



Carta del 2º Trimestre a Inversores

30/06/2021

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad en la primera mitad de 2021 ha sido del +22,30% para el fondo European, del +16,93% para el Iberian y del +31,96% para el Microcaps.

Pocas cosas han cambiado respecto a la carta del primer trimestre, haciendo válido el viejo proverbio inglés “no news is good news” (la ausencia de noticias es una buena noticia).

Y es que el entorno de crecimiento global postpandemia sigue su curso, incluso con claros síntomas de continuidad, aceleración y vigorosidad, más allá del presente año 2021. En este sentido las perspectivas para 2021 y 2022 no dejan de ser constantemente revisadas al alza por diferentes organismos. Concretamente en el caso del BCE, ha incrementado las previsiones de crecimiento para la zona Euro hasta el +4,6% para este año y +4,7% para 2022 frente al +4,1% previsto anteriormente. Del mismo modo, el Banco de España mejoró su previsión de crecimiento al +6,2% para este año para la economía española. Por su parte el FMI estima un +7% de crecimiento para la economía de EE.UU.

No solo estamos ante un momento histórico por las altas tasas de crecimiento económico global, sino que esta vez viene acompañado, según el banco de inversión JPMorgan, por incrementos en productividad en el rango +4%-5%, no vistas en más de una década, lo que supone claras muestras de un crecimiento sólido y robusto.

Este mayor optimismo refleja el apoyo fiscal adicional en algunas economías, como los 1,8 trillones de euros del EU Recovery Fund, el plan de infraestructura por valor de 1,2 trillones de dólares por parte de la administración Biden en EE.UU. La normalización de la economía global está siendo impulsada por el progreso favorable en la vacunación en los principales países desarrollados que hace que los principales indicadores económicos se acerquen a niveles pre-Covid19.

Todo lo anterior trae consigo repuntes de las tasas de inflación, aunque los principales bancos centrales las califican por el momento como transitorias y no planean cambios en los próximos trimestres en su actual política de tipos a cero y sus recompras de activos en el mercado. No obstante, la FED en su última reunión dejaba la puerta abierta para hacer dos aumentos en su tasa de referencia a finales de 2023 y reducir ligeramente sus compras de bonos.

En nuestras conversaciones con las compañías en cartera, podemos corroborar cómo las subidas de precios (sean o no transitorias) son una realidad, además de significativas.



En la habilidad de gestión de los bancos centrales reside la clave de que dicha realidad no derive en algo incontrolable. Una cartera como la nuestra parece un buen activo donde invertir en un escenario como el actual puesto que algunas de dichas empresas por su modelo de negocio o por la calidad de sus productos son, de facto, “originadoras” o “trasladadoras” de dicha presión inflacionista.

Reflexión sobre el momento actual: T. Rowe Price, 50 años después¹

Si la historia sirve de algo, el caso del legendario inversor Thomas Rowe Price guarda bastantes similitudes con la situación actual de mercado. Al señor Price se le atribuye el término *growth stock*, no en vano fue el primero de su época en lanzar un fondo dedicado a empresas de crecimiento, pionero de la inversión en compañías emblemáticas como Black and Decker, 3M, IBM, Pfizer o DuPont, durante los años 30 y 40 del siglo pasado.

Fiel defensor de la inversión en esa clase de empresas, basándose en un horizonte temporal de muy largo plazo, consideraba clave invertir en las mejores empresas dentro de industrias en fase de fuerte crecimiento.

En 1965, el señor Price llevaba ya más de treinta años invirtiendo de forma exitosa en empresas de crecimiento (tanto tiempo, que a estas empresas se les conocía popularmente como “valores T. Rowe Price”). No obstante, comenzó a observar que gran parte de estos valores, siendo buenos negocios *per se*, empezaban a mostrar signos de sobrecalentamiento, hasta tal punto que comenzó a recomendar “alejarse” de ellos. Su razonamiento: las cotizaciones habían ido mucho más allá de los fundamentales, llegando a cotizar sus acciones a múltiplos superiores a las 40 o 50 veces beneficios.

“...cuando los valores de crecimiento cayeron en desgracia en 1974, la misma denominación de “valor de crecimiento” pasó a ser tabú en Wall Street. Las mismas organizaciones que habían comprado participaciones de Avon en 1973 considerándolas un valor prometedor a 120 dólares (55 veces beneficio), se desprendieron de ellas en masa en 1974 a 25 dólares (13 veces beneficio)”

T. Rowe Price: Mr. Growth Stock, “Money Masters of Our Time”

Entre el año 1973 y 1974 cuando estalla la burbuja de empresas de crecimiento, conocidas en la época como las *Nifty-Fifty*, los peores augurios del señor Price se hicieron realidad. La cotización de muchos de dichos valores llegó a caer entre un -70% y un -80%; el fondo estrella T. Rowe New Horizons, perdió un -42% de su valor liquidativo en 1973 y un -39% en 1974.

¹ Parte de la información de este apartado proviene del capítulo dedicado a T. Rowe Price del libro de John Train, “Money Masters of Our Time”.



Hoy, julio de 2021, en el momento que escribo esta carta, el índice americano S&P500 marca nuevo máximo histórico, al igual que muchas de las empresas de crecimiento tan de moda hoy en día, con múltiplos que recuerdan (incluso superan) aquéllos vistos hace hoy más de cincuenta años.

Pero lo anterior, siendo motivo de alerta, no tiene por qué ser extrapolable a otras partes del mercado. Concretamente hablamos del mercado europeo de acciones, cuyas valoraciones se encuentran alrededor de su media y lejos de máximos históricos, de hecho, para algunas geografías como España o Italia, en niveles todavía muy bajos. Esto, es una oportunidad.

Un menor peso histórico en Europa en industrias ligadas al crecimiento junto con una falta de crecimiento económico sostenible de dicha región, pueden ser algunos de los factores que han lastrado el comportamiento de dichas acciones frente a sus homólogas americanas.

No obstante, en lo que llevamos de año, dicho comportamiento está cambiando, el mejor comportamiento de la bolsa Europea se ve soportado por una fuerte entrada de flujos de fondos, la mayor desde 2015 según Goldman Sachs. Este movimiento se está retroalimentando en tanto en cuanto la recuperación vigorosa de la economía europea, apoyada por estímulos fiscales y monetarios, está coincidiendo en el tiempo con importantes movimientos por parte de inversores hacia una reducción de la infraponderación histórica de dicha región en sus carteras de inversión.

Más allá de los flujos, y más importante en nuestra opinión, la capacidad de Europa de desmarcarse positivamente del resto de mercados por méritos propios seguirá dependiendo de la capacidad de sus empresas de continuar la senda de crecimiento de beneficio iniciada hace un año, superior a las de otras áreas geográficas debido principalmente a su alto componente cíclico, junto con unos balances financieros saneados.

La mejor fórmula para la inversión rentable: valoraciones atractivas, crecimientos en beneficios y balances robustos. Creemos que la bolsa Europea, con estilo valor, es de los pocos activos en el mundo capaz de reunir hoy esos tres atributos.

Nuestros Fondos

Consideramos que el posicionamiento de nuestros fondos es el correcto al estar invertidos en empresas capaces de sacar el máximo partido del actual entorno de crecimiento económico. Concretamente, aquéllas de corte industrial, intensivas en capital, en definitiva, industrias y sectores básicos para el crecimiento, ligados a la vieja economía.

Hay razones para pensar que la infra inversión acumulada en bienes de capital de los últimos años posiblemente esté llegando a su fin, precisamente como respuesta ante la actual pandemia por Covid-19.



El shock en la oferta ha sido de tal magnitud que se ha evidenciado más que nunca la necesidad del mundo de tener una red de infraestructuras, instalaciones y bienes de equipo fiables y seguros, de tal manera que garanticen una correcta cadena de suministro, sin que afecte a los temidos y sufridos shocks de oferta que estamos experimentando actualmente. Por ejemplo, los vigentes cuellos de botella en transporte marítimo que están llevando a niveles máximos el precio de los fletes, con su consiguiente presión en precios en el resto de la cadena de suministro.

Durante los últimos años, mucho capital ha ido a financiar negocios poco intensivos en capital, plataformas o empresas de software; sin importar, o sin caer en la cuenta, que muchos de estos negocios de poco servirían sin una estructura tangible detrás que les diera soporte. En otras palabras, las inversiones en activos tangibles, vitales para el correcto funcionamiento de una economía, se han quedado muy atrás.

Según el Financial Times² las tasas de inversión sobre depreciación de las empresas se encuentran en mínimos de los últimos 25 años, siendo el nivel de inversión sobre depreciación inferior a 1 vez por primera vez en la serie histórica (un ratio inferior a 1 no garantizaría la reposición de los actuales factores de producción).

La reposición de los principales factores de producción que el mundo necesita para seguir progresando implicaría el aumento de demanda de activos o empresas del estilo denominado valor, como las que forman parte de nuestros fondos actualmente. Esto es uno de los puntos a los que hacemos referencia cuando comentamos que nuestros fondos están bien posicionados.

Nuestros fondos en este contexto y después de la fuerte revalorización en lo que va de año, siguen estando a unos niveles de valoración fundamental muy atractivos, con importantes rentabilidades esperadas a futuro. Este hecho se debe a que la subida del precio de las acciones ha sido más que compensada (en ocasiones mucho más) por el incremento de sus beneficios empresariales.

Además, dichas empresas siguen sorprendiendo al mercado con anuncios de subida de la remuneración a los accionistas, en forma de dividendos o recompra de acciones. El elevado nivel de actividad corporativa, principalmente vía OPAs, ya comentado en cartas anteriores, ha seguido siendo un factor presente durante el segundo trimestre de este año, confirmando de este modo la atractiva valoración de nuestras empresas.

²<https://www.ft.com/content/882dd72f-56a3-4482-87c8-e95bc54be27c>



Actividad del segundo trimestre del año

En Europa, hemos seguido incrementando exposición en la aerolínea **easyJet**, la concesionaria aeroportuaria de restauración **Autogrill SpA**, la empresa de bebidas **C&C Group plc** y **Euronav**, entre otras. En el lado de las ventas, hemos reducido el peso en **Signify** al alcanzar niveles de cotización de máximos históricos.

En Iberia, hemos aumentado el peso en **Línea Directa Aseguradora**. En las ventas, se ha reducido marginalmente el peso en **Almirall** después de un muy buen comportamiento tras la publicación de resultados.

En el fondo Microcaps, hemos incrementado peso en **Ibersol**, **Miquel y Costas y Waberer's**. En el lado de las ventas, hemos vendido la posición total en **Naked Wines plc** tras alcanzar precio objetivo con una revaloración total del +100%.

Gracias

Como siempre, estamos a su servicio en todo lo que precisen en relación con su patrimonio invertido con nosotros, ayudándoles en todo lo que necesiten, estando a su disposición por cualquiera de las vías de contacto de Magallanes.

Les deseo en nombre de todo el Equipo, un excelente verano.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 30/06/2021

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	145,1960	3,56%	16,64%	41,37%	16,64%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	40,81%	96,9%
Índice de referencia Ibérico		3,90%	9,55%	23,74%	9,55%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	5,85%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	149,9178	3,69%	16,93%	42,08%	16,93%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	42,48%	96,9%
Índice de referencia Ibérico		3,90%	9,55%	23,74%	9,55%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	-0,60%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	157,3421	3,88%	17,37%	43,15%	17,37%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	57,34%	96,9%
Índice de referencia Ibérico		3,90%	9,55%	23,74%	9,55%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	15,50%	

¹ Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	127,6251	3,44%	16,26%	39,84%	16,26%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	27,63%	97,4%
Índice de referencia Ibérico		3,90%	9,55%	23,74%	9,55%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	10,84%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	131,3452	3,56%	16,54%	40,53%	16,54%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	31,35%	97,4%
Índice de referencia Ibérico		3,90%	9,55%	23,74%	9,55%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	10,84%	

¹ Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	161,0499	5,67%	21,99%	53,00%	21,99%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	61,69%	97,2%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	42,76%	
Magallanes European Equity FI "P"	166,3444	5,81%	22,30%	53,76%	22,30%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	67,41%	97,2%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	42,77%	
Magallanes European Equity FI "E"	174,5570	6,00%	22,75%	54,92%	22,75%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	74,56%	97,2%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	56,05%	

¹ 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	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	150,9262	5,53%	21,62%	52,17%	21,62%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	60,55%	96,9%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	51,60%	
Magallanes European Equity LUX "I"	155,2465	5,66%	21,91%	52,92%	21,91%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	77,45%	96,9%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	65,84%	
Magallanes European Equity LUX "P"	158,2991	5,76%	22,15%	53,53%	22,15%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	58,30%	96,9%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	42,16%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	109,7600	6,48%	16,94%	44,48%	16,94%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	9,76%	96,9%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	22,93%	

¹ Clase R 29/01/2016; 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	NAV	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	127,1653	13,04%	31,96%	66,73%	31,96%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	27,17%	95,8%
Índice de referencia Europeo		6,75%	22,25%	64,42%	22,25%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	66,31%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	125,1033	12,92%	31,69%	65,89%	31,69%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	20,24%	95,8%
Índice de referencia Europeo		6,75%	22,25%	64,42%	22,25%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	64,88%	

¹ 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	NAV	3 M	6 M	12 M	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO ¹	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	15,0950	5,64%	22,02%	53,20%	22,02%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	50,95%	97,3%
Índice de referencia Europeo		6,46%	15,35%	27,94%	15,35%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	53,42%	

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