



Carta del 2º Trimestre a Inversores

30/06/2024

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante la primera mitad de 2024 ha sido del **+3,6%** para el fondo European, **+12,6 %** para el Iberian y **+4,8%** para el Microcaps. Desde sus lanzamientos, los retornos acumulados son del **+126,0%**, **+83,9%** y **+51,1%** respectivamente¹, batiendo a sus correspondientes índices de referencia.

Los mercados de renta variable siguen mostrando un comportamiento positivo a lo largo del ejercicio, apoyados principalmente por unas previsiones de crecimiento de la economía mundial por encima del 3% para este año y el siguiente.

No obstante, existen divergencias entre regiones, con previsiones débiles en economías como la europea frente a un crecimiento más fuerte en Estados Unidos, así como en otras economías de mercados emergentes.

El eslabón más débil en Europa sigue siendo Alemania, cuya economía se está recuperando lentamente de la caída experimentada en la segunda mitad de 2023. Se espera que el crecimiento para 2024 sea muy modesto (alrededor del +0,2%). Alemania, como primer país exportador de Europa, está sufriendo especialmente la política monetaria restrictiva de los principales bancos centrales, que frena la demanda de bienes de capital. Además, las últimas tensiones comerciales con China debido a la subida de aranceles a los vehículos eléctricos chinos podría ser un nuevo contratempo para el país Germano, y por ende Europa.

Otro revés para el continente, al menos a corto plazo, es la incertidumbre política que surge de las recientes elecciones al Parlamento Europeo, así como el posible impacto en los mercados financieros ante la difícil situación después de las elecciones francesas.

¿Por qué Europa no alcanza a EEUU?

Son múltiples las evidencias del distanciamiento entre dos de las mayores potencias económicas mundiales durante los últimos años, EEUU y Europa. Con una población similar de 330 millones de habitantes los americanos frente a 440 los europeos, y unos tamaños de riqueza casi idénticos en 2007, alrededor de 14,5 billones de dólares de PIB, hoy 16 años después, la economía norteamericana ha casi doblado su tamaño hasta los 27,5 billones frente a una Europa que consigue un exiguo 25% acumulado durante dicho período.

Obviamente los mercados financieros se han hecho eco. La buena marcha de la bolsa americana frente a la europea ha sido una constante año tras año, llegando a niveles realmente sorprendentes. Entre una de tantas anécdotas, el fabricante norteamericano de chips NVIDIA alcanzó los 3,3 billones de dólares de tamaño bursátil, superando el valor de todas las empresas cotizadas en Alemania, Francia y Reino Unido².

¹ Ver Anexo 1 para mayor detalle de rentabilidades en función de la estrategia de inversión, fecha de lanzamiento y clase.

² <https://www.cnbc.com/2024/06/20/nvidia-tops-the-stock-market-values-of-germany-france-and-the-uk.html>.



Las distintas políticas sociales y económicas emprendidas por las diferentes regiones mundiales a lo largo de los últimos años han tenido mucho que ver en lo anterior, dibujando un panorama económico internacional tristemente caricaturizado por el dicho “Estados Unidos innova, China replica y Europa regula”.

A la vista de los datos parece que el exceso de regulación, así como las consecuencias en ocasiones perjudiciales de la misma, ha ido ocasionando una continua desventaja competitiva de Europa en el plano internacional. Traduciéndose a su vez en un retroceso del poder adquisitivo y del bienestar de sus ciudadanos en diferentes métricas, por ejemplo, el salario medio americano dobla prácticamente al europeo.

Algunos ejemplos de lo anterior serían la prohibición de la venta de coches de combustión interna a partir de 2035 sin explorar antes otras posibilidades tecnológicas más allá de la pura electrificación, mediante el impulso por ejemplo de combustibles sintéticos de emisiones neutras, hoy existentes en el mercado. Otro ejemplo sería todo lo acontecido con la transición energética hacia fuentes de generación casi exclusivamente renovables, descuidando por el camino la importancia de un suministro estable, seguro y asequible. Todo esto ha ocasionado unas terribles consecuencias en forma de altísimos costes energéticos tanto para familias como para empresas basadas en Europa.

Más ejemplos, de igual manera perjudicial ha sido el mecanismo de derechos de emisión de CO2 aplicable a las empresas basadas en el continente para sectores como el acerero o cementero que han de competir en mercados globales no sujetos a dichas medidas regulatorias.

