



### Carta del 1<sup>er</sup> Trimestre a Inversores

31/03/2018

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Las rentabilidades durante el primer trimestre y, por tanto, acumuladas en el año han sido del **+1,9%** para el fondo **Iberian**, **-2,9%** para el **European** y **-2,6%** para el **Microcaps**. Desde el inicio, hace más de tres años, para las estrategias ibérica y europea, las rentabilidades acumuladas son del **+45,8%** y **+37,9%**, respectivamente, lo que compara muy positivamente con el **-3,1%** y **+8,7%** de sus respectivos índices de referencia.<sup>1</sup>

El crecimiento mundial continúa fortaleciéndose. Según los últimos pronósticos por parte del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento global se situará en el 3,9% para el año 2018 después de un avance del 3,8% en el año anterior.

No obstante, la reciente intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China por el anuncio de aranceles y la elevada tensión geopolítica con Rusia han incrementado sensiblemente la volatilidad en los mercados.

Ante este escenario destaca la fuerte apreciación del crudo tipo Brent que continuó mostrando fortaleza durante los primeros tres meses del año, alcanzando los 70 dólares por barril, máximos desde el año 2014. Esta subida del precio del crudo unido a un ligero repunte de las expectativas de la inflación ha provocado una subida del tipo de interés del bono americano a diez años hasta niveles de 2,75% a finales del primer trimestre. La Reserva Federal, a su vez, volvió a subir su tipo de referencia en un 0,25% para situarlo en un rango de 1,50% - 1,75%.

Destaca la fuerte volatilidad dentro del segmento de las materias primas, con fuertes subidas del molibdeno, níquel y del ya mencionado crudo y las caídas del azúcar, carbón, mineral de hierro y del aluminio. Mención aparte merece la evolución del Baltic Dry Index, índice de los fletes marítimos de carga seca con una caída del -22,8% en el primer trimestre del año.

---

<sup>1</sup>Iberian: Magallanes Iberian Equity P. European: Magallanes European Equity P. Microcaps: Magallanes Microcaps Europe B. 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.



### **ROCE<sup>2</sup>: Mito y Realidad**

Es un hecho contrastado que aquellas empresas con altos retornos sobre el capital empleado (ROCE en adelante) tienden a destacar, en rentabilidad a largo plazo, sobre el resto de empresas cotizadas.

De forma sencilla, el ROCE explica cómo de eficiente resulta una empresa en su obtención de resultados acorde a los recursos empleados. Por lo tanto, tiene sentido que los inversores prefieran empresas más rentables, con altos ROCE, a empresas menos rentables, con bajos ROCE.

El estilo de inversión basado en empresas de ROCE alto se ha hecho muy popular en los últimos años. De hecho, existe cierta evidencia empírica que muestra cómo una inversión sistemática en empresas con retornos elevados es capaz de generar rentabilidades financieras por encima de las de mercado a largo plazo.

Se trata de una estrategia ganadora sin duda: la rentabilidad operativa del negocio genera valor y termina por reflejarse en la cotización de la acción a lo largo del tiempo. A este tipo de empresas se les ha denominado de forma oficiosa como empresas de calidad.

La mitificación de este concepto puede hacer que el inversor, en su afán incontrolable por comprar empresas de calidad, comience a adelantar demasiado el futuro sin importar el precio pagado hoy. Suele ser en este momento cuando la compra de acciones siguiendo los criterios de ROCE alto se vuelve peligrosa.

El ROCE tiene varios problemas, no sólo por tratarse de una medida estática y contable, sino también, por el hecho de que comprar empresas de ROCE alto no siempre garantiza rentabilidades financieras igualmente altas a futuro. ¿La razón?, el precio pagado por “ese” capital empleado puede resultar excesivo.

Pongamos un ejemplo, supongamos un negocio cuya actividad principal es la de diseñar, fabricar y distribuir prendas de vestir. Por hacerlo sencillo, imaginemos que, entre fábricas, centros logísticos, tiendas, proveedores, clientes e inventario, su capital empleado es de 20.000 millones de euros. Su beneficio operativo después de impuestos de 6.000 millones, por lo tanto, el retorno sobre el capital empleado de esta compañía estaría alrededor del 30%, nada mal. Otra información adicional sobre la empresa es que tiene presencia en casi 100 países, goza de una excelente reputación e imagen de marca entre sus clientes y su fundador es el máximo accionista de la compañía.

