



Carta del 3^{er} Trimestre a Inversores

30/09/2017

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el tercer trimestre ha sido del -0,99% para la estrategia ibérica y del +5,06% para la europea. Desde comienzos de 2017, las rentabilidades acumuladas son del +11,75% y +17,85%, respectivamente¹.

Como adelantábamos en la carta anterior, entre el segundo y tercer trimestre hemos realizado un número considerable de transacciones.

Esto fue debido a que algunas de las empresas que formaban parte de nuestra cartera alcanzaron su precio objetivo, tal es el caso, por ejemplo, de **Orkla**, **Sports Direct** y **Hamburger Hafen**, entre otras, que han salido de Magallanes European Equity con revalorizaciones medias del +50%. En el lado de las compras, hemos incluido nuevas compañías cuyas valoraciones nos parecen muy atractivas, dentro de cuatro sectores muy penalizados: automóviles (**Renault**, **Porsche**), fertilizantes (**Potash**, **OCI**), transporte marítimo (**Scorpio Tankers**, **Euronav**) y distribución (**Metro AG**).

Por su lado, en Magallanes Iberian Equity han salido **Ence** y **REN** al haber alcanzado nuestro precio objetivo, y hemos entrado en la portuguesa **Ramada**, en **Repsol** y en **Siemens Gamesa**, donde el recorrido al alza es muy amplio.

Lo anterior refleja que, en un entorno difícil como el actual, con mercados marcando máximos históricos y valoraciones exigentes, somos capaces de encontrar buenas ideas dentro de algunos sectores fuera del favor de la opinión generalizada de mercado. Siempre hay oportunidades en el mercado, solo se necesita curiosidad, disciplina y paciencia.

Emociones. Invertir bajo incertidumbre

El estudio de la psicología humana debería ocupar un lugar destacado en los programas de estudios universitarios. Cada vez resulta más evidente que para llegar a ser un inversor exitoso se necesita algo más que destacar en contabilidad, aritmética y descuento de flujos. Si las personas fuéramos empresas y si tuviéramos que subrayar una ventaja competitiva que nos hiciera brillar por encima del resto, ésta no sería, en mi opinión, el nivel de cociente intelectual, sino más bien el grado de estabilidad emocional de cada sujeto. Tendemos a pensar, equivocadamente, que las personas más “inteligentes” serán las más “exitosas”.

¹Estrategia 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.



Es decisiva la habilidad de mantener un nivel emocional estable, reflexivo, autocrítico y frío que nos alerte constantemente ante la posibilidad de cometer errores cuando tomamos decisiones importantes guiados por nuestros sentimientos.

Antes de iniciarnos en el mundo de las inversiones, como gestores y como clientes, deberíamos plantearnos preguntas tales como:

- ¿Cómo reaccionaría ante situaciones de estrés donde todo podría salir mal?
- ¿Estoy preparado para actuar decisivamente aun cuando ello implique llevar la contraria a la opinión de consenso?
- ¿Soy consciente de la posibilidad de cometer errores? ¿Tengo la autocrítica suficiente como para reconocerlos?
- ¿Sé reconocer y distinguir cuándo el mercado actúa bajo las emociones y cuándo bajo los hechos?

Uno de esos errores tiene que ver con la toma de decisiones bajo situaciones de incertidumbre. El cerebro humano está programado para tomar decisiones en aquello que nos resulta familiar y cercano. Por el contrario, tiende a evitar situaciones desconocidas, debido a un acto reflejo primitivo basado en la supervivencia.

Cuando tomamos decisiones fuera de nuestro ámbito de control, por ejemplo, decidir qué empresa comprar en un entorno de incertidumbre, se produce una reacción fisiológica consistente en la activación de la amígdala cerebral, donde residen las emociones básicas tales como la rabia o el miedo. Es el centro de procesamiento de todo lo relativo a las reacciones emocionales. En lo relativo a las inversiones, es la causante directa de la aversión al riesgo y, por tanto, del bloqueo en la toma de decisiones ante situaciones estresantes.