Sin entrar en juzgar valoraciones de carácter medioambiental, la regulación europea ha llegado a ocasionar paradojas difíciles de entender como la ocasionada por la prohibición de la extracción de gas natural mediante *hidrofracking* en territorio europeo al mismo tiempo que se han firmado contratos de abastecimiento de gas americano extraído con esa misma tecnología. La misma que ha llevado a la prosperidad de EEUU en lo referente a su autosuficiencia energética durante los últimos años. Es realmente irónico.

Ante esto, algunas empresas europeas piensan en cambiar de jurisdicción o se ven obligadas a tomar decisiones más extremas como la de cerrar capacidad productiva para siempre, hemos visto el caso de la mayor empresa química del mundo, la alemana BASF, anunciando el cierre de un 10% de su capacidad de producción de amonio en su mítica planta de Ludwigshafen al mismo tiempo que impulsa el mayor proyecto de inversión de su historia en China, estimado en unos 10 mil millones de dólares de inversión, lo que incrementará su exposición al país asiático del 13% actual hasta el 20% de sus ventas.

Sea como fuere, las decisiones regulatorias de la UE parecen haber estado más dirigidas a proyectar una imagen de moralidad y corrección política a nivel global, en lugar de centrarse en el verdadero bienestar y progreso de sus ciudadanos y empresas. Esto ha resultado en medidas que, en lugar de favorecer el desarrollo interno de Europa como región, han generado efectos contradictorios, poniendo en duda la efectividad de dichas regulaciones para cumplir sus objetivos declarados.

También se observa en el campo de la innovación, donde de las 50 empresas tecnológicas más representativas del mundo tan sólo 4 son europeas. Algo que cuesta entender para una región con un tamaño de mercado por población que supera a la americana, con una capacidad



técnica de profesionales de altísimo nivel y con una red de escuelas de negocio europeas de primer orden mundial.

Tal vez, uno cae en la cuenta cuando piensa en los múltiples retos que enfrenta cualquier empresa europea de cualquier país miembro de la Unión: distintas regulaciones, fiscalidades, prohibiciones e incluso idiomas diferentes, entonces se entienden muchas cosas. En realidad, estamos ante un inoperativo “mercado único”, lo que frustra algunas de las bases de la creación de la Unión Europea, más grande, más mercado y más escala.

El exceso de regulación junto con el poco interés local de cada país miembro en ceder su cuota de poder a favor de la Unión posiblemente esté detrás de la oportunidad perdida hasta ahora, quedándose una Europa que pierde el tren del progreso económico y social en el nuevo orden mundial.

Pero en los extremos está la oportunidad, el valor del cambio y la supervivencia

No hemos descubierto nada nuevo con la reflexión anterior, algo que incluso los dirigentes de la Comisión reconocen. En septiembre de 2023, durante su discurso sobre el estado de la Unión, la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, anunció que había encargado a Mario Draghi un informe sobre la competitividad de la Unión Europea. Aunque este informe aún no se ha hecho público, ya se conoce gran parte de su contenido a través de diversos comentarios y conferencias de Draghi, como su discurso en la Conferencia de Alto Nivel sobre el Pilar Europeo de Derechos Sociales, celebrado en Bruselas el pasado abril³.

El denominador común de dichas iniciativas es la implementación de medidas transformadoras necesarias que deben orientarse a establecer una estrategia que proteja nuestras industrias tradicionales en el nuevo orden económico mundial sin imponer obstáculos, garantizando estabilidad regulatoria y jurídica, además de un acceso barato y seguro a la energía. También debemos aprovechar el efecto de escala gracias al tamaño del mercado europeo, desde una política común de defensa hasta las infraestructuras de telecomunicaciones, pasando por diferentes sectores del tejido industrial europeo.

A pesar de todo lo mencionado, y por sorprendente que parezca, las empresas europeas no solo han sobrevivido, sino que han logrado destacarse. En los casi diez años de existencia de nuestro fondo europeo, el retorno total acumulado ha sido del +126%, a pesar de un entorno político relativamente hostil, con guerras, Brexit, crisis de estados soberanos, y una de las mayores pandemias de la historia reciente. Todo esto ha ocurrido junto con el surgimiento de diversos partidos populistas de extrema ignorancia en sus postulados. Imaginemos, entonces, el potencial de rentabilidad durante los próximos diez años en un entorno político europeo más sensato y enfocado en lo que realmente importa. No es descabellado.