---

<sup>2</sup>Retorno sobre el capital empleado, *Return on capital employed* en inglés, popularmente conocido como ROCE. Se calcula como el Beneficio Operativo después de Impuestos sobre el total de Capital Empleado tanto fijo como circulante.



Poca gente dudaría en el atractivo de invertir en una empresa de estas características, a través de la compra de una fracción del total de sus acciones, pensando que, con un ROCE del 30%, conseguiríamos un retorno muy superior a casi cualquier otra alternativa de inversión existente en el mercado.

Pero, pensemos por un momento, que el precio de venta no fueran esos 20.000 millones de euros sino 120.000, seis veces más. ¿Cuál sería entonces nuestro ROCE real? ¿Seguiría entonces mereciendo la pena invertir?

El ejemplo anterior es una aproximación simplificada del caso de inversión en **INDITEX**<sup>3</sup>. Posiblemente, una de las mejores compañías del mundo, pionera en el modelo de negocio de “moda rápida”.

El elevado precio que se llegó a pagar por sus acciones hace poco más de seis meses, hizo que su valoración fuera excesiva, llegándose a pagar más de seis veces su capital empleado. Hoy, después de una caída próxima al -35%, el ROCE real a la inversión según nuestras estimaciones, supera el 7,5%, lejos aún del 30% pero lo suficientemente atractivo como para invertir en un negocio de elevadas y reconocidas ventajas competitivas.

### **Riesgos. El Poder de la Diversificación**

En ocasiones, nos preguntan cómo gestionamos los riesgos en cartera sobre posiciones específicas. La respuesta es doble: por un lado, conocer profundamente los valores donde invertimos y por otro, llevar a cabo una correcta diversificación y asignación de pesos entre las distintas posiciones.

Pero, ¿qué es una “correcta diversificación”? No habiendo una respuesta exacta, ésta debería ser un número de valores ni demasiado alto (lo cual provocaría resultados mediocres) ni demasiado pequeño (lo cual provocaría resultados abruptos). Basado en nuestra propia experiencia, pensamos que alrededor de 35 títulos en cartera se aproximaría mucho a esa “correcta diversificación”.

Es muy importante encontrar un buen balance entre una cartera relativamente concentrada, como las nuestras, y una apropiada protección de la misma en caso de caída significativa de alguna de las posiciones.

En este sentido, cobra especial relevancia nuestra forma de asignar pesos, que no necesariamente está relacionada con el potencial de revalorización de cada una de las ideas, sino más bien, con el impacto de la pérdida en caso de que nuestra tesis de inversión fuera incorrecta.

---

<sup>3</sup>Los datos para los cálculos de capital empleado y beneficio operativo son estimaciones propias de Magallanes, además, se han ajustado incluyendo el efecto de los alquileres por tiendas arrendadas, como si fueran en propiedad, lo cual tiene un efecto significativo en el balance y en los resultados operativos. En cualquier caso, los datos mostrados son meramente ilustrativos y no indicativos de valor o referencia alguna.



En otras palabras, estaríamos dispuestos a ponderar más en cartera una idea con un potencial del +50% sobre otra del +100% si la primera nos ofreciera más garantías de protección que la segunda, en caso de estar equivocados en nuestros cálculos.

### **Sencillo, Pero No Fácil**

Además de ser el título de un libro que recomendamos leer<sup>4</sup>, ésta es la sensación que siempre se tiene cuando tratamos de explicar la inversión en valor a largo plazo.

Desde un punto de vista racional, la inversión en valor resulta realmente fácil de entender: “comprar barato”. Algo que, por otro lado, no es exclusivo de nuestra disciplina, sino que además es parte del comportamiento general del ser humano, pagar menos por más.

Por lo tanto, resulta fácil de entender, pero difícil de ejecutar. En bolsa, comprar barato significa, la mayor parte del tiempo, comprar lo olvidado, fuera de moda, ignorado e, incluso, más odiado. Esto explica por qué determinados valores están baratos. El ser humano no está programado para esto, con poca capacidad de aguante ante situaciones incómodas e inciertas. Comprar barato, en este sentido, requiere grandes dosis de espíritu contrario, paciencia y capacidad de sufrimiento.

