notable discrepancia entre las expectativas y la realidad, lo que debería reflejarse en un aumento en el valor de la mayoría de estas compañías. Reflejo de ello es el atractivo nivel de valoración actual de nuestros fondos, donde esperamos importantes retornos para los próximos años.

### **Movimientos durante el tercer trimestre**

Hemos aprovechado las caídas durante los meses de verano para incrementar exposición a gran parte de los valores ya existentes de la cartera poniendo a trabajar una parte importante de la liquidez que teníamos en los fondos.

Así, en la cartera del fondo **European**, entre las múltiples compras, cabe destacar por mayor volumen de efectivo los incrementos en **Syensqo, Anglo American, Avolta, Signify, Carrefour** y **Evonik**. No se ha vendido totalmente ninguna posición, aunque se han realizado reducciones de peso en **UniCredit, Commerzbank** e **ING**, entre otros.

Siguiendo la misma línea argumental, en el fondo **Iberian** hemos subido exposición en **Atalaya Mining, Repsol** y **Acerinox**, entre otros. Igualmente, no hemos salido de ninguna posición, aunque hemos reducido peso principalmente en **Caixabank** y **Bankinter**.

Por último, en el fondo **Microcaps**, hemos seguido incrementando exposición en **Ashmore Group**, así como **Deutz** y **Peugeot Invest**. Por otro lado, hemos reducido algo de exposición en **IPCO** y **KRKA**.

Les agradecemos profundamente por seguir confiando la gestión de su patrimonio junto con el nuestro. En este sentido, nos complace compartir que, durante los meses de verano, una parte significativa del equipo de Magallanes hemos realizado suscripciones, reafirmando así el compromiso con nuestros fondos e inversores.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones



### ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE α 30/09/2024

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	191,8536	<b>3,90%</b>	<b>17,16%</b>	<b>16,74%</b>	<b>8,22%</b>	<b>-1,82%</b>	<b>18,69%</b>	<b>-12,92%</b>	<b>6,02%</b>	<b>-9,22%</b>	<b>15,45%</b>	<b>15,48%</b>	<b>8,04%</b>	<b>86,05%</b>	<b>96,1%</b>
Índice de referencia Ibérico		8,25%	24,18%	14,71%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	58,94%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	201,3410	<b>4,03%</b>	<b>17,75%</b>	<b>17,18%</b>	<b>8,36%</b>	<b>-1,33%</b>	<b>19,28%</b>	<b>-12,48%</b>	<b>6,55%</b>	<b>-8,76%</b>	<b>16,03%</b>	<b>16,09%</b>	<b>6,32%</b>	<b>91,35%</b>	<b>96,1%</b>
Índice de referencia Ibérico		8,25%	24,18%	14,71%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	49,19%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	216,5305	<b>4,23%</b>	<b>18,64%</b>	<b>17,84%</b>	<b>8,56%</b>	<b>-0,58%</b>	<b>20,18%</b>	<b>-11,83%</b>	<b>7,35%</b>	<b>-8,07%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,91%</b>	<b>12,72%</b>	<b>116,53%</b>	<b>96,1%</b>
Índice de referencia Ibérico		8,25%	24,18%	14,71%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	73,32%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% MSCI Spain Net TR + 20% MSCI Portugal Net TR.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "R"</b>	166,9817	<b>3,74%</b>	<b>17,31%</b>	<b>16,30%</b>	<b>8,19%</b>	<b>-2,40%</b>	<b>17,93%</b>	<b>-13,94%</b>	<b>5,68%</b>	<b>-9,61%</b>	<b>14,79%</b>	<b>16,33%</b>	-	<b>66,98%</b>	<b>95,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		8,25%	24,18%	14,71%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	67,43%	
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "I"</b>	174,8869	<b>3,88%</b>	<b>17,94%</b>	<b>16,77%</b>	<b>8,34%</b>	<b>-1,87%</b>	<b>18,53%</b>	<b>-13,51%</b>	<b>6,21%</b>	<b>-9,14%</b>	<b>15,42%</b>	<b>16,99%</b>	-	<b>74,89%</b>	<b>95,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		8,25%	24,18%	14,71%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	67,43%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% MSCI Spain Net TR + 20% MSCI Portugal Net TR.

#### MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	210,2606	<b>-1,81%</b>	<b>6,02%</b>	<b>1,45%</b>	<b>12,74%</b>	<b>4,94%</b>	<b>23,49%</b>	<b>-3,30%</b>	<b>21,48%</b>	<b>-19,19%</b>	<b>19,52%</b>	<b>12,89%</b>	<b>3,47%</b>	<b>111,09%</b>	<b>94,4%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	81,21%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	220,7333	<b>-1,69%</b>	<b>6,55%</b>	<b>1,83%</b>	<b>12,88%</b>	<b>5,47%</b>	<b>24,11%</b>	<b>-2,81%</b>	<b>22,09%</b>	<b>-18,78%</b>	<b>20,12%</b>	<b>13,45%</b>	<b>4,23%</b>	<b>122,15%</b>	<b>94,4%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	81,23%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	237,3515	<b>-1,51%</b>	<b>7,35%</b>	<b>2,41%</b>	<b>13,09%</b>	<b>6,26%</b>	<b>25,04%</b>	<b>-2,08%</b>	<b>23,01%</b>	<b>-18,17%</b>	<b>21,02%</b>	<b>14,31%</b>	<b>4,29%</b>	<b>137,35%</b>	<b>94,4%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	98,08%	

<sup>1</sup> 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.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity LUX "R"</b>	197,6242	<b>-1,58%</b>	<b>6,14%</b>	<b>1,56%</b>	<b>12,39%</b>	<b>5,20%</b>	<b>23,17%</b>	<b>-3,82%</b>	<b>20,89%</b>	<b>-19,43%</b>	<b>19,11%</b>	<b>18,30%</b>	-	<b>110,23%</b>	<b>95,8%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	92,43%	
<b>Magallanes European Equity LUX "I"</b>	206,8852	<b>-1,45%</b>	<b>6,71%</b>	<b>1,97%</b>	<b>12,54%</b>	<b>5,77%</b>	<b>23,80%</b>	<b>-3,33%</b>	<b>21,50%</b>	<b>-19,00%</b>	<b>19,76%</b>	<b>27,76%</b>	-	<b>136,47%</b>	<b>95,8%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	110,50%	
<b>Magallanes European Equity LUX "P"</b>	213,3680	<b>-1,36%</b>	<b>7,09%</b>	<b>2,24%</b>	<b>12,64%</b>	<b>6,14%</b>	<b>24,26%</b>	<b>-2,96%</b>	<b>21,96%</b>	<b>-18,70%</b>	<b>20,16%</b>	<b>12,08%</b>	-	<b>113,37%</b>	<b>95,8%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	80,45%	
<b>Magallanes European Equity LUX "ING"</b>	142,7500	<b>-3,22%</b>	<b>2,62%</b>	<b>-1,90%</b>	<b>11,52%</b>	<b>12,05%</b>	<b>16,14%</b>	<b>2,15%</b>	<b>14,72%</b>	<b>-19,91%</b>	-	-	-	<b>42,75%</b>	<b>95,8%</b>
Índice de referencia Europeo		0,43%	13,95%	7,18%	7,56%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	46,70%	

<sup>1</sup> 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.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	147,9429	<b>-2,09%</b>	<b>11,34%</b>	<b>2,55%</b>	<b>6,18%</b>	<b>-9,42%</b>	<b>45,60%</b>	<b>-0,61%</b>	<b>10,59%</b>	<b>-21,98%</b>	<b>12,37%</b>	-	-	<b>47,94%</b>	<b>95,6%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,02%	11,54%	4,93%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	34,33%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	144,2690	<b>-2,16%</b>	<b>11,04%</b>	<b>2,35%</b>	<b>6,12%</b>	<b>-9,67%</b>	<b>45,10%</b>	<b>-1,16%</b>	<b>10,10%</b>	<b>-22,18%</b>	<b>7,81%</b>	-	-	<b>38,66%</b>	<b>95,6%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,02%	11,54%	4,93%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	33,18%	

<sup>1</sup> 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.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	19,8328	<b>-1,78%</b>	<b>5,97%</b>	<b>1,37%</b>	<b>12,79%</b>	<b>5,39%</b>	<b>23,58%</b>	<b>-3,26%</b>	<b>21,04%</b>	<b>-19,41%</b>	<b>16,30%</b>	<b>14,65%</b>	<b>-1,68%</b>	<b>101,73%</b>	<b>95,5%</b>
Índice de referencia Europeo		2,35%	18,80%	11,62%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	80,45%	

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