La habilidad de obtener conclusiones válidas dentro de un entorno cuya información disponible es imperfecta, representa un factor diferencial para el éxito en la gestión de inversiones. Bajo información pobre y confusa el precio de los activos es generalmente bajo. Por otro lado, cuando esperamos demasiado a que la información sea perfecta y precisa, corremos el riesgo de perder importantes oportunidades de inversión.

El factor emocional es el peor enemigo del inversor, llegando a generar una de las grandes aberraciones del mercado de valores: el paradigma de la “calidad”. La inversión en empresas de “calidad” consiste en comprar y mantener empresas con un alto nivel de certidumbre, que operan en entornos muy favorables y gozan del beneplácito de la comunidad inversora, pero cuyas valoraciones son muy elevadas. El inversor se siente emocionalmente cómodo comprando acciones de empresas de “calidad” que no le activen la amígdala cerebral, liberando en el proceso gran cantidad de endorfinas responsables de las sensaciones de bienestar y alegría, lo que le llevará a pagar precios elevados por



dichas acciones. El precio por la aparente seguridad es pagar caro. Pero no hay que olvidar que una buena compañía no tiene por qué ser una buena inversión.

Las expectativas de empresas de “calidad” son generalmente altas, lo que genera que un número elevado de individuos deseen sus acciones llevando sus precios arriba. Por el contrario, las expectativas de empresas penalizadas tienden a ser bajas, en ocasiones inexistentes, por consiguiente, sus precios son bajos, en ocasiones ridículos. De nuevo, es importante distinguir entre una buena idea de inversión y una buena empresa.

Cuando una empresa es considerada como “buena” su precio es alto, cuando es considerada como “mala” su precio es bajo. Cuando se compra caro, la probabilidad de cometer errores aumenta.

En finanzas, hay una regla básica que corrige los excesos: “la reversión a la media”. La traducción en términos coloquiales sería algo así como “no hay mal que cien años dure”, nada dura para siempre. No hay empresa que pueda vivir perpetuamente en estado de gracia, ni negocio condenado al fracaso eterno, salvo fraude o quiebra por insolvencia. Las empresas buenas, tarde o temprano, tendrán que enfrentarse a retos, por ejemplo, mayor número de competidores. Esto hará que los buenos números de rentabilidad tengan que “revertir a la media”, por debajo de los niveles a los que nos tenía acostumbrado.

Lo anterior forma parte de los ciclos normales de todo negocio. El problema aparece cuando las personas, movidas por las emociones, extrapolan los ciclos más allá de lo razonable, convirtiendo las empresas “buenas” en increíblemente caras y las “desfavorecidas” en ridículamente baratas. La reversión a la media corrige, de forma generalmente traumática, dichos extremos.

Uniper

El 12 de septiembre de 2016 comprábamos acciones de **Uniper** a €10 por acción² convirtiéndose en una de nuestras principales posiciones en el fondo europeo. Entonces, prácticamente nadie creía en la compañía, llegándola a catalogar como la división de energías sucias (empresa “mala y desfavorecida”) de **E.ON**.

El pasado 20 de septiembre, poco más de un año después, la compañía eléctrica finlandesa **Fortum** lanzó una oferta de adquisición de acciones a €22 euros por acción en efectivo. En el momento que escribo esta carta, la acción se encuentra cotizando a €24, lo que representa un +140% de revalorización sobre nuestro precio de entrada. Estamos evaluando todas las opciones sobre la posición que todavía está en cartera.

Uniper, participada mayoritariamente por el gigante alemán **E.ON**, es una de las mayores compañías de generación eléctrica convencional de Europa, básicamente gas,

²El caso de inversión en Uniper está detalladamente explicado en nuestra carta anual a partícipes de 2016.



carbón, nuclear e hidro. Además, posee un negocio de materias primas globales y una participación del 83,7% en **Unipro**, tercer operador privado de electricidad más grande de Rusia.

