



## Carta Trimestral a Inversores

30/06/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad en la primera mitad de 2017 ha sido del +12,87% para la estrategia ibérica y del +12,17% para la europea. Desde inicio, hace más de dos años, las rentabilidades acumuladas son del +49,30% y +34,20%, respectivamente<sup>1</sup>.

La victoria de Emmanuel Macron en Francia y la caída del precio del petróleo por debajo de 50 dólares han sido algunos de los eventos más destacados durante el segundo trimestre del año. El tono de las bolsas ha seguido siendo positivo alcanzando nuevos máximos históricos en el caso de la bolsa americana.

Durante este período hemos tenido un repunte notable en el número de transacciones realizadas en los fondos. La rotación típica de nuestras carteras, entendida como el importe total de compras y ventas al año en comparación al patrimonio gestionado, es baja, generalmente no superior al 20%. Esto es acorde con nuestro período medio de permanencia en las inversiones, que suele oscilar alrededor de los 5 años. Por lo tanto, tiene sentido que durante nuestro tercer año de mandato algunas de las inversiones en cartera hayan alcanzado el punto óptimo de maduración para ser sustituidas por otras.

Parte importante de las ventas se iniciaron a finales del segundo trimestre y han continuado durante el mes de julio, por lo que las explicaremos oportunamente durante la carta del tercer trimestre.

Entre las incorporaciones hay novedades interesantes, que reúnen las características propias de una inversión “estilo Magallanes”: empresas baratas, fuera de moda y cotizando, muchas de ellas, en mínimos históricos.

Queso, mantequilla, barcos, fertilizantes y coches, todo es la misma cosa. Permítanme elaborar esta afirmación un poco más tarde. Después de casi dos décadas de profesión no deja de sorprenderme el comportamiento pendular de los mercados financieros, la rapidez con la que se pasa de la avaricia al miedo y del miedo a la avaricia sin apenas reposar por unos segundos en el punto de equilibrio.

Volvamos a la mantequilla. Recientemente leíamos un titular en el Financial Times que decía: “¿Por qué los precios de la mantequilla están en máximos?”. Como saben, una de nuestras mayores posiciones es la empresa francesa de elaborados lácteos Savencia, líder en la producción y distribución de mantequillas y quesos a nivel mundial. Justo hace un

---

<sup>1</sup>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. Rentabilidad desde inicio corresponde a la clase E al ser la primera clase en activarse el 09/01/2015.



año explicábamos dicha compra en la carta del segundo trimestre de 2016. Entonces, los precios de la mantequilla y otros elaborados lácteos como el queso, no estaban en máximos, de hecho, estaban en mínimos. Ponemos a continuación un extracto de nuestra nota interna de análisis de Savencia escrita durante los primeros meses de 2016:

- *La tesis de inversión se centra en el ciclo de la leche en Europa, que a su vez representa también su principal riesgo:*
  - *En el año 1984 la CE estableció el sistema de cuotas de leche debido al exceso de oferta. En marzo de 2015 dicho sistema finaliza motivado por la racionalización de la oferta, menos granjas lecheras, y muy especialmente por la apertura de nuevos mercados fuera de la UE, en especial Rusia y China. Durante el período 2010-2015 la demanda exterior es tal que las exportaciones suben un +45% en volumen y un +95% en valor. Destacan productos de valor añadido como el queso.*
  - *El final del sistema de cuotas liberaliza en cierta forma el mercado lechero en Europa de manera que cada granjero puede producir la cantidad que desee sin ningún tipo de restricción.*
  - *Lo que en principio parecía ser un “aterrizaje suave” aliviado por la demanda creciente del sector exterior resultó ser una catástrofe para el sector. La coincidencia de la eliminación del sistema de cuotas, junto con el veto ruso a las importaciones de productos europeos y la caída de la demanda de China desencadenaron una de las mayores caídas de precios nunca vista en Europa, -40% desde máximo de 2014 y en mínimos de los últimos 13 años, fruto además de una sobrecapacidad mundial, espoleada por Europa, que en 2015 llegó a cerca de 5 M de toneladas.*
  - *La caída ha sido tan brutal que el precio de coste para muchos granjeros supera el de venta. Esto debería llevar eventualmente a una destrucción/reducción de capacidad sobrante y una recuperación de los precios de la leche a nivel global. El efecto sería aún mayor si países como Rusia y China activasen de nuevo sus importaciones.*

*Abril 2016, Magallanes Value Investors*

Apenas 12 meses después la situación es bien distinta, podemos leer en el artículo que debido a la delicada situación durante los años 2014 y 2015 “muchos granjeros decidieron cerrar sus granjas”. Además, tanto China como Rusia han empezado a incrementar importaciones. El resultado es sencillo: menor oferta y mayor demanda implica precios altos. Savencia, entre otros elaboradores lácteos, es un claro beneficiario de esta situación, lo que se está traduciendo en mayores márgenes y rentabilidad del negocio. Cuando compramos Savencia nadie quería oír hablar de la leche, hoy un +50% por encima de aquellos precios parece haber más interés.

Se trata de un típico desequilibrio temporal entre oferta y demanda. Observando este y otros fenómenos parecidos llegamos a la conclusión de que los gráficos de oferta y demanda no funcionan como nos enseñaron en la Universidad, al menos en lo que respecta a la oferta.



La demanda es una línea recta y continua entre precio y cantidad, donde cada consumidor racional (de los miles de millones en el mundo) está dispuesto a comprar más por menos. La oferta en cambio, formada por menos agentes y más heterogéneos, está dispuesta siempre a vender más por más precio. Existe un nivel de producto que no se puede ofrecer por muy alto que sea el precio: la oferta de casi cualquier producto es finita porque los recursos son finitos. Por mucho que nos guste la mantequilla y estemos dispuestos a ofrecer su peso en oro no sería factible, en las condiciones actuales, comprar toda la mantequilla que quisiéramos. No se puede, de forma instantánea, comprar un terreno, construir una granja, comprar vacas, comprar maquinaria, obtener licencias y ponerse a producir mantequilla de repente. Lleva tiempo.

Los altos precios del momento incentivan la entrada a futuro de nueva capacidad, muchos empresarios atraídos por esta situación toman la decisión de iniciar su proyecto hoy. Pero para cuando la oferta real aparece en el mercado, ésta lo hace de golpe afectando seriamente a los precios si la demanda entonces no es tan fuerte como se esperaba. La situación puede llegar a ser desastrosa si gran parte de estos proyectos se financian con deuda.

Lo anterior es una definición clásica del ciclo de capital: altos precios que generan negocios rentables que atraen nuevos competidores en busca de rentabilidad lo que a su vez genera, tarde o temprano, excesos de capacidad que presionan el precio a la baja llegando a incurrir incluso en pérdidas. Aquellos con estructuras financieras más apalancadas o con procesos productivos menos eficientes serán posiblemente los que antes abandonen el mercado. La destrucción de capacidad hace que se vuelva al equilibrio de nuevo. Cada industria tiene su propio ciclo de capital que en ocasiones no tiene por qué estar correlacionado con el ciclo de la economía mundial.

De hecho, esta situación no sólo se ha producido en el sector de elaborados lácteos, sino también, bajo nuestro punto de vista, en otros tan dispares como el de barcos, fertilizantes y coches.

En cuanto a barcos, hemos encontrado ideas muy interesantes en el nicho de buques de transporte de productos refinados del petróleo, conocidos en el argot naviero como *product tankers*. A diferencia de los buques de crudo, conocidos como *tankers*, que transportan el petróleo desde los pozos de extracción a las refinerías, los *product tankers* transportan productos refinados como gasolinas, diéseles y otros combustibles hasta su punto de consumo.

Nuestra experiencia en el sector naviero es muy amplia y se remonta hasta hace más de dos años, cuando compramos y posteriormente vendimos la compañía noruega líder en la construcción y operación de barcos FPSO, BW Offshore.



El sector del transporte marítimo en general experimentó un momento muy positivo entre los años 2004 y 2008, en lo que algunos han llegado a catalogar de superciclo. La subida en el precio de las materias primas, el incremento del comercio mundial y el fácil acceso al crédito propiciaron una de las mayores burbujas de la historia reciente, similar a la burbuja del sector inmobiliario de algunos países como España. Las tarifas diarias por alquilar un barco, principal indicador de la industria, llegaron entonces a máximos históricos y la rentabilidad por operar un barco de carga media era de doble dígito alto.

El resultado fue un repunte sin precedentes en el número de pedidos de nuevos barcos, que a su vez trajo consigo la construcción de nuevos astilleros para poder hacer frente a dichos pedidos. Fruto del frenesí en el momento más álgido del ciclo, hacia mediados de 2007, la proporción de nuevos pedidos respecto a la flota global de barcos llegó a ser casi del 50% anual.

Entre el momento del pedido de un nuevo barco y la fecha de entrega se tardan varios años. Toda la capacidad que se ordenó durante los momentos de euforia apareció en el mercado años más tarde, en bloque, coincidiendo además con un mal momento, lo que produjo la caída fulgurante en las tarifas diarias y el consecuente colapso de la industria.

Ahora, diez años después, el sector de transporte marítimo en general, y el de los *product tankers* en particular, está en una situación diametralmente opuesta. El número de astilleros se ha reducido a prácticamente la mitad, los bancos ya no prestan tan alegremente y el número de bancarrotas se ha disparado, entre las más sonadas la gigante china Hanjin. La situación es tal que el ratio de nuevos pedidos frente a la flota global de barcos es inferior al 15%, situándose en los niveles más bajos de la historia reciente.

La situación anterior se podría agravar aún más con los nuevos requerimientos medioambientales, aguas de lastrado y emisión de sulfuros, que entrarán en vigor de forma obligatoria a partir de septiembre de 2017 e inicios de 2020, respectivamente, lo que acelerará la tendencia inexorable del sector hacia el achatarramiento de aquellos barcos más antiguos cuyo coste de actualización no merezca la pena.

De entre todos los segmentos de transporte marítimo, el nicho de los *product tankers* es el que nos parece más interesante ya que las dinámicas de oferta y demanda resultan aún más atractivas. Concretamente, el ratio entre nuevos pedidos y flota global está en su mínimo histórico del 4,3%, muy por debajo de la tasa normal de reposición de la flota existente.

En este sentido hemos comprado el mayor especialista en *product tankers* del mundo con 124 barcos operados y en propiedad, Scorpio Tankers, basada en Mónaco y cotizada en Estados Unidos.



La principal ventaja de Scorpio es su jovencísima flota con una vida media inferior a los 2 años, especialmente después de la compra de los barcos de la quebrada Navig8 (27 barcos con una vida media inferior a 1 año). La mayor y más joven flota de *product tankers* perfectamente preparados para los nuevos requerimientos regulatorios medioambientales. Al precio actual de la acción de Scorpio y según nuestra valoración conservadora de la flota a precios de mercado, la empresa estaría cotizando a un importante descuento frente a su valor de liquidación. Su nivel de deuda frente al valor de mercado de sus barcos es ligeramente inferior al 60%, cifra muy razonable, lo que les permitirá aguantar más tiempo la actual situación deprimida frente a otros competidores más apalancados.

Algo parecido ha ocurrido en el sector de fertilizantes, donde hemos comprado Potash Corp, líder mundial en la producción de potasio con una cuota de mercado del 22%. También produce nitrógeno y fósforo, con un 2% y 3% de cuota mundial respectivamente.

Hace diez años existía el temor de que el mundo se quedara sin alimentos suficientes para abastecer el imparable crecimiento de la población mundial, especialmente en India y China. El precio de la mayoría de materias primas básicas como trigo, maíz y soja alcanzaron máximos históricos. Nuevos competidores entraron en la industria agrícola atraídos por precios altos, lo que animó a su vez a otras industrias relacionadas, entre ellas los fertilizantes. Se dispararon las solicitudes de proyectos para nuevas minas de potasio y fosfato, así como nuevas factorías para la producción de nitrógeno, especialmente en China. El ciclo de capital de los fertilizantes iniciaba de esta manera su caída a los infiernos. Pasaron los años y no hubo carestía de alimentos, lo que trajo consigo una caída significativa de la mayor parte de materias primas agrícolas, lo que a su vez arrastró el precio de los fertilizantes. Situación que se vio agravada por la salida al mercado de nueva capacidad productiva, deprimiendo aún más el precio de dichos fertilizantes.

El resultado hoy es que tanto el precio del potasio como el de la urea (basada en nitrógeno) se encuentran en mínimos de la última década. El precio es tan bajo en el caso de la urea que, según la casa de análisis Redburn, el 60% de productores en China están perdiendo dinero, siendo China el mayor exportador mundial y el productor que fija los precios a nivel global. En China la urea se produce a base de quemar carbón, más contaminante y más caro que quemar gas natural, como en el caso de los productores norteamericanos.

El precio del potasio se encuentra actualmente alrededor de 265 dólares por tonelada, mínimo de diez años, muy por debajo de los 400 dólares necesarios para la puesta en marcha de un nuevo proyecto para que sea mínimamente rentable. Sólo los productores más eficientes y en mejor situación financiera podrán salir beneficiados de la actual situación de sobrecapacidad del sector.



Potash Corp posee algunas de las minas de potasio más eficientes del mundo, concretamente la mina Rocanville con capacidad para producir 6 millones de toneladas de potasio al año tiene unos costes por tonelada de tan sólo 45 dólares.

Además de lo anterior, Potash Corp se encuentra inmersa en el proceso de fusión con Agrium en la creación de un nuevo líder mundial de fertilizantes bajo el nombre de Nutrien, una combinación perfecta que aglutinará activos fertilizantes eficientes con una de las redes de distribución de productos agrícolas más extensas del mundo.

Dicho lo anterior, seguimos pensando que a largo plazo la población seguirá creciendo, igual que la demanda de alimentos lo que hará más necesario la dependencia de productos fertilizantes basados en potasio, nitrógeno y fósforo, con el fin de hacer más productiva la cada vez más escasa superficie cultivable del planeta.

La industria del automóvil en Europa también ofrece oportunidades de inversión poco usuales en un entorno de mercados en máximos históricos. Posiblemente algunos de los fabricantes europeos de coches que hemos analizado y comprado recientemente estén entre las ideas de inversión en valor más baratas que hemos encontrado en los últimos años. En la próxima carta trimestral daremos más detalle sobre el sector y los nombres concretos donde estamos invirtiendo.

En ocasiones nos preguntan por qué no compramos bancos si nuestro estilo de gestión hace que nos fijemos en lo “más feo”. Es cierto que el sector bancario ha sido uno de los peores en comportamiento de los últimos años, con pérdidas importantes por el camino, como la resolución de Banco Popular el pasado 6 de junio, banco que analizamos en su momento profundamente después de la última ampliación de capital el año pasado y que descartamos al ver la compleja situación de balance de la entidad. El resto de la banca española, excluyendo los dos grandes bancos globales, es aún difícil de digerir. Se hace complicado invertir en negocios con una naturaleza de apalancamiento tan elevada, especialmente cuando algunos de estos bancos tienen un nivel de inversión en bonos de gobierno tan desproporcionado que llega a multiplicar en varias veces el tamaño de sus fondos propios.

Magallanes está de enhorabuena ya que nuestro fondo Magallanes Iberian Equity ha sido galardonado con el premio al mejor fondo de bolsa 2016 en la III Edición de los Premios Inversión a Fondo celebrados por la revista Inversión a Fondo de elEconomista.

En cuanto a las actividades desarrolladas durante el trimestre, cabría destacar el pasado 24 de abril la celebración del Día del Inversor en Madrid, en el Auditorio Rafael del Pino. Fue un auténtico placer hablar de nuestra filosofía de inversión, nuestras carteras y otras cuestiones que surgieron con las casi 500 personas que nos acompañaron. Fue un lujo cerrar la sesión con la ponencia de Pat Dorsey, miembro del Consejo Asesor de Magallanes, quién nos habló de las diferentes ventajas competitivas de las empresas.



Dentro de nuestra labor divulgativa hemos puesto a su disposición en nuestra página web una recopilación de los 100 libros indispensables, a nuestro entender, sobre la filosofía valor para que aquellos que lo deseen puedan consultarla.

Igualmente participamos en diferentes eventos de inversión tales como el *Morningstar Investors Conference* de Madrid y la *Value Konferenz* de Frankfurt organizada por Acatis.

También hemos sido especialmente activos en el diálogo a favor de un mayor desarrollo del mercado de valores para compañías de pequeña y muy pequeña capitalización. De esta manera, pudimos exponer nuestras ideas acerca de cómo favorecer dichos mercados en el Foro Medcaps organizado por Bolsas y Mercados, donde defendimos entre otras cosas un mayor incentivo fiscal para el ahorrador particular y una regulación acorde a la tipología de compañías en cuestión.

Hablo en nombre de todo el Equipo de Magallanes al decirles que es un gran honor trabajar para ustedes, nuestros cerca de 10.000 inversores.

Gracias por confiarnos la gestión de sus ahorros.

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

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 84,7%, estando formada su cartera por 27 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: Gas Natural, SEMAPA, Sonae, ENCE y NOS. Las diez primeras posiciones representan el 42,1% del fondo.

España es el 56,4% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 28,3%.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €3.000 millones de capitalización, con un 60,9% de peso. Un 23,8% 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 85,4%, formado por 39 empresas.

La cartera tiene un sesgo hacia el sector industrial, manufacturero y consumo; sectores representados, por ejemplo, a través de valores como E.ON, Bouygues SA, Orkla ASA, Savencia SA y Hornbach AG. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 34,3% 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 43,4% para dichos países.

El tamaño predominante de las empresas en cartera no supera los €5.000 millones de capitalización, con un 55,5% de peso. Un 30% 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 30/06/17

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b>	144,8450	<b>-0,10%</b>	<b>6,66%</b>	<b>12,59%</b>	<b>30,84%</b>	<b>12,59%</b>	<b>15,48%</b>	<b>8,04%</b>	<b>40,47%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	-5,73%	7,51%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b>	146,5938	<b>-0,06%</b>	<b>6,79%</b>	<b>12,87%</b>	<b>31,50%</b>	<b>12,87%</b>	<b>16,09%</b>	<b>6,32%</b>	<b>39,32%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	-11,27%	1,19%	
<b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b>	149,3029	<b>0,01%</b>	<b>6,99%</b>	<b>13,29%</b>	<b>32,49%</b>	<b>13,29%</b>	<b>16,91%</b>	<b>12,72%</b>	<b>49,30%</b>	<b>84,7%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%	2,57%	16,96%	

<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% Ibex35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

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

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "R"</b>	130,5584	<b>-0,21%</b>	<b>6,60%</b>	<b>12,23%</b>	<b>29,93%</b>	<b>12,23%</b>	<b>16,33%</b>		<b>30,56%</b>	<b>84,6%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%		14,04%	
<b>Magallanes Iberian Equity Lux "I"</b>	131,6534	<b>-0,16%</b>	<b>6,75%</b>	<b>12,53%</b>	<b>30,65%</b>	<b>12,53%</b>	<b>16,99%</b>		<b>31,65%</b>	<b>84,6%</b>
Índice de referencia Ibérico		-3,32%	1,93%	13,45%	30,74%	13,45%	0,52%		14,04%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión 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	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity FI "M"</b>	130,1847	<b>-0,60%</b>	<b>5,11%</b>	<b>11,89%</b>	<b>30,92%</b>	<b>11,90%</b>	<b>12,89%</b>	<b>3,47%</b>	<b>30,70%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	0,42%	9,89%	
<b>Magallanes European Equity FI "P"</b>	131,7960	<b>-0,55%</b>	<b>5,24%</b>	<b>12,17%</b>	<b>31,58%</b>	<b>12,17%</b>	<b>13,45%</b>	<b>4,23%</b>	<b>32,64%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	0,43%	9,90%	
<b>Magallanes European Equity FI "E"</b>	134,2158	<b>-0,49%</b>	<b>5,44%</b>	<b>12,59%</b>	<b>32,57%</b>	<b>12,59%</b>	<b>14,31%</b>	<b>4,29%</b>	<b>34,20%</b>	<b>85,4%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%	9,77%	20,12%	

<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	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes European Equity Lux "R"</b>	124,1266	<b>-0,64%</b>	<b>4,96%</b>	<b>11,62%</b>	<b>28,41%</b>	<b>11,62%</b>	<b>18,30%</b>		<b>32,04%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	9,39%		16,69%	
<b>Magallanes European Equity Lux "I"</b>	125,0999	<b>-0,60%</b>	<b>5,10%</b>	<b>11,92%</b>	<b>29,11%</b>	<b>11,92%</b>	<b>27,76%</b>		<b>42,99%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	19,66%		27,65%	
<b>Magallanes European Equity Lux "P"</b>	125,6411	<b>-0,57%</b>	<b>5,19%</b>	<b>12,10%</b>	<b>29,52%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,08%</b>		<b>25,64%</b>	<b>85,1%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%		9,43%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	VALOR LIQUIDATIVO	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b>	12,5333	<b>-0,42%</b>	<b>5,41%</b>	<b>11,19%</b>	<b>30,36%</b>	<b>11,19%</b>	<b>14,65%</b>		<b>25,33%</b>	<b>85,2%</b>
Índice de referencia Europeo		-2,57%	0,86%	6,68%	17,96%	6,68%	2,58%		18,10%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. 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	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO <sup>1</sup>	NIVEL DE INVERSIÓN
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b>	109,8075	<b>0,09%</b>	<b>6,44%</b>			<b>9,81%</b>			<b>9,81%</b>	<b>85,5%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,54%	5,04%			5,37%			5,37%	
<b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b>	109,7445	<b>0,06%</b>	-			<b>5,48%</b>			<b>5,48%</b>	<b>85,5%</b>
Índice de referencia Europeo		-0,54%	5,04%			4,47%			4,47%	

<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.