Las empresas europeas que han seguido adelante han desarrollado una valiosa habilidad: la capacidad de adaptación y supervivencia. Hay múltiples muestras de esto. Cuando los precios de la energía son altos, economizan en otros costes mejorando la eficiencia del resto de procesos. Si un mercado se cierra, buscan abrir uno nuevo. Si la financiación es un problema, prestan más atención a la generación y uso del flujo de caja.

³ <https://legrandcontinent.eu/es/2024/04/16/un-cambio-radical-es-necesario-la-union-revisada-por-mario-draghi/>



Un ejemplo claro es la banca europea, que estuvo al borde de la extinción durante casi una década, reduciéndose a su mínima expresión. Hace dos años hablamos de nuestra posición en la banca europea, destacando cómo los mejor preparados aprendieron a sobrevivir y prosperar en un entorno hostil. Hoy, la banca europea es uno de los sectores con mejor desempeño bursátil, gracias a su capacidad de adaptación que le ha permitido generar buenos resultados financieros y una generosa retribución a sus accionistas.

Esto mismo es extrapolable a otras muchas empresas en Europa, la mayoría de ellas de corte industrial, que se han adaptado a vivir en condiciones desventajosas frente a sus competidores internacionales: fabricantes de coches, cementeras, acereras, papeleras, petroleras, químicas y líneas aéreas, entre otras. Empresas muchas de ellas presentes en nuestros fondos.

La bolsa descuenta constantemente el futuro basándose en la información disponible en el presente. Sin embargo, cuando la situación actual se encuentra en extremos, ya sea de optimismo o pesimismo, como es este último el caso actual de Europa, el mercado también se ve influenciado por percepciones o juicios de valor. Estas percepciones, tales como "Europa nunca podrá ser como Estados Unidos", pueden desviar las valoraciones de su base racional.

Actualmente, las valoraciones de Europa muestran un descuento de más del 40% en comparación con Estados Unidos, lo que sugiere que muchos de los aspectos negativos ya están reflejados en los precios del mercado europeo. Esta situación indica una falta de confianza entre la comunidad inversora respecto a Europa. Sin embargo, este pesimismo extremo crea oportunidades significativas para aquellos inversores capaces de identificar y aprovechar las discrepancias entre la percepción del mercado, que no siempre es precisa, y la realidad subyacente.

La abundancia de negatividad, en parte justificada por méritos ajenos de países como EEUU y desaciertos propios de la UE, pero también fundamentada en percepciones excesivamente pesimistas, conlleva un riesgo inusual: la posibilidad de que Europa pueda sorprender favorablemente en el futuro. Aquellos que optan por mantenerse al margen de Europa en este momento podrían perderse potenciales retornos significativos en un futuro no muy lejano.

Para el caso concreto de nuestros fondos las valoraciones son incluso más atractivas, cotizando a 9 veces los beneficios futuros en combinación con una rentabilidad por dividendo superior al 5%, es una oportunidad considerable. A la vista de todo esto, no hay razones para pensar que no vayamos a conseguir a futuro unos retornos muy diferentes a los alcanzados hasta el momento.

Movimientos durante el segundo trimestre

En la cartera del fondo **European** cabe destacar la incorporación del fabricante belga de productos químicos especializados, **Syensqo**, productos de alto valor añadido y muy presentes en el día a día, por ejemplo, el 80% de los aviones utilizan sus componentes, así como el 45% de los coches eléctricos e híbridos, presente también en el 80% de los embalajes para medicamentos o en el 25% de los champús que utilizamos diariamente, entre otras muchas aplicaciones.



Además, hemos incrementado exposición en valores ya existentes en cartera como **Anglo American**, **Aker BP** y **Porsche AG** entre otros. En el lado de las ventas hemos reducido marginalmente la exposición en bancos europeos como **Unicredit**, **ING** o **Commerzbank** así como en la minera de cobre **Antofagasta**, después de las fuertes revaloraciones experimentadas en dichos valores.