Nuestras inversiones históricas en ideas, en su día controvertidas, como **Deutz**, **FCC** o **Verbund** han sido claros ejemplos de lo anterior. Hoy todas ellas con rentabilidades acumuladas muy significativas superiores al +50%, en media.

Más recientemente, inversiones como **Carrefour**, **Metro**, **INDITEX** o **Tarkett** requieren todavía de la dosis de paciencia de la que hablábamos antes.

### **Cierre del fondo Magallanes Microcaps Europe FI**

Uno de nuestros principios de inversión en Magallanes tiene que ver con el firme compromiso con la calidad en la gestión, que prevalece sobre el tamaño. En este sentido, procedimos a mediados del mes de abril, al cierre del fondo Magallanes Microcaps Europe, al alcanzar los 100 millones de euros de patrimonio.

El cierre implica lo siguiente: a partir de los 100 millones de euros, cada nuevo partícipe sólo podrá mantener una participación, salvo en el caso excepcional de que se produzcan reembolsos que supongan una disminución del 10% del patrimonio en un plazo igual o inferior a 10 días. Los partícipes existentes no podrán realizar suscripciones cuando el patrimonio esté por encima de los 100 millones.

Habiendo celebrado nuestro III Día del Inversor en Madrid, disponible en nuestro canal de YouTube, próximamente anunciaremos los detalles de su celebración en Barcelona.

---

<sup>4</sup>“Simple But Not Easy”, Richard Oldfield

# MAGALLANES



VALUE INVESTORS

Mientras tanto, no dude en ponerse en contacto con nosotros por cualquiera de las vías habilitadas de comunicación para cualquier duda o consulta que pudiera tener.

Gracias por su confianza.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Iván Martín Aránguez', is placed below the printed name.



## ANEXO 1. ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE LOS FONDOS

### MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el primer trimestre con un nivel de inversión del 89,2%, estando formada su cartera por 29 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: Fluidra, SEMAPA, Sonae, Gas Natural y NOS. Las diez primeras posiciones representan el 46,2% del fondo.

España es el 63,1% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 26,1%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 56,1% de peso. Un 33,1% 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 primer trimestre con un nivel de inversión del 89,1%, formado por 37 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, consumo y energía; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Renault, Aker BP, Porsche Holding, OCI y Carrefour. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 38,3% 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 50,1% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 44,0% de peso. Un 45,1% 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.



## MAGALLANES MICROCAPS EUROPE FI

El fondo cierra el primer trimestre con un nivel de inversión del 86,1%, con una cartera formada por 52 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Orsero SpA, EDAG Engineering, Mutares AG, Italian Wine Brands y Waberer's. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 30,9% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Italia, Alemania y Reino Unido frente a otras regiones, con un peso agregado del 52,1% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €100 millones de capitalización ajustado por *free-float*, con un 67,0% de peso. Un 19,1% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño superior a €100 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 31/03/18

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	151,0198	<b>-0,07%</b>	<b>1,68%</b>	<b>5,44%</b>	<b>10,79%</b>	<b>1,68%</b>	<b>15,45%</b>	<b>15,48%</b>	<b>8,04%</b>	<b>46,45%</b>	<b>89,2%</b>
Índice de referencia Ibérico		-2,11%	-3,14%	-5,10%	-2,46%	-3,14%	12,13%	0,52%	-5,73%	3,16%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	153,4179	<b>-0,03%</b>	<b>1,81%</b>	<b>5,71%</b>	<b>11,34%</b>	<b>1,81%</b>	<b>16,03%</b>	<b>16,09%</b>	<b>6,32%</b>	<b>45,81%</b>	<b>89,2%</b>
Índice de referencia Ibérico		-2,11%	-3,14%	-5,10%	-2,46%	-3,14%	12,13%	0,52%	-11,27%	-3,12%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	157,1353	<b>0,03%</b>	<b>2,00%</b>	<b>6,10%</b>	<b>12,18%</b>	<b>2,00%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,91%</b>	<b>12,72%</b>	<b>57,14%</b>	<b>89,2%</b>
Índice de referencia Ibérico		-2,11%	-3,14%	-5,10%	-2,46%	-3,14%	12,13%	0,52%	2,57%	12,57%	

<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% Ibrx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

