



### Carta del 3<sup>er</sup> Trimestre a Inversores

30/09/2021

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad en los nueve primeros meses de 2021 ha sido del +24,28% para el fondo European, del +19,63% para el Iberian y del +36,03% para el Microcaps.

Las nuevas variantes del coronavirus, junto con la inestabilidad proveniente de China, fueron los grandes protagonistas que marcaron el rumbo de los mercados durante el comienzo de la segunda mitad de año.

Una nueva ola de contagios protagonizados por la variante Delta del coronavirus trajo consigo, de nuevo, la reactivación de medidas de contención y restricciones a la movilidad, lo que ha atenuado temporalmente el ritmo de la recuperación económica en varios de los países afectados.

Afortunadamente, esta situación se ha ido revirtiendo en la mayoría de los países, en la medida que un porcentaje muy elevado de la población no vacunada se ha ido vacunando o ha adquirido inmunidad natural, volviéndose a levantar las restricciones inicialmente impuestas.

Por su parte, el Partido Comunista Chino anunció a mediados de agosto una serie de medidas con el objetivo de “satisfacer las demandas crecientes de la gente para una buena vida”, con el objetivo de conseguir una “prosperidad común para todos”<sup>1</sup>. El resultado ha sido una fuerte ofensiva gubernamental contra las plataformas de internet y el sector inmobiliario, la fijación de estrictos límites a la cantidad de horas que los jóvenes emplean en videojuegos o la prohibición a los colegios privados de la impartición de clases de la educación obligatoria, entre otras medidas. El índice Hang Seng ha perdido algo más del -21% desde sus máximos anuales como resultado de lo anterior, mientras que gigantes de internet como Alibaba, han visto su valor bursátil reducido prácticamente a la mitad.

A lo anterior cabe añadir las dudas surgidas a finales de septiembre sobre la viabilidad financiera de Evergrande, el segundo mayor desarrollador urbanístico del país, ante las dificultades para hacer frente al pago de intereses de su abultada deuda, próxima a los 300.000 millones de dólares. El posible efecto contagio dentro y fuera del país, afectó negativamente a todos los mercados a nivel global.

Pese estos hechos, la recuperación económica a nivel global sigue firme. Para este año se espera un crecimiento en Estados Unidos alrededor del +6%, y del +5% para la Eurozona, situando el PIB de ambas economías por encima de los niveles prepandemia.

---

<sup>1</sup> <https://www.ft.com/content/bacf9b6a-326b-4aa9-a8f6-2456921e61ec>



Esta fuerte recuperación de la economía global va acompañada de un significativo incremento de los precios de las principales materias primas, y muy particularmente la energía. El precio del barril de crudo del tipo Brent se ha revalorizado en un +51% en lo que llevamos de año para situarse en \$78 a finales del tercer trimestre. Por otro lado, y todavía como consecuencia de las rupturas en los procesos de producción por la pandemia, aparecen importantes dificultades en la cadena de suministro en distintas industrias, hasta tal punto que en algunas regiones del mundo se empiezan a experimentar problemas serios con relación al suministro de energía.

En las más de 100 reuniones que hemos mantenido con empresas durante este trimestre, la expresión “inflación de costes” ha sido sin duda una de las más repetidas. Esto se fundamenta, en nuestra opinión, en una situación estructural difícil de resolverse en el corto plazo: el histórico déficit de inversión durante años en la industria manufacturera tradicional, así como en los productores de materias primas ha dado como resultado una limitación de los principales factores de producción. La principal consecuencia es un estreñimiento significativo en la oferta, la cual tiene que hacer frente a una fuerte demanda, aparcada temporalmente por la pandemia, pero que ahora vuelve con una alta capacidad de consumo e inversión, alentada además por los multimillonarios planes de estímulo fiscal y monetario. En ausencia de producto, el precio es el principal factor de ajuste. Inflación.

En Alemania, por ejemplo, los últimos datos apuntan a una tasa de inflación del +4,1% en septiembre, el dato más alto en los últimos 29 años. En España, la lectura ha sido del +4%, la más alta en 13 años. Aunque preocupados, el discurso de los principales bancos centrales apunta hacia unas tasas de inflación altas pero transitorias en el tiempo, por el repunte de los precios de la energía, principalmente<sup>2</sup>.

