



Carta Anual a Inversores

31 de Diciembre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Me hace especial ilusión escribirle nuestra primera carta anual coincidiendo con el primer aniversario de Magallanes.

Magallanes se funda en diciembre de 2014 con el firme propósito de convertirse en un referente dentro de la industria de gestión de activos. La excelencia en el servicio al cliente y el valor añadido son nuestras señas de identidad. Estamos convencidos de que el éxito viene cuando el cliente se convierte en la prioridad. En Magallanes el cliente es lo primero.

Iniciamos la actividad con dos fondos de inversión, un patrimonio bajo gestión de 30 millones de euros y una plantilla de 4 personas. Doce meses después, Magallanes gestiona y asesora seis vehículos de inversión, entre los que cabe destacar dos fondos en Luxemburgo y un plan de pensiones, los activos bajo gestión han crecido hasta cerca de 550 millones de euros y la plantilla se ha incrementado hasta 10 personas.

Me es grato comunicarle que el pasado mes de noviembre lanzamos la aplicación Magallanes Inside, herramienta que facilita el acceso vía internet a las posiciones globales de cada cliente. Dando respuesta a la demanda de nuestros clientes, éstos pueden ya realizar operaciones on-line.

El año 2015 ha estado repleto de múltiples acontecimientos económicos y políticos que han provocado fuertes movimientos en los mercados financieros, especialmente durante la segunda mitad. A modo de síntesis: 2015 ha sido un ejercicio de más a menos.

En este entorno convulso nuestros fondos han tenido un buen comportamiento. Los datos detallados de rentabilidad por fondo y clase se encuentran en el Anexo. Teniendo en cuenta todas las clases que conforman cada fondo, Europa cierra el año con una rentabilidad promedio del +4% mientras que Iberia sube algo más del +9%. Así pues el balance del primer año de gestión de Magallanes ha sido positivo, consiguiendo el principal objetivo: preservar capital y hacerlo crecer.

Cerramos el año en niveles de inversión cercanos al 87%, justo cuando el sentimiento de mercado es peor debido a las recientes correcciones. No obstante, merece la pena recordar el contraste de la situación actual con lo que sucedía al comienzo de año, momento en el que las bolsas marcaban máximos y nuestras carteras estaban invertidas “tan sólo” al 50%, entonces decíamos lo siguiente:



“Un escenario de fuertes revalorizaciones como el actual, no es el más propicio para el inversor cauto, para quien lo más importante a largo plazo reside en el precio de compra. Esta actitud puede llevarnos a aparecer “fuera de mercado” frente al resto de participantes.”

Carta a Inversores del 1er Trimestre de 2015

A modo informativo los factores clave que han marcado el año habrían sido:

- Recrudescimiento y sanciones comerciales relacionadas con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania
- Crisis soberana griega, amenaza de salida del Euro y riesgo de impago
- Primeras caídas fuertes de la bolsa China, devaluación de su moneda y desaceleración de su ritmo de crecimiento a niveles de los años 90
- Crisis en países denominados emergentes, como Brasil, en parte contagiados por la situación en China
- Relacionado con el punto anterior, fuerte caída de materias primas, en especial del petróleo, en mínimos de los últimos diez años
- Escándalo de emisiones de Volkswagen
- Crisis de refugiados en Europa, fruto de la amenaza terrorista en Oriente Próximo
- Fin de la época de “intereses cero” en Estados Unidos, con la primera subida del tipo oficial de interés en casi una década
- Record de endeudamiento público
- Cierre de uno de los mayores fondos de inversión de crédito de empresas
- Emisiones de deuda pública a tipos de interés negativo

Como puede observar, el mundo se enfrenta a multitud de factores inciertos. Esta situación tiene su reflejo en los precios de las acciones, que desde verano han iniciado una notable corrección, extendiéndose durante los primeros días de 2016. La incertidumbre trae consigo precios bajos, que vuelven a subir cuando ésta desaparece.

La lectura positiva para inversores como nosotros reside en que las caídas ocasionadas por dichos acontecimientos pueden ser aprovechadas para comprar buenos negocios a buenos precios.

El interés de la gente por la bolsa disminuye cuando los precios caen, y aumenta cuando estos suben. Yo me pregunto, ¿acaso esta misma gente estaría menos interesada en comprar la casa de sus sueños si el precio de compra fuera la mitad de lo que fue el mes pasado? Ahora que los precios de ciertos activos han caído, algunos literalmente a la mitad, vemos



como el interés de muchos inversores también desaparece, pero creemos que puede ser momento para comprar algunas compañías que antes cotizaban demasiado alto.