Como decíamos en nuestra carta de 2016, en un mundo dominado por las energías renovables, es entendible que la mayoría de participantes de mercado sintiera poca, o nula, atracción por una compañía como ésta.

La percepción de un negocio malo generaba a su vez una corriente de expectativas bajas o negativas, lo que hacía que el precio de sus acciones fuera ridículo en comparación al valor de mercado de sus activos, llegando a cotizar a un tercio de su valor en libros.

Negocios aparentemente malos, pueden ser excelentes ideas de inversión. Nuestra habilidad en **Uniper** no fue otra más que permanecer fieles a nuestra actividad analítica, comprando un activo muy por debajo de su valor racional, con la información disponible entonces, incompleta y confusa, a la vez que nos manteníamos fríos y distantes con respecto al sentir general del consenso de analistas.

Sector Automovilístico Europeo

En línea con lo anterior, hemos invertido en compañías que, contrariamente a la opinión de mercado, nos parecen grandes oportunidades. En la carta del trimestre anterior, explicábamos detenidamente nuestros casos de inversión en fertilizantes y transporte marítimo, ejemplos clásicos del ciclo de capital. También mencionábamos nuestra primera inversión en fabricantes de automóviles, concretamente mediante la entrada en **Renault** y **Porsche**.

Actualmente, la industria de fabricantes europeos de automóviles es el sector más barato cotizado.

A nivel geográfico, la industria tradicional del automóvil en Europa es percibida como la gran perdedora en la carrera por el coche eléctrico, frente a otras regiones como Estados Unidos, cuna de **Tesla**, paradigma tecnológico del sector. En nuestra opinión, esta percepción no parece del todo correcta.

Prueba de ello es el número de patentes registradas en relación al coche eléctrico. Según un estudio reciente del Ifo Institute, Europa aglutina casi la mitad del número de patentes, liderando el ranking mundial, muy por delante de países como Japón (23%) y Estados Unidos (18%).

Por otro lado, un alto grado de gasto en Investigación y Desarrollo (I+D) trae consigo una mayor fortaleza de los productos y servicios ofrecidos, lo que permite diferenciarse positivamente de la competencia. Bloomberg mostraba una clasificación, encabezada por



Amazon, de las 25 compañías que más destinan al presupuesto anual en I+D. De este ranking, 11 son tecnológicas, 7 farmacéuticas, y sorprendentemente, 7 son fabricantes de coches tradicionales, de los cuales, **Volkswagen** ocupa el segundo puesto detrás de **Amazon**, con cerca de 16.000 millones de dólares. **Tesla** no aparece en dicho ranking.

Además, creemos que la irrupción del coche eléctrico no sucederá de forma inmediata, sustituyendo toda la producción del coche convencional. El objetivo de la mayoría de fabricantes, a partir de 2025, es que, del total de la producción, alrededor del 20% sea eléctrico, lo que implica que los motores diésel y gasolina seguirán siendo dominantes durante las próximas décadas.

Renault es uno de los principales referentes mundiales en la fabricación del coche eléctrico, líder absoluto en Europa, con una cuota de mercado próxima al 30%. No obstante, ésta no es nuestra principal motivación para comprar la compañía, sino más bien la combinación exitosa de un negocio tradicional altamente rentable, basado en el motor de combustión interno, junto con una situación de balance saneada (caja neta), lo que le permite generar un alto nivel de caja, para seguir invirtiendo y remunerando al accionista.

Atendiendo a los bajos múltiplos a los que cotiza, parece que el mercado no percibe dicha capacidad para reinvertir y remunerar. Según nuestros números (excluyendo el negocio financiero a valor en libros y el valor de mercado de sus participaciones en Nissan y Daimler), el negocio puro de fabricación de coches de **Renault** estaría cotizando a 2 veces el beneficio operativo, con una generación de caja libre sobre el valor de la empresa superior al 30%.

