



Carta del 3^{er} Trimestre a Inversores

30/09/2020

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el tercer trimestre de 2020 ha sido del +7,4% para el fondo European, del +7,6% para el Microcaps y del -1,6% para el Iberian. Desde mínimos de marzo, en lo peor de la pandemia en términos de caídas bursátiles, los fondos han subido un +38,6%, +34,5% y +17,9% respectivamente.

Pese a la gravedad de la situación actual en términos de contagios y nuevas restricciones a la movilidad, hay motivos para pensar en una recuperación, más o menos vigorosa, de la economía global, lo que seguirá dando soporte a los buenos datos de rentabilidad de los últimos meses, especialmente para carteras como las de los fondos Magallanes, de corte industrial, cíclico, bienes de equipo y materias primas.

La actividad manufacturera en China ha vuelto a mejorar en septiembre, con datos PMI en zona de fuerte crecimiento económico, apoyado por una recuperación de la producción y exportaciones comparable a niveles pre-Covid. En esta línea, son varias las empresas que, al referirse a su actividad en China, comentan que están observando una clara “vuelta a la normalidad”.

En EEUU y Europa, los datos de actividad también están mostrando claros síntomas de recuperación económica, lo que hace pensar en unos datos de crecimiento de PIB muy positivos para los próximos trimestres.

La puesta en marcha de medidas económicas expansivas, tanto a nivel monetario por parte de los principales Bancos Centrales, como fiscales por parte de los Gobiernos, junto con la próxima aparición en mercado de una o varias vacunas efectivas contra el virus, hará que esta recuperación económica siga su curso, incluso pueda coger más tracción de la descontada actualmente por el mercado.

Nuestra opinión es que la actual situación de recuperación de nuestras carteras responde a una “típica” recuperación cíclica anticipando dicha recuperación económica. De ahí que los valores catalogados como cíclicos sean los que mejor comportamiento han tenido desde los mínimos de la pandemia. Es en estas compañías donde las carteras están más fuertemente posicionadas, al ser donde vemos más valor relativo frente al resto de empresas cotizadas.

Además, las recientes declaraciones por parte de la Reserva Federal Americana y del Banco Central Europeo encaminadas a flexibilizar los objetivos de inflación, hacen pensar en un riesgo a futuro de posibles repuntes de precios. Esto puede ser así, precisamente por el hecho combinado de una recuperación económica desde niveles deprimidos, una



situación de stocks bajo mínimos fruto de los shocks de oferta por culpa de la pandemia, y, por último, pero no menos importante, por la gran cantidad de dinero en circulación debido a las políticas fiscales y monetarias expansivas.

Tradicionalmente, las inversiones ligadas a empresas cíclicas, industriales, bienes de equipo, materias primas o distribuidores de alimentación entre otros, son buenas coberturas naturales frente a riesgos inflacionistas, por su capacidad de poder traspasar precios en origen al consumidor final.

Llama la atención cómo en la última revisión de componentes del índice EuroStoxx50, entre los valores que salían, estaba **BBVA**, **Telefónica** o **Fresenius** entre otros, dando paso a compañías como **Adyen** o **Prosus**, empresas tecnológicas, a valoraciones estratosféricas. También en España, y para el caso del Ibex35, se anunciaba la salida de **ENCE**, prácticamente en mínimos históricos por la entrada de **Pharma Mar** tras varios meses de excelente comportamiento bursátil.

Más allá de la sintomatología del estado actual de mercado, donde lo caro se premia y lo barato se olvida, sirva también este hecho para hacer ver que la estrategia de comprar los valores que pasan a formar parte de un índice (muchas veces también la obsesión de algunos directivos de empresa por formar parte del Ibex35), generalmente no es el mejor indicador de buena rentabilidad a futuro.

Mientras tanto, el diferencial entre las empresas caras y baratas sigue ampliándose. El inversor tiende a buscar lo que le promete cierta seguridad y crecimiento a futuro ante un entorno de máxima incertidumbre. En ocasiones, el precio a pagar es tan alto, que se rompe el cordón que debería unir los fundamentales de una compañía con su precio de cotización.

Según la casa americana de análisis Bernstein, el diferencial entre las acciones caras y baratas está en máximos de los últimos 90 años. Lo más interesante es el hecho de que por primera vez, el diferencial se explica tanto por los múltiplos extremos de “lo caro” como por los múltiplos ridículamente baratos de “lo barato”. Concretamente, en términos de múltiplo de Precio/Beneficio, las primeras cotizan a 85x y las segundas en torno a 10x¹.

Bernstein también compara el nivel actual de las empresas tecnológicas con la burbuja tecnológica del año 2000. Hay varios datos a tener en cuenta: el peso de las tecnológicas en los índices ya es superior al de la burbuja puntocom, un tercio de ellas pierde dinero, el diferencial de valoración con el resto compañías no tecnológicas está en máximos y los flujos de los inversores minoristas a través de cuentas de bajo coste (Robinhood) son muy altos como en el año 2000².

¹ Value is dead, long live value. Bernstein Research. 24/09/2020

² How does Tech compare with the 2000 bubble? Should investors be worried? Bernstein Research. 14/09/2020



Durante el tercer trimestre del año hemos continuado con un alto nivel de actividad en las carteras. Movimientos en aras de incrementar el potencial de revalorización de los fondos.

En Europa, hemos incrementado peso en valores como **ArcelorMittal**, **Metro AG**, **Aker BP**, **OCI NV** y **NOKIA** entre otros.

En Iberia, debido principalmente al fuerte castigo sufrido por la bolsa española, hemos sido particularmente activos, los incrementos han sido en un amplio abanico de valores, destacando **Repsol**, **Miquel y Costas**, **Naturgy**, **Inditex**, **ArcelorMittal**, **Applus**, **Gestamp** y **Mapfre** entre otros.

Por último, en el fondo Microcaps, **MPC Container Ships** y **Safestyle Plc** han sido algunas de las compañías donde hemos incrementado exposición.

En el lado de las ventas, la actividad se ha centrado en valores cuyo potencial se ha reducido gracias al buen comportamiento bursátil, la mayoría de ellos en máximos históricos. Concretamente en Europa hemos reducido parcialmente **Hornbach**, **Signify** y **Antofagasta**. En Iberian hemos recortado exposición en **Siemens-Gamesa** y **Fluidra**. En el fondo Microcaps, cabe destacar la venta parcial de acciones en **Italian Wine Brands**. Es importante señalar que dichas ventas responden a reducciones parciales de exposición, siendo nuestra convicción en estos valores acorde a sus potenciales de revalorización. La única venta total ha sido, dentro del fondo Microcaps, el caso de **Gunnebo AB** por opa recibida.

La recuperación económica, los riesgos inflacionistas, los estímulos fiscales y monetarios y la rotación de carteras desde las acciones caras a las baratas, nos hace estar muy positivos y tranquilos con nuestros fondos. De hecho, no encontramos mejor cartera para poder beneficiarse, tal vez también protegerse, del desarrollo de dichos acontecimientos.

A lo anterior se une el atractivo nivel de valoración de los tres fondos, que ya han experimentado una fuerte recuperación desde los mínimos de marzo. En este sentido, el potencial de revalorización es próximo al +100% y el múltiplo medio en términos de EBITDA está alrededor de 6x.

Mención especial merece el fondo Iberian con una caída muy significativa en el año. La situación política nacional y la falta de medidas concretas para relanzar una economía más vulnerable que sus comparables europeos, hacen de España un lugar poco deseado por los inversores. Pero, aunque pueda sonar extraño, es en estos momentos cuando se pueden comprar buenos activos a buenos precios. Precios que ya reflejan, en un alto grado, la negativa situación descrita en las líneas anteriores. Una cartera de valores bien diversificada, como la de nuestro fondo Iberian, representa una buena oportunidad de inversión para aquellos inversores capaces de navegar por la delicada coyuntura nacional actual.



Llama la atención el extraordinario número de opas recibidas durante las últimas semanas sobre algunos de nuestros valores en cartera. Aproximadamente el 5% de los valores en nuestros fondos ha sido objeto de opa durante el último trimestre. Con esto se demuestra que los buenos negocios a buenos precios no duran mucho en mercado.

Estas operaciones suelen tener el mismo patrón, el de empresas familiares que conocen bien su negocio y “aprovechan” los actuales niveles de cotización para excluirlos del mercado. Es decir, las opas recientes demuestran las muy bajas valoraciones de dichos negocios, así como el poder de tener una familia o grupo de control detrás. No obstante, a las buenas noticias de recibir dichas ofertas, en algunos casos el sabor es agridulce, ya que se han producido por debajo de nuestros potenciales objetivos.

Hablando de potenciales y rentabilidades, concretamente de cómo éstas se generan, merece la pena hablar de nuestra inversión histórica en Hornbach de la que ya hablamos en la carta anterior. En esta ocasión nos sirve para explicar la disparidad entre los retornos esperados y los reales, que raramente coinciden en tiempo y forma, dando sentido a la tan oída expresión “hay que tener paciencia”.

En nuestra carta del primer trimestre del año 2019, en el apartado “Anatomía de la Bolsa” tratábamos de explicar que los retornos bursátiles no son lineales, concretamente:

“La rentabilidad de la bolsa no es lineal. Tomando como referencia el índice americano S&P 500, la rentabilidad media anual de dicho índice en los últimos casi 100 años ha sido del +10%, lo que no quiere decir que todos los años suba un +10%, cosa que rara vez ha ocurrido, no más de cinco ocasiones en todo este tiempo. Lo normal es que las acciones se alejen mucho de su “media normal”. El intento por parte del inversor poco experimentado de comparar los retornos de la bolsa con los de un bono, donde la rentabilidad es conocida de antemano e igual durante todos los años, puede generar frustración y rechazo al observar que dicha rentabilidad no coincide, en períodos anuales, con lo esperado a largo plazo.”

Carta del 1^{er} Trimestre a Inversores, Magallanes, marzo 2019

A cierre del tercer trimestre, nuestra ganancia acumulada en Hornbach es aproximadamente del +60%, en cerca de cinco años y medio desde su primera compra, equivale a un +9% anual compuesto. Unos resultados más que aceptables. Pero conseguir esos retornos no ha sido fácil, ya que ha requerido grandes dosis de paciencia, así como ir a contracorriente la mayor parte del tiempo. Parecíamos equivocados, incluso llegamos a perder (sobre papel) más del -50% de nuestra inversión. Finalmente, en cuestión de unos meses, el valor ha multiplicado por casi 4 desde mínimos. El resultado final, es la rentabilidad que explicaba al principio.



Es un caso extremo, pero un buen ejemplo para poner en valor los atributos básicos de la inversión en bolsa: paciencia, capacidad de sufrimiento y espíritu contrario, siendo consciente que la rentabilidad esperada puede ocurrir de la manera más inesperada, a veces incluso caprichosa, que nos podamos imaginar. El patrón vuelve a repetirse: comprar barato, preferiblemente empresa familiar, indispensable balance sólido, negocio comprensible y viable a largo plazo.

Ante los recientes rebrotes debido a la rápida propagación del Covid-19, nuestro mayor deseo desde Magallanes es que todos ustedes, así como sus familiares y allegados, se encuentren en buen estado de salud. En lo referente a su patrimonio invertido con nosotros, queremos ayudarle en todo lo que necesite, estando como siempre a su disposición por cualquiera de las vías de contacto de Magallanes.

Muchas gracias como siempre por seguir confiando, en un entorno tan complicado como el actual, la gestión de su patrimonio junto con el nuestro.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Iván Martín Aránguez'.

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones



ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 30/09/2020

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	100,9104	-1,71%	-1,75%	8,11%	-25,88%	-29,41%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	-2,14%	97,0%
Índice de referencia Ibérico		-3,98%	-6,67%	1,06%	-23,23%	-26,52%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	-20,17%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	103,8034	-1,67%	-1,63%	8,38%	-25,51%	-29,14%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	-1,35%	97,0%
Índice de referencia Ibérico		-3,98%	-6,67%	1,06%	-23,23%	-26,52%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	-25,03%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	108,3352	-1,61%	-1,44%	8,79%	-24,95%	-28,74%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	8,34%	97,0%
Índice de referencia Ibérico		-3,98%	-6,67%	1,06%	-23,23%	-26,52%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	-12,88%	

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% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	89,5285	-1,94%	-1,90%	7,50%	-26,43%	-29,81%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	-10,47%	98,3%
Índice de referencia Ibérico		-3,98%	-6,67%	1,06%	-23,23%	-26,52%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	-16,40%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	91,8008	-1,90%	-1,78%	7,77%	-26,06%	-29,55%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	-8,20%	98,3%
Índice de referencia Ibérico		-3,98%	-6,67%	1,06%	-23,23%	-26,52%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	-16,40%	

¹ Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibx35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	112,9249	-1,18%	7,28%	21,37%	-11,74%	-17,28%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	13,37%	95,4%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	11,69%	
Magallanes European Equity FI "P"	116,2018	-1,14%	7,41%	21,68%	-11,30%	-16,97%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	16,95%	95,4%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	11,70%	
Magallanes European Equity FI "E"	121,2578	-1,08%	7,62%	22,13%	-10,63%	-16,50%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	21,26%	95,4%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	22,09%	

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	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	106,3083	-1,22%	7,19%	21,15%	-12,19%	-17,60%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	13,09%	96,8%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	18,61%	
Magallanes European Equity LUX "I"	108,9535	-1,18%	7,32%	21,45%	-11,75%	-17,29%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	24,54%	96,8%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	29,75%	
Magallanes European Equity LUX "P"	110,7669	-1,15%	7,43%	21,69%	-11,41%	-17,05%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	10,77%	96,8%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	11,22%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	81,3700	0,36%	7,11%	24,51%	-9,49%	-11,44%	14,72%	-19,91%	-	-	-	-18,63%	96,8%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	-	-	-3,82%	

¹ Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015; Clase ING 07/01/2018. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	NAV	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	82,0912	0,59%	7,63%	25,29%	-7,12%	-15,33%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	-17,91%	92,7%
Índice de referencia Europeo		-0,93%	9,18%	34,50%	8,61%	-3,67%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	10,43%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	81,0150	0,55%	7,43%	24,93%	-7,78%	-15,71%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	-22,14%	92,7%
Índice de referencia Europeo		-0,93%	9,18%	34,50%	8,61%	-3,67%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	9,49%	

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	1 MES	3 MESES	6 MESES	12 MESES	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	10,5685	-1,31%	7,26%	21,31%	-11,68%	-17,36%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	5,69%	97,1%
Índice de referencia Europeo		-1,41%	0,10%	12,71%	-7,76%	-12,75%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	20,03%	

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