Es cierto que no todo vale. Pese al sentimiento negativo reciente, existe una gran dispersión por tipo de activo, donde algunos países y sectores se encuentran en máximos históricos y otros en mínimos. Algunas casas de análisis hablan de valoraciones de la bolsa en términos agregados, diciendo que están bien valoradas, que están caras o que están baratas. Creo que no tiene sentido hablar de la bolsa en estos términos. Piense que si yo tengo 1 euro y usted tiene 20 millones se podría decir que, en media, usted y yo somos millonarios, pero la realidad es bien distinta.

Posiblemente estemos ante una de las mayores divergencias de valoración de la historia reciente. Por ejemplo en los tres últimos años la bolsa americana ha doblado mientras que Brasil, China y Rusia han caído más del -30%. Durante la última década la bolsa alemana ha multiplicado por dos su valor frente a la casi desaparición del mercado de valores griego que acumula una caída superior al -80%. Valores relacionados con los sectores de bebidas, consumo estable y empresas farmacéuticas han alcanzado nuevos máximos históricos durante 2015. Por el contrario empresas del sector de la energía, servicios petrolíferos, empresas mineras o compañías eléctricas, se encuentran cotizando prácticamente en sus mínimos.

Los inversores se sienten cómodos en los sectores y países más favorecidos, más caros. Por el contrario tratan de evitar aquellos valores pertenecientes a sectores o países muy castigados. Es una reacción natural e instintiva del ser humano. Ante momentos de incertidumbre la decisión fácil y cómoda (comprar lo que sube) impera sobre la decisión difícil e incómoda (comprar lo que cae).

No obstante, cuando los precios son altos la posibilidad de perder dinero aumenta, y viceversa. Como en la vida, las situaciones extremadamente positivas o negativas no duran para siempre.

El pasado reciente está lleno de ejemplos sobre asunciones que parecían inquebrantables en su momento pero que, al cabo del tiempo, giraron de forma inesperada. Todos en algún momento escuchamos frases como: “el precio de las casas nunca puede caer”, “ahora es el momento de invertir en China o Brasil, países cuyo crecimiento seguirá siendo muy elevado durante las próximas décadas”, o por ejemplo “a este ritmo de crecimiento nos quedaremos sin petróleo ni materias primas dentro de poco (cuando el precio del crudo rozaba los 150 dólares por barril)”.

Hoy todo ha cambiado: el precio de las casas cayó fuertemente, Brasil está en su peor momento económico desde los años 30, China crece a la mitad y el petróleo cotiza en mínimos de la última década.



Tendemos a extrapolar en línea recta lo que nos pasa hoy a futuro, lo bueno y lo malo, sin reparar que, por el camino, puede haber fluctuaciones importantes. A veces el camino entre dos puntos no es una línea recta.

Acerca de nuestro proceso de análisis a lo largo del año hemos mantenido algo más de 130 reuniones de mercado, equivalente a más de 2 reuniones por compañía en cartera o, en otras palabras, a casi 3 reuniones por semana. Hemos leído más de 12.000 páginas de memorias anuales y escudriñando en cerca de 300 años equivalentes de cuentas anuales pertenecientes a las empresas en las que invertimos. El resultado es un nivel de convencimiento absoluto en todas y cada una de las compañías que forman parte de nuestros fondos.

Estamos permanentemente orientados a la búsqueda de compañías con negocios únicos y específicos en sí mismos, con sus propios factores de riesgo y oportunidades. Creo honestamente que éste es nuestro principal activo: la focalización, no nos centramos en intentar batir al mercado sino en identificar discrepancias entre valor y precio.

Hemos seguido incrementando posición en Antofagasta (véase comentario en la página 4 de la Carta Trimestral a Inversores del 3^{er} Trimestre de 2015). Ni pensamos que el mundo pueda vivir sin cobre hoy ni que aparezca un sustitutivo rentable en el cortísimo plazo. Además no tiene deuda y posee Los Pelambres, posiblemente la mejor mina de cobre del mundo por coste unitario y por vida media de explotación.

Siguiendo con más ejemplos de nuestra actividad inversora cabría destacar el caso de Hornbach. La compañía alemana de bricolaje, Hornbach Baumarkt, presentó a mediados de diciembre un adelanto de sus resultados del tercer trimestre, fue una decepción puesto que el mercado estaba esperando mejores cifras, la acción cayó en un día un -10%.

Fruto de nuestro convencimiento en el valor y dada la información disponible, no sólo no vendimos sino que compramos algo más aprovechando la fuerte caída.

En un mundo donde el resultado inmediato prima sobre el largo plazo, donde la tenencia de acciones equivale a la de boletos de lotería, si no te ha tocado la lotería, lo normal es tirar el boleto.

Para nosotros Hornbach no es un boleto de lotería, es un negocio que genera beneficios, cuyo valor fundamental está muy por encima de su cotización actual. Somos conscientes de que ese valor no tiene por qué realizarse en el corto plazo. El cortoplacista carece por completo de la paciencia y capacidad de sufrimiento del inversor en valor a largo plazo. Es como correr una maratón donde el resto de participantes son velocistas de 100 metros lisos.

Otro valor a destacar sería la compra de Conzzeta AG, conglomerado industrial suizo, referente mundial en las distintas divisiones donde opera.



Es posible que el nombre de Conzzeta no le diga nada, pero es probable que sea usuario de alguno de sus productos. Si es aficionado a la montaña o al alpinismo, le sorprenderá saber que Conzzeta es dueña de la prestigiosa enseña de ropa deportiva Mammüt, competidora de marcas como Columbia o The North Face. Mammüt es un referente mundial en el segmento premium, número uno en Alemania, Austria y Suiza y presente en más de 50 países.

Su estructura de conglomerado hace difícil identificar el verdadero valor de cada una de las empresas que forman parte del grupo. Tomando en consideración los precios de mercado de los principales competidores en cada una de sus divisiones la valoración de Conzzeta en su conjunto sería de prácticamente el doble de lo que cotiza ahora.

Entre las ventas del año cabe señalar tanto TNT Express como Norbert Dentressangle, fruto de sendas opas recibidas por competidores internacionales. Durante el segundo semestre se vendió totalmente la posición en Temenos Group AG, con una plusvalía acumulada superior al +50% en menos de un año.

La disciplina en nuestro proceso de inversión nos llevó a vender toda la posición, ya que el precio de cotización llegó a nuestra valoración fundamental. Una buena empresa a un precio elevado puede convertirse en una mala inversión.

Nuestros canales de comunicación están continuamente abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten. En este sentido les animo a asistir a nuestro primer Día del Inversor que tendrá lugar el próximo 2 de marzo en Madrid. Todos los asistentes tendrán la oportunidad de charlar con el equipo de Magallanes, atenderemos gustosamente todas sus preguntas e inquietudes.

Al iniciar nuestro segundo año nuestras ganas e ilusión son tan fuertes como el primer día. Somos afortunados de trabajar en algo que nos encanta. Seguimos trabajando en preservar y hacer crecer su capital, junto con el nuestro.

Gracias en nombre de todo el equipo de Magallanes por confiar la gestión de su dinero en nosotros.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE LOS FONDOS

MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 86,6%, estando formada su cartera por 26 compañías españolas y portuguesas.

La cartera sigue manteniendo un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Semapa SGPS SA, Iberpapel Gestión, Prosegur y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 52,1% del fondo.

Portugal representa el 22,5% de la inversión total del fondo.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 75,1% de peso. Un 3,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 86,6%, formado por 35 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, C&C Group Plc, Buzzi Unicem SPA, Thermador Holding SA y Tarkett SA. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 39,2% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones, con un peso agregado del 45,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 54,3% de peso. Un 13,5% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

El nivel actual de inversión del fondo nos parece adecuado. El número de compañías en cartera no variará significativamente en el medio plazo.



ANEXO 2. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

| FONDO | 1 MES | 3 MESES | 6 MESES | DESDE INICIO | FECHA INICIO | NIVEL DE INVERSIÓN |
|---|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------------|
| Magallanes Iberian Equity FI "M" | -0,14% | 7,77% | 3,42% | 8,04% | 29/01/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Ibérico | -7,13% | 1,22% | -9,43% | -5,73% | | |
| Magallanes Iberian Equity FI "P" | -0,10% | 7,90% | 3,68% | 6,32% | 26/02/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Ibérico | -7,13% | 1,22% | -9,43% | -11,27% | | |
| Magallanes Iberian Equity FI "E" | -0,03% | 8,11% | 4,07% | 12,72% | 09/01/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Ibérico | -7,13% | 1,22% | -9,43% | 2,57% | | |

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR. Datos a 31/12/2015

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

| FONDO | 1 MES | 3 MESES | 6 MESES | DESDE INICIO | FECHA INICIO | NIVEL DE INVERSIÓN |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|
| Magallanes European Equity FI "M" | -3,40% | 4,15% | 0,36% | 3,47% | 27/01/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | -5,28% | 5,31% | -4,01% | 0,42% | | |
| Magallanes European Equity FI "P" | -3,36% | 4,28% | 0,61% | 4,23% | 29/01/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | -5,28% | 5,31% | -4,01% | 0,43% | | |
| Magallanes European Equity FI "E" | -3,30% | 4,48% | 0,99% | 4,29% | 09/01/2015 | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | -5,28% | 5,31% | -4,01% | 9,77% | | |

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR. Datos a 31/12/2015