En el fondo **Iberian** la novedad más importante fue la compra de **Acerinox**, referente mundial en la fabricación de acero inoxidable. También hemos incrementado peso en valores ya existentes en cartera tales como **Prosegur Cash**, **IAG** y **NOS**. En el lado de las ventas cabe destacar la aceptación de la OPA sobre **Applus Services** a 12,78 euros por acción, lo que implica una ganancia acumulada superior al +60% después de un año entero desde la primera oferta presentada sobre la compañía a 9,50 euros, sobre la cual escribíamos justo en el verano del año pasado que “es insuficiente al no reflejar el valor fundamental de la compañía, que debería estar claramente muy por encima de los 10 euros, por lo que cualquier oferta que aspire seriamente a hacerse con el control de la compañía debería ir en esa dirección”. La paciencia y la convicción en nuestras ideas genera resultados satisfactorios.

En esta misma línea cabe destacar la OPA de **BBVA** lanzada sobre **Banco Sabadell**, una oferta que viene a confirmar el nivel de infravaloración que identificamos en enero de este año cuando comenzamos a comprar acciones del banco opado. Por el momento no hemos tomado ninguna decisión al respecto, pero creemos que existen argumentos para justificar una mejora de la oferta.

Por último, en el fondo **Microcaps**, hemos seguido incrementando exposición en el fabricante de ladrillos líder en Reino Unido **Ibstock Plc**, así como en **PRIM** y **Stabilus**. Por otro lado, hemos reducido algo de exposición en la empresa italiana de gases industriales **Sol Spa** después de su buen comportamiento bursátil.

Muchas gracias por seguir confiando la gestión de su patrimonio junto con el nuestro.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 30/06/2024

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	184,6450	3,72%	14,37%	12,35%	8,22%	-1,82%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	79,06%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		1,13%	12,56%	5,97%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	46,83%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	193,5325	3,85%	14,94%	12,63%	8,36%	-1,33%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	83,93%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		1,13%	12,56%	5,97%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	37,82%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	207,7410	4,04%	15,81%	13,05%	8,56%	-0,58%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	107,74%	92,8%
Índice de referencia Ibérico		1,13%	12,56%	5,97%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	60,11%	

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% MSCI Spain Net TR + 20% MSCI Portugal Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	160,9586	3,55%	14,65%	12,10%	8,19%	-2,40%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	60,96%	92,2%
Índice de referencia Ibérico		1,13%	12,56%	5,97%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	54,67%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	168,3508	3,69%	15,27%	12,40%	8,34%	-1,87%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	68,35%	92,2%
Índice de referencia Ibérico		1,13%	12,56%	5,97%	11,25%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	54,67%	

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

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	214,1473	-2,58%	9,61%	3,33%	12,74%	4,94%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	115,00%	90,8%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	77,04%	
Magallanes European Equity FI "P"	224,5312	-2,45%	10,16%	3,58%	12,88%	5,47%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	125,97%	90,8%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	77,06%	
Magallanes European Equity FI "E"	240,9804	-2,27%	10,99%	3,97%	13,09%	6,26%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	140,98%	90,8%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	93,53%	

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.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	200,8058	-2,70%	9,54%	3,20%	12,39%	5,20%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	113,61%	91,2%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	88,00%	
Magallanes European Equity LUX "I"	209,9306	-2,57%	10,13%	3,47%	12,54%	5,77%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	139,95%	91,2%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	105,66%	
Magallanes European Equity LUX "P"	216,3182	-2,48%	10,52%	3,65%	12,64%	6,14%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	116,32%	91,2%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	76,30%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	147,5000	-3,32%	9,08%	1,37%	11,52%	12,05%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	47,50%	91,2%
Índice de referencia Europeo		0,48%	12,32%	6,70%	7,56%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	46,05%	

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.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	151,1078	2,70%	16,19%	4,75%	6,18%	-9,42%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	51,11%	94,5%
Índice de referencia Europeo		5,65%	6,34%	4,95%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	34,36%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	147,4496	2,63%	15,87%	4,61%	6,12%	-9,67%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	41,72%	94,5%
Índice de referencia Europeo		5,65%	6,34%	4,95%	0,17%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	33,21%	

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.	12 M.	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	20,1919	-3,14%	9,71%	3,21%	12,79%	5,39%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	105,38%	92,0%
Índice de referencia Europeo		1,32%	13,68%	9,05%	8,61%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	76,30%	

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