



Carta Anual a Inversores

31 de diciembre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

“Hay dos tipos de economistas que hacen predicciones de futuro: los que no saben y los que no saben que no saben”

John Kenneth Galbraith

Estimado Inversor,

2016 ha sido el año con más eventos extraordinarios desde la crisis financiera: el resultado de las elecciones americanas, el *Brexit* y el referéndum en Italia entre otros han marcado un ejercicio de fuertes movimientos para la mayoría de mercados financieros.

Prácticamente ningún activo ha permanecido inmune: acciones, bonos, petróleo, oro y divisas experimentaron en algún momento oscilaciones en precio superiores al 30%.

Los primeros días del año se recordarán como el peor comienzo bursátil registrado para la bolsa americana, cerrando no obstante 2016 en nuevos máximos históricos.

La rentabilidad acumulada de nuestros fondos durante el período ha sido del +16,1% para la estrategia ibérica y del +13,5% para la europea. En sus dos años de historia, las rentabilidades anualizadas son del +12,1% y +9,1% respectivamente; esto compara muy positivamente con las leves subidas de los índices europeos, caídas en el caso del Ibex-35. De igual manera nuestro plan de pensiones Magallanes Acciones Europeas PPI cierra el año con una apreciación del +14,7%. Todos nuestros vehículos de inversión se sitúan entre los productos más rentables de 2016¹.

Es una pérdida de tiempo basar las decisiones de inversión en la habilidad de predecir asuntos macroeconómicos o políticos a la vista de los acontecimientos recientes. La victoria de Trump en Estados Unidos o la decisión de los británicos de abandonar la Unión Europea son claros ejemplos.

¹ Estrategia ibérica: Magallanes Iberian Equity P. Estrategia europea: Magallanes European Equity P. Al final de la carta encontrará 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.



A lo largo del año se han cerrado más fondos de cobertura (*hedge funds*) de los que se han abierto desde que existen registros hace más de una década². Tradicionalmente esta tipología de fondos basa sus decisiones de inversión en la capacidad de anticipar eventos macroeconómicos o políticos con estructuras de coste generalmente altas para sus partícipes.

Parte del reciente auge en la gestión pasiva, mediante la inversión en ETFs o fondos índice, está relacionado con lo anterior. La proliferación de estrategias pasivas aumenta las divergencias existentes entre valores grandes y caros frente a valores pequeños y baratos. Cuanto mayor sean las ineficiencias generadas, mayores serán los beneficios de una gestión activa como la nuestra.

Cientes descontentos junto con estrategias caras y complejas no suele ser una buena combinación a futuro.

Riesgos tales como la política monetaria de tipos cero, la burbuja de bonos o el alto endeudamiento de determinados países seguirán estando presentes durante el 2017. Los Bancos Centrales, particularmente, se enfrentan a un reto difícil de solucionar toda vez que ha quedado patente la ineffectividad, para el crecimiento económico, de mantener los tipos de interés a cero durante un período de tiempo prolongado.

Siendo inútil tratar de anticipar el desenlace de éstos y otros riesgos que vendrán, la única alternativa fiable que nos queda es la protección de nuestras carteras mediante la inversión en empresas baratas que ofrezcan un amplio margen de seguridad.

Fruto de nuestra experiencia durante más de quince años gestionando, podemos afirmar que siempre se obtienen mejores resultados cuando nos olvidamos del mercado y prestamos más atención a las empresas, sus beneficios y sus riesgos operativos particulares. Cuanto mayor sea el enfoque en lo micro mayor será nuestra ventaja competitiva.

Comprar barato es, en la mayoría de las ocasiones, una garantía de éxito. Lo más importante es emplear el tiempo en la búsqueda de discrepancias entre valor y precio. El éxito de nuestros fondos de inversión se debe a esto.

El *Value Investing* es fácil de entender pero difícil de implementar. Comprar barato no es sinónimo de beneficios inmediatos y casi siempre implica la toma de decisiones poco populares. Es por eso que muchos inversores no poseen el temperamento adecuado para llevarlo a cabo.

² EurekaHedge



La compra de Uniper el pasado septiembre es un claro ejemplo de lo anterior. Uniper, *spin-off*³ del gigante alemán E.ON, es una de las mayores compañías de energía convencional de Europa con una capacidad instalada de 42 GW.

Está dividida en tres divisiones:

- 1) Generación eléctrica convencional: electricidad generada a partir de gas, carbón, nuclear e *hydro* en Alemania, Benelux, Francia, Reino Unido, Suecia y Hungría
- 2) Materias primas globales: principalmente hablamos del negocio de licuefacción, transporte, almacenamiento y comercialización de gas natural al por mayor. Además posee el 25% de uno de los mayores yacimientos de gas en Rusia
- 3) Negocio internacional en Rusia a través del 83,7% de participación en Unipro, tercer operador privado más grande de Rusia con una capacidad instalada de 11 GW (80% gas y 20% carbón)

En un mundo dominado por las energías renovables es entendible que la mayoría de la gente sienta poca atracción por Uniper después de leer lo anterior. Si además se le añade una participación en un negocio ruso la atracción puede ser nula. Algunos analistas llegaron a denominarla como “la empresa con los activos malos” de E.ON.

Estamos ante una empresa sin interés para la comunidad inversora, con una estructura tipo holding compleja, operando en un sector penalizado, mal visto, perseguido y en declive.

Factores todos ellos conocidos por el mercado y por ende incorporados en el precio.

No hay negocio que dure toda la vida. Por supuesto pensamos y deseamos que el mundo siga evolucionando hacia una energía limpia y barata. De hecho creemos que ciertas energías convencionales bajarán su peso o desaparecerán con el paso del tiempo, pero no es algo que ocurrirá previsiblemente de forma inmediata. Son procesos que llevan tiempo, las cosas no suceden de la noche a la mañana. El precio de salida de Uniper, €10 por acción, reflejaba una situación extrema para la compañía que valoraba todos sus activos en un tercio de su valor en libros.

Una valoración conservadora basada en poco más de cinco años de vida para el negocio de generación eléctrica tradicional de Uniper nos daba un importe de 3.900 millones de euros, poco más que su valor de mercado en el momento del *spin-off*. El resto de unidades, como la participación en Unipro, las infraestructuras de almacenamiento de gas, los gasoductos y los campos de gas natural, lo recibíamos totalmente gratis a ese precio.

³Spin-off: término anglosajón que se refiere a una empresa que ha sido separada por completo de otra pasando a tener órganos de gobierno, negocios y gestión totalmente independientes de ésta. Es una práctica habitual cuando no es fácil encontrar comprador para el negocio que quiere ser separado.



Nuestra valoración conservadora de toda la compañía era de €14,25 euros por acción frente a los €10 de salida, hoy cotiza a €13. Como curiosidad, realizamos la compra mediante un intermediario local basado en Alemania que nos preguntaba si estábamos seguros de querer comprar dicho valor, puesto que éramos tan sólo dos inversores los que teníamos órdenes de compra frente al resto del mercado que quería vender. En ocasiones anteriores hemos comentado que el camino de un inversor en valor es solitario.

Siempre es mejor, y más barato, aprender de los errores de otros, pero en ocasiones nosotros también cometemos los nuestros. Como decimos en nuestros principios de inversión⁴: no somos ajenos a la posibilidad de cometer errores. Trabajamos siendo conscientes de su ocurrencia. Si ocurrieran, se aceptarán y se reconocerán, tratando de no repetirlos a futuro. De igual manera trataremos de solucionarlos con el mínimo impacto para nuestros inversores, aprender de ellos y sacar lecciones importantes.

BW Offshore estuvo cerca de convertirse en nuestro primer error, entendiendo como tal una pérdida permanente de capital en el valor. En el peor momento llegamos a estar perdiendo más de un -90% desde los precios de compra. Una correcta diversificación de la cartera hace que eventos negativos como éste no arrastre el comportamiento global del fondo.

BW Offshore es el segundo mayor operador del mundo de barcos FPSO, especializados en la producción y almacenamiento de petróleo y gas en aguas profundas. Modelo de negocio donde BWO construye y posee los barcos que a su vez alquila a empresas productoras de petróleo mediante contratos de largo plazo.

En el momento de compra a comienzos de 2015 se daban ciertos factores que en Magallanes solemos buscar en empresas:

- Segundo mayor operador mundial dentro de un sector oligopolístico y de nicho
- Modelo estable y predecible, debido al cobro fijo de alquiler por barco independientemente del precio del petróleo
- Empresa muy penalizada por la caída del crudo, en el momento de nuestra primera compra la acción acumulaba una caída del -75% frente a máximos históricos
- Empresa familiar con la familia Pao controlando el 50% del capital social
- Valoración extrema: 35% de valor en libros, menos de 8 veces los beneficios y rentabilidad por dividendo del 10%

⁴<https://magallanesvalue.com/principios/principios-detalles/>



¿Por qué compramos?:

- Sector con altas barreras de entrada debido a la situación de oligopolio del sector y a la complejidad técnica y altísimo coste de cada barco
- Empresa barata, olvidada y penalizada por el mercado
- Recuperación paulatina de los precios del petróleo
- Reputación de la familia Pao y posibilidad de OPA de exclusión
- Recuperación de la inversión por cumplimiento de la parte fija de los contratos firmes
- Valoración de reserva basada en el achatarramiento de los barcos

¿Qué salió mal?:

- El precio del petróleo siguió cayendo hasta alcanzar mínimos en febrero de 2016
- Lo anterior llevó a ciertas compañías petroleras a incumplir sus pagos por alquiler
- La estructura agresiva de financiación de los barcos, poco capital propio y mucha deuda junto con la falta de ingresos desencadenó graves problemas de balance
- Toda esta situación provocó la puesta en marcha de un plan de viabilidad extremo que afectaba a todos los participantes en la compañía: bonistas, acreedores y accionistas

Nos reunimos con la compañía estudiando en profundidad el plan de viabilidad que implicaba básicamente un aplazamiento de cuatro años del pago de toda la deuda y una ampliación de capital altamente dilutiva por \$100 millones. Esta refinanciación solventaba el problema de balance. Decidimos acudir a la ampliación de capital a un precio de 0,10 NOK por acción.

A finales de diciembre vendimos las últimas acciones de BW Offshore a niveles de 0,44 NOK. El resultado total es una ganancia media entre los diferentes fondos que invirtieron en la compañía próximo al +20%, un buen resultado al final de todo teniendo en cuenta que, después de acudir a la ampliación, nuestra pérdida acumulada superaba el -70%.

¿Qué lecciones hemos aprendido?:

- No entendimos bien el complicado entorno de exceso de oferta de barcos propiciado por los bajos precios de petróleo
- Estructura agresiva de financiación de los barcos con mucha deuda
- No siempre ser líder de mercado o estar controlado por una familia es garantía de éxito
- A veces las empresas están baratas por una buena razón, lo que comúnmente se denomina trampa de valoración



El nivel actual de liquidez de nuestros fondos es del 15%, a lo largo del año el saldo medio ha sido superior al 10%. Tener un mayor o menor nivel de inversión no es indicativo de una mayor o menor exposición al mercado. De hecho, es posible conseguir rentabilidades superiores a las del mercado si se hace una buena selección de empresas, especialmente en mercados bajistas o laterales.

Nos gusta especialmente la cartera actual de valores. Pensamos que está bien posicionada para la posible volatilidad del mercado durante los próximos trimestres. Actualmente estamos trabajando en el análisis de media docena de valores que podrían incorporarse a nuestros fondos en el medio plazo. En este sentido, hemos reforzado el equipo de inversiones con la incorporación de Diogo Pimentel procedente de Santander Asset Management donde trabajamos juntos. La pasión de Diogo por el *Value Investing* junto con su excelente historial profesional contribuirá sin duda a seguir mejorando la calidad de nuestro análisis.

