



### Carta Trimestral a Inversores

2º Trimestre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor:

El mercado de renta variable cierra el segundo trimestre con caídas próximas al -8% desde máximos para los principales índices Europeos, atenuando de esta manera el excelente comienzo de año. En este contexto, la rentabilidad de nuestros fondos ha sido negativa, aunque significativamente mejor que la de mercado, con caídas cercanas al -1,5% en Europa y -2,8% en Iberia. Desde el lanzamiento las rentabilidades siguen siendo positivas y el nivel de inversión se ha incrementado hasta niveles medios del 80%.

FONDO EUROPEO	ÚLTIMOS 3 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	-1,69%	3,10%	27/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	4,62%		
Magallanes European Equity FI "P"	-1,57%	3,59%	29/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	4,63%		
Magallanes European Equity FI "E"	-1,38%	3,26%	09/01/2015	77,0%
Indice de referencia Europeo	-3,92%	14,36%		

\*Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe NR

FONDO IBÉRICO	3 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	-3,00%	4,43%	29/01/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	4,56%		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	-2,88%	2,51%	26/02/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	-1,81%		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	-2,69%	8,27%	09/01/2015	80,5%
Indice de referencia Ibérico	-5,76%	14,11%		

\*Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 NR + 20% PSI20 NR

En Magallanes somos inversores especializados en el mercado de acciones cotizadas. En ocasiones nos preguntan por qué no invertimos todo el patrimonio disponible, optando por mantener niveles de liquidez que, de forma circunstancial, pueden ser más o menos elevados. Por ejemplo, los niveles medios de liquidez han sido superiores al 40% durante buena parte del año. El nivel de liquidez de nuestros fondos no viene determinado por lo que pensamos que va a pasar en los mercados a futuro, tiene que ver con el número de oportunidades de inversión disponibles en cada momento. Algo que no se había producido en el grado que nosotros hubiéramos deseado durante los meses anteriores a las fuertes caídas recientes. La liquidez es una consecuencia costosa de la falta de oportunidades que eventualmente, se puede llegar a convertir en una opción valiosa cuando los mercados caen.

Dichas correcciones han reactivado nuestra actividad compradora, siendo coherentes con nuestro mandato de comprar cuando los precios caen y mantenerse al margen cuando éstos suben sin límite. De esta manera cerramos el trimestre en niveles máximos de inversión desde la fecha de lanzamiento, si bien estos niveles todavía están sensiblemente por debajo de los estándares de la industria. En otras palabras, aún disponemos de "gasolina" suficiente ante futuras nuevas caídas de bolsa, si las hubiera.



Nuestras carteras están formadas por compañías sólidas, sustentadas sobre fuertes fundamentales, excelentemente posicionadas en los mercados donde operan. No sabemos cómo acabará cada uno de los inestables frentes abiertos a los que se enfrenta el mundo actualmente: política monetaria no convencional de tipos bajos, salida o no de Grecia del Euro, conflicto Rusia-Ucrania, tensiones bélicas en Oriente Próximo o el pinchazo de la burbuja bursátil en China. Tampoco está en nuestra mano posicionar nuestras carteras en un sentido o en otro en función del desarrollo de dichos acontecimientos; no tenemos capacidad de anticiparnos a los hechos, pero sí de estar preparados ante cualquier resultado. Por ello en Magallanes centramos todos nuestros esfuerzos en identificar y comprar empresas robustas por debajo de su valor fundamental que sean capaces de sobreponerse y superar cualquier entorno de mercado, por complicado que este pueda llegar a parecernos hoy. Creemos firmemente que la mejor protección ante eventualidades inciertas estriba en una correcta combinación entre liquidez y empresas sólidas; es como navegar con una dotación extra de chalecos salvavidas y botes de emergencia.

En cuanto a la política monetaria actual, si los tipos de interés estuvieran en niveles superiores las cotizaciones de las bolsas no parecerían tan atractivas como la mayor parte de inversores percibe hoy.

El actual entorno de tipos de interés bajos genera distorsiones de mercado en la medida que sigue postulando a la inversión en acciones como única alternativa viable. Un tipo de interés próximo a cero empuja las valoraciones de la bolsa hacia niveles altos, haciendo que la proporción de acciones caras predomine sobre las baratas. Pensamos que la inversión en acciones es viable sí y sólo si ésta es rentable a largo plazo. En la actualidad, y pese a la reciente corrección de mercado, el número de compañías baratas sigue siendo inferior al número de empresas caras potencialmente poco rentables a futuro. En Magallanes trabajamos identificando ideas dentro de esa pequeña parcela de empresas excepcionales que todavía cotizan a precios atractivos.