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

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "R"</b>	135,5753	<b>-0,16%</b>	<b>1,52%</b>	<b>5,16%</b>	<b>10,28%</b>	<b>1,52%</b>	<b>14,79%</b>	<b>16,33%</b>	-	<b>35,58%</b>	<b>89,1%</b>
Índice de referencia Ibérico		-2,11%	-3,14%	-5,10%	-2,46%	-3,14%	12,13%	0,52%	-	8,02%	
<b>Magallanes Iberian Equity LUX "I"</b>	137,2671	<b>-0,12%</b>	<b>1,66%</b>	<b>5,44%</b>	<b>10,88%</b>	<b>1,66%</b>	<b>15,42%</b>	<b>16,99%</b>	-	<b>37,27%</b>	<b>89,1%</b>
Índice de referencia Ibérico		-2,11%	-3,14%	-5,10%	-2,46%	-3,14%	12,13%	0,52%	-	8,02%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibrx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	134,8443	<b>-2,15%</b>	<b>-3,03%</b>	<b>-1,28%</b>	<b>8,17%</b>	<b>-3,03%</b>	<b>19,52%</b>	<b>12,89%</b>	<b>3,47%</b>	<b>35,38%</b>	<b>89,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	2,58%	0,42%	8,68%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	137,0267	<b>-2,11%</b>	<b>-2,91%</b>	<b>-1,03%</b>	<b>8,71%</b>	<b>-2,91%</b>	<b>20,12%</b>	<b>13,45%</b>	<b>4,23%</b>	<b>37,90%</b>	<b>89,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	2,58%	0,43%	8,69%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	140,3304	<b>-2,05%</b>	<b>-2,73%</b>	<b>-0,66%</b>	<b>9,53%</b>	<b>-2,73%</b>	<b>21,02%</b>	<b>14,31%</b>	<b>4,29%</b>	<b>40,33%</b>	<b>89,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	2,58%	9,77%	18,79%	

<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	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity LUX "R"</b>	128,4470	<b>-2,18%</b>	<b>-3,03%</b>	<b>-1,34%</b>	<b>7,92%</b>	<b>-3,03%</b>	<b>19,11%</b>	<b>18,30%</b>	-	<b>36,64%</b>	<b>90,3%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	9,39%	-	15,40%	
<b>Magallanes European Equity LUX "I"</b>	129,9836	<b>-2,13%</b>	<b>-2,90%</b>	<b>-1,07%</b>	<b>8,51%</b>	<b>-2,90%</b>	<b>19,76%</b>	<b>27,76%</b>	-	<b>48,57%</b>	<b>90,3%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	19,66%	-	26,24%	
<b>Magallanes European Equity LUX "P"</b>	130,8827	<b>-2,10%</b>	<b>-2,82%</b>	<b>-0,90%</b>	<b>8,88%</b>	<b>-2,82%</b>	<b>20,16%</b>	<b>12,08%</b>	-	<b>30,88%</b>	<b>90,3%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	2,58%	-	8,22%	
<b>Magallanes European Equity LUX "ING"</b>	93,7800	<b>-3,07%</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>-6,22%</b>	<b>90,3%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	-	-	-	-6,42%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2015; 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	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	109,4508	<b>-2,99%</b>	<b>-2,60%</b>	<b>-1,32%</b>	<b>5,89%</b>	<b>-2,60%</b>	<b>12,37%</b>	-	-	<b>9,45%</b>	<b>86,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,51%	-1,54%	-1,77%	5,74%	-1,54%	8,14%	-	-	6,48%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	109,1829	<b>-3,01%</b>	<b>-2,66%</b>	<b>-1,44%</b>	<b>5,74%</b>	<b>-2,66%</b>	<b>7,81%</b>	-	-	<b>4,94%</b>	<b>86,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,51%	-1,54%	-1,77%	5,74%	-1,54%	7,22%	-	-	5,57%	

<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	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	12,6802	<b>-2,33%</b>	<b>-3,27%</b>	<b>-2,03%</b>	<b>5,89%</b>	<b>-3,27%</b>	<b>16,30%</b>	<b>14,65%</b>	<b>-1,68%</b>	<b>26,80%</b>	<b>87,8%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,02%	-4,30%	-3,70%	-0,43%	-4,30%	10,24%	2,58%	7,92%	16,79%	

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