Sin embargo, el Banco Central Europeo reiterando su preocupación por la evolución de la inflación, anunció la reducción del ritmo de compra de deuda de su programa especial para la pandemia (PEPP) que ahora mismo se cifra en 80.000 millones de euros mensuales. En la misma línea, la FED americana está considerando incrementar su tipo de referencia del 0% ya para 2022, un año antes de lo esperado anteriormente. El Banco Central de Noruega ha sido el primer banco del G10 en subir los tipos de interés, concretamente hasta el 0,25% desde el 0% anterior, indicando una nueva subida probablemente para diciembre de este año.

Nuestro escenario central, basado en el análisis fundamental y en nuestras conversaciones con las compañías en cartera, continúa siendo el de una economía en fase de sólido crecimiento económico en los próximos trimestres. Sin lugar a duda, esto representa un escenario benigno para la tipología de compañías que forman nuestras carteras: empresas industriales de corte cíclico ligadas a la reapertura de la economía, como compañías del sector energía, coches, materias primas, componentes, productores químicos, fertilizantes, consumo discrecional, transportes, viajes y financieras (algún

---

<sup>2</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-29/powell-says-inflation-spike-won-t-lead-to-new-inflation-regime>



banco entre ellas). En definitiva, una tipología de empresas “apalancadas” al ciclo económico, con cierto poder de fijación de precios, y, por tanto, una alta capacidad de incrementar sus beneficios en un escenario económico como el actual.

Los recientes contratiempos comentados al principio causados por el Covid-19 y China han ocasionado un parón temporal en la buena marcha bursátil de estos sectores, fruto del sentimiento negativo de corto plazo. El resultado ha sido una disociación temporal entre las expectativas del mercado, afectadas por dichos eventos negativos, y la realidad, la de un entorno de fuerte crecimiento económico que sigue su curso.

Dicha divergencia se ha traducido en una “huida” hacia diferentes activos considerados “refugio” tales como empresas tecnológicas, empresas tildadas de calidad, criptomonedas, acciones especulativas o “meme stocks”, compañías ligadas a la inversión sostenible, energías renovables y bonos, entre otros. Por el contrario, valores industriales ligados al crecimiento económico han sido los perdedores. Esta diferencia entre “expectativas y realidad” ha generado una nueva oportunidad de inversión a favor de estos últimos, y previsiblemente, en detrimento de los primeros.

Ahondando más en esta “realidad”, los resultados de nuestras compañías están siendo brillantes, con crecimientos de doble dígito, una alta generación de caja y unas perspectivas a futuro muy prometedoras. Además, con un mayor fortalecimiento de los balances, fruto de la saludable generación de caja durante estos trimestres. Esto se traduce en unas carteras cotizando alrededor de las 10x beneficio de 2022, una rentabilidad del 10% de flujo de caja, así como una rentabilidad por dividendo del 3% y uno de los balances más robustos de la historia.

En resumen, las carteras que conforman los fondos de Magallanes constituyen actualmente una excelente oportunidad de inversión, además de ofrecer una posible protección ante un escenario de presiones inflacionistas, presentes o a futuro, que, nos guste o no, tienen más aspecto de estructurales que de transitorias.

Lo anterior, el efecto positivo en nuestras carteras por la combinación de un entorno complicado, con presiones inflacionistas y riesgos de cuello de botella, lo podemos constatar en diferentes casos concretos de inversión dentro de nuestras carteras, además de en el elevado número de OPAs, totales o parciales, que hemos seguido recibiendo durante los últimos meses.

Así, es paradigmático el caso de la preocupación de China por reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero y su compromiso de ser una economía “neutra en CO<sub>2</sub>” para 2060. En esta línea anunció una serie de medidas, entre ellas, la de reducir la producción de acero del país, la cual representa alrededor del 15% de las emisiones chinas<sup>3</sup>. En términos prácticos esto implica una reducción de la oferta mundial de un material, el acero, que se encuentra en pleno auge por el lado de la demanda, acorde a la recuperación económica global comentada anteriormente. La confrontación de una fuerte demanda con una oferta restringida y unos inventarios en mínimos es el caldo de

<sup>3</sup><https://www.ft.com/content/76ef4195-a56b-4647-8aa5-1c8d9a3f08cf>



cultivo perfecto para compañías bien posicionadas como **ArcelorMittal**, que estima que la demanda mundial de acero crecerá un +8% en 2021.

Llama la atención el contraste entre su valor de empresa actual de mercado de 25.000 millones de euros, en comparación con los cerca de 16.000 millones de EBITDA estimados para este año, o lo que es lo mismo, un múltiplo de 1,5x. Todo esto para una compañía que, de seguir el ritmo actual de beneficios, entraría en caja neta durante los próximos trimestres. Por último y según nuestro análisis basado en el valor de reposición, es decir, el valor estimado en mercado de “construir una **ArcelorMittal** desde cero”, con sus algo más de 100 millones de toneladas métricas de capacidad instalada, podríamos estar hablando de una valoración de unos 80.000 millones, más de 3 veces el valor actual de cotización.

Existen más ejemplos, de forma breve, **OCI**, empresa de fertilizantes basados en nitrógeno, se está beneficiando claramente del actual entorno de precios del gas natural alto (principal materia prima para la elaboración de nitratos), gracias a sus contratos de abastecimiento ventajosos, por precio y localización, frente al resto de sus competidores.

Hay más, la potencial subida de tipos de interés que mencionábamos al principio tendrá un impacto positivo sin duda en las cuentas de resultados de valores del sector financiero, como bancos y aseguradoras, lo que beneficiará a posiciones en cartera como **ING Groep**, **Bankinter**, **Catalana Occidente** o **Vienna Insurance Group**, entre otras.

La reapertura post pandemia de las economías, está teniendo un impacto muy positivo en todos aquellos sectores estrechamente ligados a la movilidad, el turismo y el consumo discrecional. Valores como **easyJet**, **IAG**, **Aena**, **Autogrill** o **Meliá**, están entre los grandes ganadores de esta tendencia.

Obviamente la subida de los precios de la energía, entre ellos del gas y el petróleo, beneficia directamente a empresas productoras de los mismos, y de aquellos que operan en el sector, como es el caso de **AkerBP**, **Repsol** o **Maersk Drilling**.

Incluso en el caso de los fabricantes de coches, el actual entorno de carestía de componentes por cuellos de botella en la oferta, especialmente la de chips, está teniendo ciertos efectos colaterales positivos como la subida en precios por unidad vendida, fenómeno que no ocurría en la industria de la automoción desde hacía tiempo. Por ejemplo, **Renault** incrementó precios sobre sus unidades vendidas en algo más del +11% en la primera mitad de año.

Por último, pensemos en las dificultades actuales para poner en marcha ciertos tipos de negocios que de forma errónea, por prejuicio, ignorancia o estereotipos, se les considera como “poco amigables con el medio ambiente”. La principal traba reside en la reticencia, o directamente prohibición, por parte de las administraciones públicas a la hora de otorgar permisos para su puesta en marcha, esto se traduce en una reducción de la oferta de productos básicos necesarios para el correcto funcionamiento (y



progreso) de la economía mundial. El caso de **Covestro** es interesante, empresa química líder mundial en la fabricación de poliuretanos y policarbonatos, subproductos sin los cuales sería impensable fabricar los asientos de un coche, unas botas de esquí, los sistemas de aislamiento de una casa, los componentes de la mayoría de aparatos electrónicos o determinadas partes de los coches que compramos hoy. Parecido al caso de **ArcelorMittal**, el valor de reposición de **Covestro** está muy por encima de su precio actual de cotización.

En esta misma línea y, para terminar, es muy significativo el elevado número de OPAs recibidas durante los últimos doce meses. Concretamente, alrededor del 20% de los valores en las carteras de los fondos han recibido algún tipo de oferta de compra, parcial o total. Es también interesante que la mayor parte de estas ofertas provengan de los propios equipos directivos, familias o industriales que conocen bien dichas compañías. El mensaje importante que extraer de este alto porcentaje, así como de la tipología de sus compradores, es que nuestras empresas se encuentran cotizando a valoraciones muy atractivas, muy por debajo de su valor fundamental, tanto que aquellos que las conocen bien, están dispuestos a pagar primas por hacerse con el control de éstas.

### Actividad del tercer trimestre del año

Las operaciones realizadas durante el trimestre han ido orientadas a fortalecer la tesis que forma nuestro escenario central de crecimiento económico y valoraciones atractivas.

En Europa, hemos incrementado exposición en el fabricante de coches **Renault**, el banco **ING Groep**, y la aerolínea **easyJet**, aprovechando la ampliación de capital anunciada a mediados de septiembre, entre otras. En el lado de las ventas, hemos vendido la posición total de **Tarkett** tras acudir a la OPA, también se ha reducido peso en **Hella** tras recibir OPA, por su parte, en **GBL** y **Signify** hemos hecho ventas parciales.

En Iberia, hemos comprado **IAG**, e incrementado peso en **Gestamp**, **Bankinter** y **AENA**. En las ventas, hemos vendido toda nuestra posición en **Naturgy** por la OPA recibida, por su parte hemos reducido exposición en **Almirall**.

En el fondo Microcaps, hemos comprado **CIR**, además se ha incrementado peso en **Ibersol**. En el lado de las ventas, hemos vendido la posición total en **Netia** por OPA recibida, y parcialmente en **Reno de Medici**, por otra OPA recibida.

### 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.

Atentamente,  
Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones



### ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 30/09/2021

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

| FONDO                                   | NAV      | 3 M   | 6 M   | 12 M   | 2021   | 2020    | 2019   | 2018    | 2017   | 2016   | 2015 <sup>1</sup> | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|---|----------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|-------------------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes Iberian Equity FI "M"</b> | 148,3516 | 2,17% | 5,33% | 47,01% | 19,18% | -12,92% | 6,02%  | -9,22%  | 15,45% | 15,48% | 8,04%             | 43,87%       | 97,9%           |
| Índice de referencia Ibérico            |          | 1,86% | 5,86% | 35,06% | 11,59% | -11,07% | 15,38% | -11,59% | 12,13% | 0,52%  | -5,73%            | 7,82%        |                 |
| <b>Magallanes Iberian Equity FI "P"</b> | 153,3693 | 2,30% | 5,59% | 47,75% | 19,63% | -12,48% | 6,55%  | -8,76%  | 16,03% | 16,09% | 6,32%             | 45,76%       | 97,9%           |
| Índice de referencia Ibérico            |          | 1,86% | 5,86% | 35,06% | 11,59% | -11,07% | 15,38% | -11,59% | 12,13% | 0,52%  | -11,27%           | 1,26%        |                 |
| <b>Magallanes Iberian Equity FI "E"</b> | 161,2691 | 2,50% | 5,99% | 48,86% | 20,30% | -11,83% | 7,35%  | -8,07%  | 16,91% | 16,91% | 12,72%            | 61,27%       | 97,9%           |
| Índice de referencia Ibérico            |          | 1,86% | 5,86% | 35,06% | 11,59% | -11,07% | 15,38% | -11,59% | 12,13% | 0,52%  | 2,57%             | 17,66%       |                 |

<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                                    | NAV      | 3 M   | 6 M   | 12 M   | 2021   | 2020    | 2019   | 2018    | 2017   | 2016 <sup>1</sup> | 2015 | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|--|----------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------------|------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes Iberian Equity LUX "R"</b> | 130,2090 | 2,02% | 5,06% | 45,44% | 18,61% | -13,94% | 5,68%  | -9,61%  | 14,79% | 16,33%            | -    | 30,21%       | 97,4%           |
| Índice de referencia Ibérico             |          | 1,86% | 5,86% | 35,06% | 11,59% | -11,07% | 15,38% | -11,59% | 12,13% | 0,52%             | -    | 12,90%       |                 |
| <b>Magallanes Iberian Equity LUX "I"</b> | 134,1846 | 2,16% | 5,32% | 46,17% | 19,06% | -13,51% | 6,21%  | -9,14%  | 15,42% | 16,99%            | -    | 34,18%       | 97,4%           |
| Índice de referencia Ibérico             |          | 1,86% | 5,86% | 35,06% | 11,59% | -11,07% | 15,38% | -11,59% | 12,13% | 0,52%             | -    | 12,90%       |                 |

<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                                    | NAV      | 3 M   | 6 M   | 12 M   | 2021   | 2020   | 2019   | 2018    | 2017   | 2016   | 2015 <sup>1</sup> | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|--|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------------------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes European Equity FI "M"</b> | 163,4512 | 1,49% | 7,05% | 44,74% | 23,81% | -3,30% | 21,48% | -19,19% | 19,52% | 12,89% | 3,47%             | 64,10%       | 96,0%           |
| Índice de referencia Europeo             |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 2,58%  | 0,42%             | 43,81%       |                 |
| <b>Magallanes European Equity FI "P"</b> | 169,0371 | 1,62% | 7,32% | 45,47% | 24,28% | -2,81% | 22,09% | -18,78% | 20,12% | 13,45% | 4,23%             | 70,12%       | 96,0%           |
| Índice de referencia Europeo             |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 2,58%  | 0,43%             | 43,82%       |                 |
| <b>Magallanes European Equity FI "E"</b> | 177,7183 | 1,81% | 7,73% | 46,56% | 24,98% | -2,08% | 23,01% | -18,17% | 21,02% | 14,31% | 4,29%             | 77,72%       | 96,0%           |
| Índice de referencia Europeo             |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 2,58%  | 9,77%             | 57,20%       |                 |

<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                                       | NAV      | 3 M   | 6 M   | 12 M   | 2021   | 2020   | 2019   | 2018    | 2017   | 2016 <sup>1</sup> | 2015 | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|---|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------------------|------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes European Equity LUX "R"</b>   | 153,2105 | 1,51% | 6,90% | 44,12% | 23,46% | -3,82% | 20,89% | -19,43% | 19,11% | 18,30%            | -    | 62,98%       | 97,7%           |
| Índice de referencia Europeo                |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 9,39%             | -    | 52,71%       |                 |
| <b>Magallanes European Equity LUX "I"</b>   | 157,8083 | 1,65% | 7,17% | 44,84% | 23,93% | -3,33% | 21,50% | -19,00% | 19,76% | 27,76%            | -    | 80,38%       | 97,7%           |
| Índice de referencia Europeo                |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 19,66%            | -    | 67,06%       |                 |
| <b>Magallanes European Equity LUX "P"</b>   | 161,0532 | 1,74% | 7,37% | 45,40% | 24,28% | -2,96% | 21,96% | -18,70% | 20,16% | 12,08%            | -    | 61,05%       | 97,7%           |
| Índice de referencia Europeo                |          | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 2,58%             | -    | 43,21%       |                 |
| <b>Magallanes European Equity LUX "ING"</b> | 111,7100 | 1,78% | 7,70% | 37,29% | 19,02% | 2,15%  | 14,72% | -19,91% | -      | -                 | -    | 11,71%       | 97,7%           |
| Índice de referencia Europeo                |          | 0,86% | 7,49% | 22,01% | 11,59% | 2,13%  | 18,99% | -9,57%  | -      | -                 | -    | 20,27%       |                 |

<sup>1</sup> 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 <sup>1</sup> | 2016 | 2015 | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|--|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------------------|------|------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes Microcaps Europe, FI "B"</b> | 131,0906 | 3,09% | 16,95% | 59,69% | 36,03% | -0,61% | 10,59% | -21,98% | 12,37%            | -    | -    | 31,09%       | 96,4%           |
| Índice de referencia Europeo               |          | 0,36% | 7,70%  | 51,13% | 22,69% | 18,66% | 22,39% | -13,38% | 8,14%             | -    | -    | 66,90%       |                 |
| <b>Magallanes Microcaps Europe, FI "C"</b> | 128,8689 | 3,01% | 16,74% | 59,07% | 35,65% | -1,16% | 10,10% | -22,18% | 7,81%             | -    | -    | 23,86%       | 96,4%           |
| Índice de referencia Europeo               |          | 0,36% | 7,70%  | 51,13% | 22,69% | 18,66% | 22,39% | -13,38% | 7,22%             | -    | -    | 65,47%       |                 |

<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.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

| FONDO                                   | NAV     | 3 M   | 6 M   | 12 M   | 2021   | 2020   | 2019   | 2018    | 2017   | 2016   | 2015 <sup>1</sup> | DESDE INICIO | NIVEL INVERSIÓN |
|---|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------------------|--------------|-----------------|
| <b>Magallanes Acciones Europeas, PP</b> | 15,2961 | 1,33% | 6,88% | 44,73% | 23,64% | -3,26% | 21,04% | -19,41% | 16,30% | 14,65% | -1,68%            | 52,96%       | 98,0%           |
| Índice de referencia Europeo            |         | 0,74% | 6,96% | 28,76% | 16,20% | -3,32% | 26,05% | -10,57% | 10,24% | 2,58%  | 7,92%             | 54,55%       |                 |

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