En esta línea, seguimos aprovechando las oportunidades que da el mercado para comprar o incrementar exposición en algunos valores. En Europa por ejemplo, hemos incrementado exposición en STEF, líder europeo especialista en transporte y logística dentro de la cadena de suministro alimentario bajo temperatura controlada. STEF representa el eslabón perfecto entre productores alimenticios y las grandes superficies comerciales, añadiendo valor dentro de una tipología de producto muy delicada: productos frescos a baja temperatura. En términos generales, nuestra tesis sobre el negocio de transporte y logística, basada en una migración progresiva hacia el mundo digital, se ha visto refrendada a través de las OPAS que hemos recibido a lo largo del segundo trimestre sobre TNT Express y Norbert Dentressangle, con ganancias del +42% y +63% respectivamente frente a los precios de compra.

Como novedad en la cartera Europea cabría destacar la incorporación de la empresa alemana de bricolaje Hornbach. Dicha empresa reúne prácticamente todos los atributos de



la compañía tipo que buscamos en Magallanes: negocio centenario, fundada y controlada por la familia Hornbach, sin deuda, barata, eficiente y rentable. Hornbach posee una serie de ventajas competitivas que explican su éxito a lo largo de los años: goza de la mejor percepción por parte de sus clientes, es el operador más barato del mercado y dispone de la oferta más amplia de productos siempre disponibles en todo momento.

En la cartera Ibérica también hemos tomado ventaja de las últimas y fuertes correcciones, especialmente en el caso de España y Portugal, después del incremento en la incertidumbre de mercado motivado por los recientes acontecimientos en Grecia. Hemos incrementado exposición en Barón de Ley, líder en DO Rioja y productor del vino crianza más vendido de España, con marcas altamente reconocidas como El Coto. Empresa controlada y excelentemente gestionada por su presidente-ejecutivo, D. Eduardo Santos-Ruiz, que ha llevado a cabo uno de los mayores programas de recompra de acciones propias de la historia de la bolsa española, próximo al 60% del capital durante los últimos 10 años. De esta manera ha conseguido que el beneficio neto por acción haya doblado durante dicho periodo. Además, después de varios años muy duros para la industria del vino en España, por primera vez en mucho tiempo parece que se atisba algo de crecimiento ligado a la recuperación del consumo privado. Por el lado internacional, el 50% de las ventas del grupo se produce fuera de nuestras fronteras con buenas perspectivas de crecimiento.

En Portugal, las correcciones de mercado fueron aún mayores, hecho que aprovechamos para incrementar exposición en Sonae, holding empresarial fundado y controlado por la familia Azevedo, saga de empresarios de brillante reputación en Portugal. Sonae es líder absoluto en la distribución de alimentación en Portugal a través de supermercados e hipermercados, con sus enseñas Continente y Modelo. Además opera en el sector de distribución generalista mediante diferentes conceptos tales como: Worten (electrónica de consumo), SportZone (ropa deportiva) o Zippy (ropa infantil). Otros negocios relacionados son la gestión inmobiliaria de las tiendas donde operan y las participaciones en Sonae Sierra, empresa dedicada a gestionar centros comerciales, y NOS, principal operador de telecomunicaciones de Portugal. Empresa familiar bien llevada, líder en los sectores donde opera, cotizando por debajo de la valoración de mercado de los activos que la forman.

Dentro de la cartera Europea y dada la relevancia de los acontecimientos acaecidos en Grecia, quiero mencionar nuestra inversión del 1,4% en el grupo Mytilineos, a través de Mytilineos Holdings, y Metka. El grupo Mytilineos, controlado y gestionado por los hermanos Mytilineos, desarrolla su actividad en el sector minero, ingeniería y electricidad: (1) Minería de aluminio, con *Aluminium of Greece* es el mayor y más eficiente productor integrado de aluminio de toda Europa. (2) *Metka*, empresa de ingeniería global especializada en el diseño y construcción de plantas de generación eléctrica, actualmente cotiza por debajo de su posición de caja en balance. (3) *Protergia*, el mayor y más eficiente productor independiente de electricidad de toda Grecia. Con un 85% de sus ventas fuera de Grecia, Mytilineos es una empresa de sesgo claramente internacional. A los precios actuales, la empresa cotiza con un tercio de descuento frente a su valor en libros. Posiblemente estemos ante una de las



empresas más baratas de toda Europa. El riesgo potencial está en la salida de Grecia del Euro, algo que en Magallanes no sabemos. La cuestión es si Mytilineos venderá más aluminio, más proyectos de ingeniería o más electricidad a futuro, que a buen seguro lo hará. Mytilineos es una compañía bien gestionada, con activos únicos, que cotiza muy por debajo de su valor intrínseco.

Seguimos trabajando con más ilusión que nunca en nuestro principal cometido: proteger el capital y hacerlo crecer en el largo plazo. Para ello nuestra aproximación a los mercados es ecléctica y poco convencional. No seguimos modas de mercado, no compramos por impulso y tampoco vendemos por pánico. Nuestras carteras están concentradas en torno a pocos valores, fruto de nuestro alto grado de convicción en ellos. Nuestro horizonte temporal es de largo plazo, al menos cinco años, aunque sabemos que el camino al éxito casi nunca es una línea recta y no está exento de altibajos. Los buenos resultados en la gestión de inversiones dependen de la actitud del gestor a la hora de comprar o vender y de su capacidad para mantenerse sereno, racional y frío en todo momento.

Me alegra comunicarles que seguimos fortaleciendo el capital humano de la empresa, con el único objetivo de una mejora continua en nuestras capacidades de gestión y servicio a nuestros clientes. Es por ello que a finales de marzo se incorporó al equipo de inversiones Otto Kdolsky. Otto, natural de Austria, acumula más de 25 años de experiencia en mercados financieros, concretamente en gestión y análisis de empresas bajo los principios del *value investing*. Ha trabajado anteriormente en ERSTE Bank Austria, Interdin AV, Bankpyme Gestión SGIC y Sabadell Inversión SGIC donde llegó a ser responsable de gestión de los fondos de renta variable europea y española con más de €1.000 millones bajo gestión.

También me es grato comunicarles que durante el mes de mayo fuimos invitados a participar en la prestigiosa *London Value Investor Conference*, conferencia que reúne a los mejores profesionales de la industria y aglutina en un solo día a más de 500 asistentes, inversores institucionales, *family offices*, fondos soberanos, consultores financieros, *hedge funds* y *endowments* universitarios. Se trata de un hito especialmente significativo para Magallanes teniendo en cuenta que somos los primeros españoles en participar en dichas conferencias.

Como saben, la mayor parte de nuestro patrimonio está invertido en Magallanes, junto con ustedes, nuestros clientes, nuestro principal activo. Por ese motivo Magallanes se debe a los clientes que deciden confiar en nosotros, invirtiendo con nosotros.

Por todo ello muchas gracias por su confianza.



### MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo ha cerrado el mes de junio con un nivel de inversión del 80,5%, nivel máximo desde su creación, estando formada su cartera por 24 compañías españolas y portuguesas frente a las 23 del mes anterior.

La cartera tiene un claro sesgo hacia el sector consumo e industrial, donde cabe destacar entre otros: Barón de Ley, Semapa SGPS SA, Iberpapel Gestión, Sonae SGPS SA y Gas Natural SDG SA.

El fondo concentra un 51,6% de peso en las diez primeras posiciones, esto compara con el 44% del trimestre anterior.

Seguimos incrementado exposición a Portugal, representando el 19,9% del total. Las recientes correcciones bursátiles originadas por la incertidumbre en torno a la cuestión de Grecia han sido más severas en países del arco mediterráneo como España, Italia y muy especialmente Portugal. Es por ello que hemos sido más activos comprando valores portugueses durante los últimos meses, subiendo la exposición total en algo más del 3%, a través de valores que ya teníamos anteriormente en cartera como Ibersol, Sonae, Semapa o Corticeira Amorim. El resto de la inversión, 60,6%, está invertida en valores españoles.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 71,2% de peso y, dentro de este rango, el 36,3% de las compañías tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 5,1% 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 ha cerrado el mes de junio con un nivel de inversión del 77%, formado por 28 empresas. Es un cambio significativo frente al trimestre anterior donde cerramos en el 52%, supone un incremento en grado de inversión del +25%. Las correcciones desde máximos han propiciado dicha subida de inversión. La novedad en cartera ha sido la compra del líder alemán de bricolaje Hornbach.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero, seguido de transporte, distribución y consumo estable; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, C&C Group Plc, Thermador Holding SA, Husqvarna AB Class B y Buzzi Unicem SPA.



Tres compañías de la cartera, todas ellas entre las primeras posiciones, recibieron sendas OPAS durante el trimestre, dos de las cuales salieron adelante y una fue rechazada por su consejo de administración.

Concretamente el 7 de abril TNT Express recibió una oferta de compra por la totalidad de las acciones por parte de la norteamericana FedEx a €8 por acción, siendo nuestra ganancia total en la posición frente a nuestro precio de compra del +42%.

A los pocos días, el 29 de abril, sería Norbert Dentressangle quién recibiría una oferta de compra por parte de la también norteamericana XPO Logistics a €217,5 por acción, muy próxima a nuestra valoración intrínseca de la compañía, siendo la ganancia para el fondo del +63%, incluido el cobro de dividendo.

La última OPA vino el 22 de junio y fue sobre la división de telecomunicaciones de Bouygues por parte de Altice, valorando el negocio en más del doble frente a nuestra valoración interna. Desafortunadamente, el consejo de administración de la compañía rechazó la oferta.

La concentración del fondo ha aumentado del 32,4% hasta un 40,2% de peso en las diez primeras posiciones.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 53,8% de peso y, dentro de este rango, el 20,1% de empresas tiene un tamaño inferior a €1.000 millones. Un 7,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €10.000 millones.

A medio plazo el nivel de inversión del fondo debería situarse próximo al 80%, compuesto por, aproximadamente, 30 compañías.

Una vez más, muchas gracias por su confianza.

Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones