



Carta Trimestral a Inversores

3^{er} Trimestre de 2015

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Los mercados europeos de renta variable cierran el peor trimestre por rentabilidad desde 2011. La desaceleración económica en China, la incertidumbre sobre la política monetaria actual y el enfriamiento del crecimiento en beneficios de las empresas explican gran parte de dichas correcciones. Europa cede cerca del -9% en el trimestre, reduciendo a prácticamente 0% las ganancias acumuladas en el año. En el caso concreto de España, el Ibex 35 retrocede alrededor del -11%, agravado por la inestabilidad política. Mención aparte merecen las fortísimas caídas de algunos mercados emergentes como China del -30% o Brasil, -35%, en euros.

Como saben, el principal objetivo de Magallanes es la preservación de capital en el largo plazo. En este sentido, nuestros fondos cierran el trimestre con caídas alrededor del -3,5% (ver Anexo de rentabilidades por fondos y clases). Invertir en acciones y preservar capital pueden parecer planteamientos contraintuitivos, especialmente en mercados convulsos como el actual. Preservar capital, dentro de la inversión en acciones, consiste en perder lo menos posible cuando las condiciones son adversas. Cuando las aguas se calman y aparece el viento de cola, nuestro barco podrá navegar más lejos si hemos sido capaces de salvar las velas. Gran parte del éxito de la inversión en bolsa consiste en minimizar el número de errores, no tanto en acertar cuál será el próximo movimiento alcista.

Es interesante observar cómo las fuertes caídas recientes han puesto a la comunidad inversora en una situación incómoda. Cuando el mercado sube, el buen humor reina, la alegría se contagia y las acciones de casi todas las compañías suben en mayor o menor medida. La tolerancia, la permisividad y el optimismo dominan la actitud compradora del inversor. Por el contrario, cuando el mercado baja, es el miedo quien toma las riendas. La intolerancia a la pérdida se maximiza, la desconfianza aumenta y el pesimismo irracional transforma al mismo inversor que meses antes compraba acciones. Así funciona el mercado: un continuo vaivén entre el miedo y la codicia. Lo que está ocurriendo en los últimos meses se parece mucho a esta situación.

Pese a las correcciones, en Magallanes estamos tranquilos. Nunca dejará de fascinarme el comportamiento bipolar de la bolsa. Estoy convencido que la clave para conseguir buenas rentabilidades a largo plazo reside precisamente en aprovechar los cambios de ánimo del mercado. En estos momentos, de pesimismo, es cuando suelen surgir las mejores oportunidades de inversión. Por eso estamos tranquilos e ilusionados.



En algunos sectores el mercado nos está dando la oportunidad de adquirir buenas empresas muy por debajo de su valor intrínseco.

Como saben, la liquidez media de nuestros fondos ha estado en niveles elevados durante buena parte del año. En nuestra carta anterior comentábamos que “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”. La razón de mantener altos niveles de liquidez no es porque anticipáramos las correcciones que finalmente se produjeron, en absoluto, respondía más bien a la falta de buenas ideas de inversión. No fue hasta las caídas significativas del último mes y medio cuando incrementamos de nuevo el nivel de inversión de nuestros fondos hasta cerrar en niveles del 85%, lo que representa un incremento medio de más de siete puntos porcentuales frente a cierre de junio.

La situación general en el mundo sigue protagonizada por los mismos frentes abiertos que mencionábamos en ocasiones anteriores: desaceleración en China, conflictos bélicos Ucrania-Rusia y Oriente Próximo, Grecia o la política monetaria no convencional de tipos bajos. Resulta curioso observar la velocidad con la que cambia el foco de atención sobre los temas de actualidad, qué es lo importante hoy y qué no. Si hace unos meses sólo se hablaba de Grecia y de Ucrania, o de la política de tipos bajos como fuentes de riesgo, ahora estos conceptos han pasado prácticamente al olvido para hablarse de China y su muy comentada desaceleración económica. Lo que hoy es importantísimo, el mes que viene parece normal, y el trimestre siguiente, simplemente se olvida.

Es por eso que en Magallanes no empleamos más tiempo del estrictamente necesario en analizar la actualidad económica y social del mundo de hoy, ni muchos menos basamos nuestras decisiones de inversión en dicha coyuntura. Es suficiente con entender qué está pasando y no olvidarse de lo que ocurrió en el pasado. En este sentido no analizamos compañías en función del flujo de caja que vayan a generar los dos próximos trimestres, afectado muy seguramente por las circunstancias del momento actual. Cuando valoramos una compañía lo hacemos teniendo en cuenta su modelo de negocio junto con su capacidad de generar beneficios desde hoy hasta el día del juicio final, teniendo en cuenta, por tanto, ciclos buenos, malos y regulares en el proceso de análisis.

Como saben, dos de las características más relevantes que buscamos en una empresa son: buena salud financiera y calidad ética del equipo directivo. Dos catástrofes recientes demuestran la importancia de seguir estos principios básicos. Las caídas en precio de Glencore y Volkswagen. Magallanes no ha invertido ni tiene posiciones en ninguna de estas dos empresas.

Buena salud financiera, empresas con poca deuda o caja neta en balance. Solemos decir con frecuencia que una empresa sin deuda no puede quebrar, al menos no desde el punto de vista financiero, es imposible. Por tanto ante dos empresas de un mismo sector, habrá de valer más aquella que tiene menos deuda. Glencore es el mayor operador mundial de



materias primas, con actividades que van desde la compra venta de minerales y metales hasta el comercio de productos agrícolas. Salió a cotizar el 19 de mayo de 2011 con una valoración de 76.300 millones de libras, a cierre de septiembre su valor era de 12.700 millones de libras, sí, es correcto, en 4 años “desaparecen” 63.600 millones de libras (aproximadamente el tamaño de Eslovaquia). Durante el mismo período su deuda se multiplica por dos hasta más de 30.000 millones, representando un apalancamiento de casi 10 veces su beneficio operativo estimado para 2015, de 3.000 millones de libras. Primera lección, un apalancamiento excesivo junto con una fuerte caída en resultados, ocasionado en este caso por la bajada del precio de las materias primas desencadena la tormenta perfecta para perder todo su dinero. De hecho, con una caída desde su precio de colocación en bolsa del -85%, parece que los únicos que han ganado dinero fueron los que vendieron en dicha salida. Segunda lección importante: por norma general no comprar en salidas a bolsa, si los dueños de una empresa se “deshacen” de ella, por qué ha de ser usted quien les haga ricos.

En cuanto a la integridad profesional de los equipos directivos, cabe destacar el caso de Volkswagen, con una pérdida de valor de algo más de 28.000 millones de euros en apenas una semana, debido al fraude en las emisiones de gases de parte de sus vehículos. Warren Buffett dijo en una ocasión que había tres atributos básicos a la hora de contratar a una persona: integridad, inteligencia y capacidad de trabajo. A la luz de lo ocurrido parece que los ex directivos de Volkswagen eran inteligentes, trabajadores pero poco honestos. Lección: a la hora de invertir en una empresa no sólo se fije en los datos recogidos en las memorias anuales, si bien el fraude y el engaño no son siempre identificables o predecibles.

En cuanto a nuestra actividad inversora durante el trimestre cabe destacar que se centró básicamente en la compra de valores que no teníamos previamente en cartera; fuimos especialmente activos en el sector eléctrico alemán y austríaco, así como en algunos valores de compañías mineras, empresas todas ellas que se encuentran cotizando en mínimos históricos, sectores denostados, muy penalizados por el mercado.

En las carteras europeas destacaríamos la compra de Verbund AG, empresa eléctrica austríaca única en Europa debido a sus extraordinarios activos hidroeléctricos. Se trata del único y más grande generador eléctrico especialista en este tipo de tecnología – aproximadamente el 95% de la generación de electricidad proviene de sus más de 120 centrales eléctricas de agua – con una producción anual de 31,2 TWh. Además, Verbund posee la red nacional austríaca de distribución eléctrica, con más de 3.500 kms, negocio estable, regulado y con altísima visibilidad. Vende su electricidad a partes iguales entre Austria y Alemania. El problema actual es que el precio de la electricidad en Alemania está en mínimos de los últimos años, por debajo de 30 € el MWh. Esta pronunciada caída se debe principalmente a la fuerte bajada en el precio del carbón, tecnología que fija el precio de la electricidad en Alemania. No sabemos cuál será el precio de la energía en los próximos meses, pero estamos convencidos de que en las próximas décadas será superior al actual. La principal ventaja competitiva de Verbund reside en sus centrales hidroeléctricas, únicas e



irreplicables, con vidas útiles superiores a los 50 años. A los precios actuales, es posible comprar estos activos únicos, reales y productivos por debajo de su valor en libros.

También compramos acciones de la mayor empresa eléctrica europea por ingresos, la alemana E.ON, conglomerado energético con más de siete unidades de negocio tales como la generación eléctrica, exploración petrolífera y compra-venta de materias primas. Además posee la red de distribución de electricidad y gas más extensa de Europa, con más de 1 millón de kilómetros de longitud. Los precios bajos de la electricidad y la obligatoriedad de cerrar sus centrales nucleares han hecho que la acción caiga a niveles de hace 25 años, con una caída acumulada desde máximos superior al -80%. A los precios actuales, la empresa cotiza a dos tercios de su valor en libros, después de dar de baja sus centrales nucleares. Una valoración de sus diferentes unidades de negocio a precios de mercado nos daría un valor fundamental de prácticamente el doble a su cotización actual.

Mencionar también la compra de Antofagasta, empresa productora de cobre. Antofagasta acumula una caída próxima al -70% durante los últimos cuatro años, en ese mismo período el precio del cobre ha caído cerca del -50%. A simple vista, la caída parece desproporcionada. Es cierto que el principal comprador de cobre del mundo es China, que supone cerca del 40% del consumo mundial. Por tanto no es discutible que el precio del cobre baje si el mayor consumidor mundial atraviesa dificultades. Si se le añade a la ecuación una situación de balance comprometida, como es el caso de Glencore, el desastre en el sector de minería del cobre está servido. Volvemos a nuestro planteamiento original, creemos que en las peores situaciones de mercado, cuando todo se da por perdido, es posible encontrar buenas ideas de inversión, en este caso, en el mercado de cobre.

Es importante aclarar que nuestra tesis no se basa en una recuperación inmediata de China en los próximos trimestres, tampoco en una subida repentina del cobre durante las próximas semanas. Tan sólo tratamos de identificar, dentro de un sector muy castigado, aquellos jugadores que estén en las mejores condiciones para poder acabar la carrera sin lesionarse, y a ser posible, ganarla. Creemos que Antofagasta es uno de ellos.

Antofagasta es una empresa minera basada en Chile, enclave natural para la producción de cobre, controlada al 65% por la familia Luksic, reconocidos por su buena reputación como empresarios y buen trato al resto de accionistas minoritarios. Hay tres factores que marcan la diferencia en Antofagasta sobre el resto de mineras: no tiene deuda, produce barato y es pequeña. Con apenas un 3% de la cuota de mercado mundial, se sitúa en el primer tercio de productores por coste, esto quiere decir que, en caso de que el cobre continuara bajando, algo que por otro lado no descartamos, dos terceras partes de la producción mundial tendrían que desaparecer antes que ellos. Además, el hecho de no tener deuda cobra un valor importantísimo en esta situación de mercado: Antofagasta puede aguantar mucho más tiempo que sus competidores en caso de que el cobre siga bajando durante mucho más tiempo. El cobre no tiene sustitutivo económicamente viable para servir a sectores tan importantes y necesarios como el de la transmisión de energía eléctrica, telecomunicaciones



o conducción de fluidos. Desde el punto de vista de valoración, a los precios actuales, comprar Antofagasta costaría unos 11.000 dólares por tonelada de producción anual, esto compara con los 20.000 dólares que requeriría poner en marcha una mina de cobre desde cero, según un informe de la casa de análisis Bernstein.

La actividad en la cartera Ibérica ha sido menor. Es cierto que el Ibex 35 registró la peor caída entre sus comparables europeos, gran parte de este retroceso se debe al sector bancario español, industria por otro lado que seguimos sin ver lo suficientemente atractiva como para invertir a largo plazo, incluso después de las recientes caídas. El sentido común indica que un entorno de tipos de interés bajo no es lo más propicio para un sector que vive de la diferencia entre el tipo que cobra a sus clientes y el tipo que paga por los depósitos. Piense por unos instantes cuál sería el beneficio de una empresa que vendiera sus productos a cero euros; la respuesta es inmediata. Pero no sólo el precio al que venden su producto es bajo, casi cero, también es mínima la cantidad del producto que venden, que obviamente en el caso de los bancos viene representado por el crédito. Una economía que está en pleno proceso de reducción de su deuda es difícil que registre incrementos significativos en crédito.

Cabría destacar el incremento de exposición en Corticeira Amorim. Líder mundial de fabricación de corcho, con más de un 35% de cuota de mercado, dos veces más grande que el segundo productor, controlada por la familia Amorim con un 84,9% de participación. Una de cada tres botellas de vino en el mundo está precintada por un tapón de corcho fabricado por Corticeira. Son varias las ventajas competitivas que hacen de Corticeira una empresa rentable y única en sí misma. Aunque se trata de una empresa portuguesa, solamente el 4% de sus ventas proviene del país; lo más interesante de su emplazamiento es que la península ibérica representa uno de los mayores santuarios de alcornoques del mundo. Esto les permite tener una gran diversificación de aprovisionamiento, así como bajos costes de transporte. Corticeira tiene además presencia directa en los principales países productores de vino y cuenta con el control de una de las mayores redes de distribución del sector en el mundo, con más de 42 canales de venta. Compañía poco seguida por la comunidad inversora, gestionada y controlada por una familia, rentable, balance sólido y con claras ventajas competitivas que la permiten crecer a lo largo del ciclo.

Me es grato comunicarles la puesta en marcha de nuestro primer plan de pensiones, Magallanes Acciones Europeas, PP. Al pensar en nuestro futuro y el de nuestros clientes no queremos olvidar el de colectivos más vulnerables, y por eso Magallanes vincula el lanzamiento de este nuevo plan al refuerzo del compromiso con tres organizaciones con las que colabora: Fundación Balía, Fundación Capacis y ONG Madre Coraje. En este sentido, por cada 1.000€ que se aporten al plan, Magallanes donará 1€ de su capital a la ONG que cada partícipe designe en el boletín de adhesión.

Después de nueve meses de andadura invirtiendo con ustedes, nuestros clientes, quiero transmitirles de nuevo nuestra ilusión en el proyecto. Las caídas recientes de mercado, lejos de causar desánimo, han reforzado más aún si cabe nuestro grado de compromiso,

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

animándonos a seguir descubriendo buenas ideas de inversión para el largo plazo. El camino de un inversor en valor como nosotros es solitario, dispuestos a comprar en momentos de pánico y esperar pacientemente cuando el precio de los activos es elevado. Creo que sólo tomando decisiones extraordinarias se consiguen resultados extraordinarios.

Por todo ello muchas gracias por su confianza.



MAGALLANES IBERIAN EQUITY FI

El fondo cierra el trimestre con un nivel de inversión del 85%, estando formada su cartera por 26 compañías españolas y portuguesas frente a las 24 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, Inmobiliaria Colonial SA y Sonae SGPS SA. Las diez primeras posiciones representan el 51,5% del fondo.

Con el incremento reciente en Corticeira Amorim subimos la exposición en Portugal hasta el 22.2%, el resto lo comprenden acciones españolas.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.500 millones de capitalización, con un 76,4% de peso. Un 4,2% 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 84,1%, formado por 32 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 EMMI AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 41,1% del fondo.

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 57,6% de peso. Un 9,6% 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.

Una vez más, muchas gracias por su confianza.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones





ANEXO de RENTABILIDADES

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	-4,24%	-4,04%	-6,88%	0,25%	29/01/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>-6,86%</i>		
Magallanes Iberian Equity FI "P"	-4,20%	-3,91%	-6,64%	-1,46%	26/02/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>-12,33%</i>		
Magallanes Iberian Equity FI "E"	-4,14%	-3,73%	-6,29%	4,27%	09/01/2015	85,0%
<i>Indice de referencia Ibérico</i>	<i>-6,50%</i>	<i>-10,51%</i>	<i>-15,63%</i>	<i>1,34%</i>		

Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR. Datos a 30/09/15

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	1 MES	3 MESES	6 MESES	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	-2,37%	-3,64%	-5,27%	-0,65%	27/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>-4,65%</i>		
Magallanes European Equity FI "P"	-2,33%	-3,52%	-5,04%	-0,06%	29/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>-4,64%</i>		
Magallanes European Equity FI "E"	-2,27%	-3,34%	-4,68%	-0,19%	09/01/2015	84,1%
<i>Indice de referencia Europeo</i>	<i>-4,31%</i>	<i>-8,86%</i>	<i>-12,43%</i>	<i>4,23%</i>		

Rentabilidades después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net TR. Datos a 30/09/15