Durante el año cabría destacar entre otros eventos, la celebración del Día del Inversor en distintas ciudades de la geografía española, así como las conferencias impartidas por el equipo de inversiones de Magallanes en diferentes congresos y seminarios: el *Ira Sohn London Conference*, el *Value Investing Seminar* de Trani en Italia y el *Value Investing Conference* de España.

Conscientes del importante paso para abrir y agilizar la distribución de fondos de inversión en España, Magallanes se ha convertido en la primera gestora española en ofrecer un proceso de alta de clientes a distancia utilizando la videoconferencia, un medio que permite a cualquier persona realizar todos los trámites necesarios para darse de alta como cliente y contratar un fondo de inversión en pocos minutos. El servicio será operativo a lo largo del mes de enero.

Magallanes cumple dos años gracias a nuestros más de 4.000 inversores, ustedes son nuestros socios y el principal activo.

Blanca, Mónica y yo, así como el resto del equipo de Magallanes queremos darles las gracias 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 año con un nivel de inversión del 85%, estando formada su cartera por 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: CTT, Sonae, Gas Natural, ENCE y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 44,2% del fondo.

España es el 60,3% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 24,7%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 68% de peso. Un 17% 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 año con un nivel de inversión del 84,8%, formado por 34 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Savencia SA, Hornbach AG, Orkla ASA, Bouygues SA y Sonae. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 36,8% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania, Francia y Austria frente a otras regiones, con un peso agregado del 42,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 58,6% de peso. Un 26,2% 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 31/12/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity, FI "M"	128,6432 €	5,67%	7,68%	16,21%	15,48%	15,48%	24,75%	29/01/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	-5,24%		
Magallanes Iberian Equity, FI "P"	129,8741 €	5,71%	7,81%	16,50%	16,09%	16,09%	23,43%	26/02/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	-10,81%		
Magallanes Iberian Equity, FI "E"	131,7830 €	5,78%	8,02%	16,94%	16,91%	16,91%	31,78%	09/01/2015	85,0%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	3,10%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 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
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	116,3334 €	5,68%	7,40%	15,77%	16,33%	16,33%	16,33%	31/12/2015	85,7%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	0,52%		
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	116,9903 €	5,73%	7,55%	16,10%	16,99%	16,99%	16,99%	31/12/2015	85,7%
Índice de referencia Ibérico		7,64%	7,01%	15,25%	0,52%	0,52%	0,52%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 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
Magallanes European Equity, FI "M"	116,3446 €	3,33%	6,89%	17,00%	12,89%	12,89%	16,81%	27/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	3,01%		
Magallanes European Equity, FI "P"	117,4929 €	3,37%	7,03%	17,30%	13,45%	13,45%	18,25%	29/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	3,02%		
Magallanes European Equity, FI "E"	119,2059 €	3,44%	7,23%	17,74%	14,31%	14,31%	19,21%	09/01/2015	84,8%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	12,60%		

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
Magallanes European Equity LUX "R"	111,2044 €	3,25%	6,49%	15,04%	-	18,30%	18,30%	29/01/2016	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	-	9,39%	9,39%		
Magallanes European Equity LUX "I"	111,7767 €	3,30%	6,64%	15,36%	-	27,76%	27,76%	12/02/2016	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	-	19,66%	19,66%		
Magallanes European Equity LUX "P"	112,0807 €	3,32%	6,71%	15,54%	12,08%	12,08%	12,08%	31/12/2015	85,5%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	2,58%		

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

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

PLAN	VALOR LIQUIDATIVO	MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	11,2719 €	3,83%	6,64%	17,24%	14,65%	14,65%	12,72%	24/09/2015	82,7%
Índice de referencia Europeo		5,84%	6,12%	10,58%	2,58%	2,58%	10,70%		

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