



### Carta Trimestral a Inversores

3<sup>er</sup> Trimestre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La mayoría de las bolsas mundiales experimentaron fuertes revalorizaciones durante el último trimestre.

En este contexto de subidas nuestros fondos vuelven a mostrar rentabilidades positivas y superiores a las de mercado<sup>1</sup>. El fondo europeo sube cerca del +10% en el periodo, lo que le sitúa en el año en un +6% frente a una caída superior al -3% de la bolsa europea. En relación al fondo ibérico, las rentabilidades también son positivas en el trimestre y en el año, +8% y +7,7% respectivamente. Como referencia de la bolsa española el Ibex-35 se deja algo más del -6% en 2016.

La estrategia de inversión de Magallanes consiste en la compra-venta de negocios cotizados. No obstante preferimos referirnos a nuestros fondos como “carteras de empresas” más que “fondos de bolsa”. Ponemos el acento en la parte empresarial y largoplacista de las inversiones, para evitar perdernos en el ruido del cortoplacismo bursátil.

Lo anterior explica la disparidad de rentabilidad entre nuestros fondos y la bolsa, fenómeno conocido como ausencia de correlación de mercado. Ser diferentes gestionando sus inversiones de manera activa es el auténtico valor añadido que podemos ofrecerles en un mundo dominado por fondos de gestión pasiva.

Ser diferentes implica tomar decisiones incómodas. En ocasiones nos preguntan cuándo es el momento de comprar y cuándo el de vender. La teoría es sencilla: comprar cuando el precio está por debajo del valor, vender cuando pasa lo contrario. La práctica se complica: es difícil comprar acciones que nadie quiere igual que resulta cómodo comprar empresas que todo el mundo desea. Fruto de la experiencia, el momento oportuno de comprar o vender una acción es justo cuando menos te apetece hacerlo. El camino del inversor en valor es un camino solitario.

En un entorno de tipos cero o negativos la búsqueda desesperada de rentabilidad se ha convertido en la dinámica de mercado durante los últimos meses. El pasado 6 de septiembre Henkel y Sanofi emitieron bonos al -0,05%. Han leído bien, no es un error de

---

<sup>1</sup> Dado el número de vehículos de inversión y clases de fondos, en adelante tomaremos como referencia los fondos Magallanes European Equity P y Magallanes Iberian Equity P para referirnos a las estrategias europea e ibérica respectivamente. Al final de la carta encontrarán un Anexo con el detalle de rentabilidades para todas y cada una de las clases y vehículos de inversión gestionados y/o asesorados por Magallanes.



imprensa. El mercado de bonos tanto públicos como privados parece encontrarse en terreno de burbuja.

Sin duda se trata de un riesgo que puede complicarse en la medida que se extienda a otros activos percibidos como seguros al ser vistos como aproximación de los bonos. Determinadas empresas llamadas de calidad, de infraestructuras o compañías con actividad regulada, cuya recurrencia y estabilidad de ingresos es elevada, serían algunos de los negocios más afectados ante un eventual pinchazo de la burbuja de bonos.

El momento actual es tan complejo que el inversor está dispuesto a comprar negocios caros ante la impotencia de quedarse sin opciones de inversión. Se está perdiendo la noción de lo que es arriesgado y lo que no, esta actitud es peligrosa.

En esta “loca carrera por la rentabilidad” la liquidez es la gran perdedora. Tener dinero en cuenta corriente está mal visto, incluso penalizado con tipos de interés negativos. Para nosotros es preferible pagar por tener liquidez antes que malinvertir en activos sobrevalorados. En momentos de mercado inestable la liquidez cobra un valor importante. El nivel de liquidez de los fondos de Magallanes sigue estando alrededor del 10%, dispuesto a ser invertido en caso de que aparezcan buenas ideas de inversión.

El posible debilitamiento institucional de Europa después del *Brexit*, así como las consecuencias directas para el propio Reino Unido han generado interesantes oportunidades de inversión en determinadas empresas, especialmente en dicho país.

En este sentido hemos introducido en la cartera europea la compañía británica Sports Direct Plc. Fundada en 1982 por el controvertido empresario Mike Ashley, Sports Direct es líder absoluto en venta de ropa y complementos deportivos en el Reino Unido con una cuota de mercado superior al 45%. Opera cerca de 700 tiendas en 20 países y tiene una fuerte presencia online que representa actualmente el 15% de su cifra de ventas.

Su lema resume bien el modelo de negocio: “*calidad excepcional-precio imbatible*”. Basado en una oferta amplia de productos marquistas al mejor precio, Nike, Adidas o Under Armour, combinando la venta de marcas propias a mayor margen tales como Dunlop, Slazenger, Everlast y Lonsdale.

Sports Direct salió a cotizar hace diez años valorada en 300 peniques por acción, durante este período la compañía ha más que doblado ventas y beneficio operativo, con unos márgenes brutos en la banda 41%-44% y unos retornos sobre la inversión superiores al 15%. Hoy el precio de la acción está en 280p, después de haber alcanzado los 730p hace un año y más de 900p en 2014.

Una estrategia de internacionalización más complicada de lo esperado, la relación tensa con algunos proveedores por el posicionamiento de sus marcas y la mala prensa británica



denunciando unas condiciones laborales que, al igual que nosotros, consideran mejorables han sido algunos de los factores que, junto al *Brexit*, han penalizado muy severamente el precio de la acción.

Pese a los factores anteriores, las ventas para el año que viene se espera que crezcan al +9%, aunque el margen bruto se vería obviamente perjudicado por la fuerte depreciación de la libra como consecuencia del *Brexit*. El efecto sería una caída de su beneficio operativo antes de amortizaciones y depreciaciones del -20%, frente a una corrección de la acción superior al -60%. Ante eventos inesperados la bolsa tiende a sobrereaccionar, al alza o a la baja, más allá de lo que dictan los nuevos fundamentales de una empresa.

Creemos que la ventaja competitiva de Sport Direct, mejor calidad al mejor precio, sigue intacta a largo plazo. Nuestra valoración conservadora de la compañía arroja un potencial superior al +60% sólo para la parte del negocio británico, sin tener en cuenta el resto de unidades de negocio. Dicho negocio es capaz de generar alrededor de 150-160 millones de libras de flujo de caja para una compañía sin deuda que capitaliza menos de 1.600 millones de libras.

Convencidos de las bondades del largo plazo hemos incrementado significativamente peso en una de las empresas más antiguas del mundo fundada en 1520, la compañía portuguesa de correos CTT.

Con 617 oficinas propias, 1.900 asociadas y más de 400 millones de unidades enviadas CTT es el operador postal líder en Portugal con un 95% de cuota de mercado. Su ventaja competitiva, además de la marca, está basada en dicha capilaridad que le permite acceder a diferentes puntos de la geografía lusa tramitando no sólo correo postal sino también todo tipo de mensajería y paquetería, realizar la venta de productos financieros y hasta el desarrollo de un pequeño banco postal. Dicha capilaridad junto con un exhaustivo control de costes sitúan a CTT como uno de los más eficientes operadores postales de Europa.

Dudas recientes sobre el grado de avance de las reformas de su economía, cierta inestabilidad política, el delicado estado del sistema financiero, todo ello potenciado con la posibilidad de bajada de calificación crediticia, son algunos de los factores que están afectando muy negativamente a la percepción de riesgo de Portugal.

En lo que va de año la acción ha caído cerca del -40%, cotizando incluso por debajo de su precio de salida a bolsa hace dos años. En nuestra opinión dicha caída no está justificada por la evolución de sus fundamentales. Estamos ante una empresa sin deuda y con un valor en bolsa de €800 millones cuya división de correo postal genera alrededor de €100 millones de flujo de caja al año, sin tener en cuenta el resto de negocios tales como mensajería exprés, la venta de productos financieros ni el incipiente banco postal.



Nuestra valoración de CTT sitúa el precio objetivo más de un +50% por encima de los precios actuales.

En otro orden de cosas me complace informarles que tanto el fondo ibérico como el europeo de nuestra SICAV luxemburguesa Magallanes Value Investors UCITS son traspasables.

Pensando en nuestros ahorros a largo plazo y coincidiendo con la recta final del año permítanme recordarles la idoneidad de comenzar a realizar sus aportaciones al plan de pensiones. Magallanes Acciones Europeas PP acaba de cumplir un año de vida siendo el más rentable de todos los planes de su categoría comercializados en España con una subida del +7,5% en 2016.

Durante el trimestre cabría destacar entre otros eventos, la celebración del Día del Inversor en Sevilla y Valencia, así como la conferencia sobre Peter Lynch que Otto Kdolsky impartió en la sede del Instituto Juan de Mariana, disponible en nuestra web [www.magallanesvalue.com](http://www.magallanesvalue.com).

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

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 88,9%, estando formada su cartera por 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un claro sesgo hacia el sector industrial y servicios, donde cabe destacar entre otros valores: Barón de Ley, CTT, Gas Natural, Inmobiliaria Colonial y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 44,5% del fondo.

España es el 65,2% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 23,7%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 69% de peso. Un 19,9% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €3.000 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 91%, formado por 35 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orkla ASA, Savencia SA, Hornbach AG, Pargesa Holding SA, y Bouygues SA. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 40,5% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania, Francia y Suiza frente a otras regiones, con un peso agregado del 46,4% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 61,6% de peso. Un 29,4% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €5.000 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 a 30/09/16

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity, FI "M"</b>	<b>119,4703</b>	<b>-0,76%</b>	<b>7,92%</b>	<b>5,31%</b>	<b>15,57%</b>	<b>7,24%</b>	<b>15,86%</b>	29/01/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-11,45%		
<b>Magallanes Iberian Equity, FI "P"</b>	<b>120,4620</b>	<b>-0,72%</b>	<b>8,06%</b>	<b>5,61%</b>	<b>16,19%</b>	<b>7,68%</b>	<b>14,49%</b>	26/02/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-16,65%		
<b>Magallanes Iberian Equity, FI "E"</b>	<b>122,0023</b>	<b>-0,66%</b>	<b>8,26%</b>	<b>5,96%</b>	<b>17,01%</b>	<b>8,23%</b>	<b>22,00%</b>	09/01/2015	88,9%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-4,93%	-6,07%	-3,66%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

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

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "R"</b>	<b>108,3166</b>	<b>-0,87%</b>	<b>7,79%</b>	<b>4,24%</b>	-	<b>8,32%</b>	<b>8,32%</b>	31/12/2015	85,3%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-	-6,07%	-6,07%		
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "I"</b>	<b>108,7739</b>	<b>-0,82%</b>	<b>7,94%</b>	<b>4,54%</b>	-	<b>8,77%</b>	<b>8,77%</b>	31/12/2015	85,3%
Índice de referencia Ibérico		0,49%	7,69%	0,15%	-	-6,07%	-6,07%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity, FI "M"</b>	<b>108,8410</b>	<b>1,21%</b>	<b>9,46%</b>	<b>8,01%</b>	<b>9,99%</b>	<b>5,61%</b>	<b>9,27%</b>	27/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	-2,93%		
<b>Magallanes European Equity, FI "P"</b>	<b>109,7772</b>	<b>1,25%</b>	<b>9,59%</b>	<b>8,28%</b>	<b>10,54%</b>	<b>6,00%</b>	<b>10,48%</b>	29/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	-2,92%		
<b>Magallanes European Equity, FI "E"</b>	<b>111,1679</b>	<b>1,31%</b>	<b>9,80%</b>	<b>8,69%</b>	<b>11,38%</b>	<b>6,60%</b>	<b>11,17%</b>	09/01/2015	91,0%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	6,11%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

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

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity LUX "R"</b>	<b>104,4310</b>	<b>0,82%</b>	<b>8,04%</b>	<b>6,43%</b>	-	<b>11,09%</b>	<b>11,09%</b>	29/01/2016	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	3,08%	3,08%		
<b>Magallanes European Equity LUX "I"</b>	<b>104,8214</b>	<b>0,87%</b>	<b>8,19%</b>	<b>6,72%</b>	-	<b>19,81%</b>	<b>19,81%</b>	12/02/2016	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	12,76%	12,76%		
<b>Magallanes European Equity LUX "P"</b>	<b>105,0289</b>	<b>0,89%</b>	<b>8,27%</b>	<b>6,88%</b>	-	<b>5,03%</b>	<b>5,03%</b>	31/12/2015	87,5%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	-	-3,34%	-3,34%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	<b>10,5697</b>	<b>1,08%</b>	<b>9,94%</b>	<b>8,95%</b>	<b>5,79%</b>	<b>7,51%</b>	<b>5,70%</b>	24/09/2015	90,4%
Índice de referencia Europeo		-0,03%	4,20%	2,87%	1,80%	-3,34%	4,32%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR.