



Carta Trimestral a Inversores

2º Trimestre de 2016

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

Durante el segundo trimestre del año la bolsa europea continuó la senda bajista iniciada a principios de año. El 23 de junio de 2016 pasará a la historia como el día en que los británicos decidieron votar a favor de la salida de la Unión Europea, comúnmente conocido como *Brexit*. Dicha decisión tuvo una fuerte repercusión en el precio de la mayoría de activos financieros, muy especialmente en las bolsas europeas que experimentaron caídas próximas al -7%. El efecto fue aún más negativo para países como España, donde el índice Ibex-35 sufrió la peor sesión de todos los tiempos con un retroceso del -12,35% en un solo día.

Nuestro principal mandato es proteger su inversión, para posteriormente poder hacerla crecer a largo plazo. Proteger el capital en un fondo que invierte en acciones consiste en perder lo menos posible cuando el mercado atraviesa dificultades. Desde que comenzamos a gestionar a finales de enero de 2015, la bolsa europea ha caído alrededor de un -8%, destacando el fuerte retroceso próximo al -20% de la bolsa española. En este entorno adverso nuestros fondos están consiguiendo mantenerse en positivo, destacando muy positivamente Magallanes Iberian Equity que acumula rentabilidades superiores al +5% desde los inicios (ver anexo de rentabilidades).

La política monetaria de tipos bajos promovida por los principales bancos centrales ha ocasionado la existencia de más de 13 billones de dólares en bonos con rentabilidad negativa a nivel global, algo más de 10 veces el tamaño de la economía española. Una situación como la actual es ciertamente compleja, hasta cierto punto irracional, haciendo muy difícil intentar averiguar cuáles serán las consecuencias a futuro.

Considerablemente preocupante si lo combinamos con un nivel todavía alto de deuda de los principales países desarrollados, una crisis crediticia en China, el auge de corrientes populistas en el mundo y el posible debilitamiento institucional de Europa después del *Brexit*.

En este sentido, gran parte de la comunidad inversora centra sus esfuerzos en vaticinar cuál será el desenlace, más o menos desastroso, de una situación singular como la actual. Tratan de posicionar sus carteras en consecuencia o dan consejos a sus clientes de cómo manejar sus inversiones ante tal o cual eventualidad.



Es fácil entender la relación causa-efecto, pero es muy difícil, prácticamente imposible, saber cuándo y en qué nivel de intensidad se producirá tal efecto. Podría ocurrir mañana o podría alargarse en el tiempo durante décadas, como está ocurriendo en Japón.

Esta complejidad actual del mundo invita a ser, más que nunca si cabe, moderados, racionales y templados. Siempre con el foco puesto en la búsqueda de empresas cuya apreciación en valor a largo plazo dependa de sus propios fundamentales.

Afortunadamente el éxito en el proceso de inversión de Magallanes no se basa en el grado de acierto de eventualidades a futuro, sino en la habilidad de comprar buenos negocios a buenos precios independientemente del momento actual de mercado.

El mejor comportamiento de los fondos de Magallanes se ha debido principalmente a tres puntos: buena evolución de gran parte de las compañías en cartera, ausencia total de bancos y niveles de liquidez.

La liquidez en cartera cobra un valor especial en momentos de alta incertidumbre ya que nos da la flexibilidad de poder comprar empresas penalizadas de una forma rápida y efectiva. Así ocurrió por ejemplo durante la sesión posterior al día del *Brexit*, gracias a tener liquidez en cartera, alrededor del 10%, pudimos comprar algunos valores que cayeron de forma significativa.

Como saben, analizamos y seguimos muy de cerca la evolución del sector bancario. Nos gustaría ser más positivos pero la realidad al respecto sigue siendo dura. Las razones históricas que nos llevaron a evitarlo siguen vigentes: tipos de interés bajos, ausencia de crecimiento del crédito y balances con un nivel de bonos de gobierno muy superior a la cifra de fondos propios. Todo esto retroalimenta el mal crónico de la banca, falta de generación de beneficios saludable y mala capitalización. Cabría añadir el riesgo implícito no reconocido al tratar desde el punto de vista regulatorio los bonos de gobierno en balance como riesgo cero, algo difícil de creer.

Nuestra inquietud por el sector bancario no obstante va más allá de la situación actual. En nuestra opinión, el sector, como modelo de negocio tradicional, está en claro riesgo de disrupción por la transformación de negocio que nuevos jugadores de mercado están llevando a cabo. Hoy, gracias en gran medida al avance de la tecnología y a la liberalización del sector, es posible entre otras cosas, realizar pagos con dispositivos móviles, comprar fondos de inversión o contratar seguros de vida fuera del circuito tradicional de la banca. La actual estructura sobredimensionada de la mayoría de bancos nos hace tener una visión cuanto menos cauta y escéptica sobre su capacidad de adaptación a futuro.



Nuestra filosofía de inversión tiene como pilares fundamentales la paciencia, el largo plazo y el análisis detallado. La fuerte volatilidad e incertidumbre actuales está transformando estos atributos en ansiedad, cortoplacismo y superficialidad para la mayoría de integrantes de mercado. Esta divergencia genera oportunidades únicas para inversores como nosotros.

Hemos aprovechado las fuertes oscilaciones en precios para comprar y vender algunas empresas en cartera.

En junio vendimos la posición total en EMMI AG, dueña de las marcas Kaiku y Caffè-Latte. El motivo es que alcanzó nuestra valoración objetivo. Empezamos a acumular acciones de EMMI AG a comienzos de 2015 en niveles de 300 francos suizos. Hoy, casi año y medio después, las acciones cotizan por encima de 600. Es una compañía que nos sigue gustando por la calidad de sus productos, su equipo directivo y su poder de fijación de precios, pero la valoración exigente no justifica, en nuestra opinión, seguir manteniéndola.

Destacar la compra de Savencia SA, grupo alimentario internacional perteneciente a la familia Bongrain. Es el líder mundial en la transformación de leche, segundo mayor productor de queso en Francia y quinto a nivel global. Entre sus marcas más reconocidas cabe destacar Caprice des Dieux, Milkana o Burgo de Arias. El motivo principal de la compra es la combinación de una palestra de productos de primer nivel junto con una valoración muy atractiva de la compañía en su conjunto, que comparada con empresas tipo Nestlé, Danone o la propia EMMI podría alcanzar una revalorización de más del doble de la cotización actual. Una situación más favorable del mercado de la leche, junto con cierto poder de fijación de precios, podría propiciar una subida gradual de márgenes, lo que se vería reflejado a largo plazo en un mayor valor de sus acciones.

En el fondo ibérico compramos Meliá Hotels. Líder mundial en la categoría de resort vacacional, con fuerte presencia en Caribe, destacando México, República Dominicana y Cuba. El modelo de negocio de Meliá combina una estrategia basada en la propiedad y gestión de activos únicos difícilmente replicables, hoteles en el Caribe, junto con una gestión hotelera profesionalizada para terceros.

Invertir en empresas cuyos productos son deseados por sus clientes es un aspecto distintivo del proceso de inversión de Magallanes. Descubrimos EMMI AG por la calidad de sus productos sin lactosa, Savencia por la oferta variada y el buen sabor de su queso fresco y Meliá por lo placentero de pasar unas buenas vacaciones en alguno de sus hoteles del Caribe.

Durante el transcurso del año hemos mantenido más de 120 reuniones, viajando por buena parte de Europa. Nuestra impresión es positiva y esperanzadora al existir un amplio universo de empresas singulares y bien gestionadas donde poder invertir.



Conscientes de la importancia que tiene comenzar a ahorrar cuanto antes, durante el mes de junio lanzamos una nueva iniciativa por la que los menores de 25 años podrán invertir en fondos de Magallanes dentro de la clase de participación con una comisión de gestión más barata.

Como eventos significativos del segundo trimestre, destacaríamos la asistencia en abril como ponentes a la conferencia *ValueEspaña*, la celebración el pasado 8 de junio de la primera Conferencia de Inversores en Barcelona y recientemente la asistencia también como ponentes en el seminario *Value Investing Seminar* de Trani, en Italia.

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 89,6%, estando formada su cartera por 27 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, Prosegur, Inmobiliaria Colonial, Gas Natural y Miquel y Costas. Las diez primeras posiciones representan el 46,4% del fondo.

España es el 69,5% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 20,2%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 70,9% de peso. Un 18,7% 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 90,5%, formado por 32 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como Hornbach AG, Pargesa Holding SA, Orkla ASA, Savencia SA y C&C Group Plc. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 44,6% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Francia, Alemania y Suiza frente a otras regiones, con un peso agregado del 46,8% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 68,3% de peso. Un 22,2% 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 30/06/16

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity, FI "M"	110,7001	-5,20%	-2,42%	2,76%	-0,63%	7,35%	29/01/2015	89,6%
Índice de referencia Ibérico		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-17,77%		
Magallanes Iberian Equity, FI "P"	111,4788	-5,13%	-2,27%	3,31%	-0,35%	5,95%	26/02/2015	89,6%
Índice de referencia Ibérico		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-22,60%		
Magallanes Iberian Equity, FI "E"	112,6916	-5,11%	-2,13%	4,04%	-0,03%	12,69%	09/01/2015	89,6%
Índice de referencia Ibérico		-10,03%	-7,01%	-21,00%	-12,78%	-10,54%		

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	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	100,4870	-5,67%	-3,29%	-	0,49%	0,49%	31/12/2015	90,9%
Índice de referencia Ibérico		-10,03%	-7,01%	-	-12,78%	-12,78%		
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	100,7703	-5,63%	-3,15%	-	0,77%	0,77%	31/12/2015	90,9%
Índice de referencia Ibérico		-10,03%	-7,01%	-	-12,78%	-12,78%		

Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity, FI "M"	99,4369	-4,46%	-1,32%	-3,17%	-3,52%	-0,17%	27/01/2015	90,5%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	-6,84%		
Magallanes European Equity, FI "P"	100,1670	-4,42%	-1,20%	-2,69%	-3,28%	0,81%	29/01/2015	90,5%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	-6,83%		
Magallanes European Equity, FI "E"	101,2450	-4,35%	-1,01%	-1,95%	-2,92%	1,24%	09/01/2015	90,5%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-10,96%	-7,23%	1,83%		

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

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	96,6628	-4,37%	-1,49%	-	2,83%	2,83%	29/01/2016	89,8%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	-1,08%		
Magallanes European Equity LUX "I"	96,8907	-4,33%	-1,36%	-	10,88%	10,88%	12/02/2016	89,8%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-	8,22%	8,22%		
Magallanes European Equity LUX "P"	97,0084	-4,30%	-1,28%	-	-2,99%	-2,99%	31/12/2015	89,8%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	-7,23%		

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

MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	12 MESES	2016	DESDE INICIO	FECHA INICIO	NIVEL DE INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	9,6143	-4,54%	-0,90%	-	-2,21%	-3,86%	24/09/2015	91,4%
Índice de referencia Europeo		-5,00%	-1,27%	-	-7,23%	0,11%		

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