Permítanme que les recomiende la lectura del libro “El cerebro del inversor”, por el doctor en neurociencia Pedro Bermejo. En línea con lo comentado en la presente carta, el libro aborda cómo el cerebro nos traiciona constantemente a la hora de tomar decisiones, especialmente en aquéllas de índole económica y financiera. El autor, pretende acercar la neuroeconomía a los lectores para que entiendan cómo su cerebro toma las decisiones de inversión, pudiendo beneficiarse de ello.

Gracias a nuestros más de 12.000 inversores por confiarnos la gestión de sus ahorros, es un gran honor trabajar para ustedes.

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 92,1%, estando formada su cartera por 28 compañías españolas y portuguesas.

La cartera mantiene un sesgo hacia el sector servicios e industrial, donde cabe destacar entre otros valores: **SEMAPA**, **Sonae**, **Gas Natural**, **Fluidra** e **Inmobiliaria Colonial**. Las diez primeras posiciones representan el 44,0% del fondo.

España es el 62,5% de la inversión total del fondo, por su parte Portugal representa el 29,6%.

El 79,9% del fondo está invertido en empresas de grande y mediana capitalización. Un 12,2% del fondo se encuentra invertido en empresas de pequeña capitalización bursátil.

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 85,5%, 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**, **Renault**, **Potash Corp**, **Porsche Holding** y **Bouygues SA**. Las diez primeras posiciones de la cartera representan el 34,5% del fondo.

Fruto de los valores en cartera el resultado es una mayor exposición a Alemania y Francia frente a otras regiones, con un peso agregado del 38,5% para dichos países.

El 75,9% del fondo se encuentra invertido en empresas de grande y mediana capitalización, siendo un 42,8% el peso en empresas con un tamaño superior a los €5.000 millones. Un 9,6% del fondo se encuentra invertido en empresas con un tamaño inferior a €1.000 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 30/09/17

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

| FONDO | VALOR LIQUIDATIVO | 1 MES | 3 MESES | 6 MESES | 12 MESES | 2017 | 2016 | 2015 ¹ | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|---|-------------------|-------|---------|---------|----------|--------|--------|-------------------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes Iberian Equity FI "M" | 143,2253 | 1,33% | -1,12% | 5,47% | 19,55% | 11,34% | 15,48% | 8,04% | 38,90% | 92,1% |
| Índice de referencia Ibérico | | 1,23% | 0,32% | 2,25% | 21,79% | 13,81% | 0,52% | -5,73% | 7,85% | |
| Magallanes Iberian Equity FI "P" | 145,1373 | 1,37% | -0,99% | 5,73% | 20,48% | 11,75% | 16,09% | 6,32% | 37,94% | 92,1% |
| Índice de referencia Ibérico | | 1,23% | 0,32% | 2,25% | 21,79% | 13,81% | 0,52% | -11,27% | 1,51% | |
| Magallanes Iberian Equity FI "E" | 148,0992 | 1,43% | -0,81% | 6,13% | 21,39% | 12,38% | 16,91% | 12,72% | 48,10% | 92,1% |
| Índice de referencia Ibérico | | 1,23% | 0,32% | 2,25% | 21,79% | 13,81% | 0,52% | 2,57% | 17,33% | |

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% 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 ¹ | 2015 | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|--|-------------------|-------|---------|---------|----------|--------|-------------------|------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes Iberian Equity Lux "R" | 128,9235 | 1,30% | -1,25% | 5,27% | 19,02% | 10,82% | | | 28,92% | 93,1% |
| Índice de referencia Ibérico | | 1,23% | 0,32% | 2,25% | 21,79% | 13,81% | | | 14,40% | |
| Magallanes Iberian Equity Lux "I" | 130,1813 | 1,34% | -1,12% | 5,56% | 19,68% | 11,28% | | | 30,18% | 93,1% |
| Índice de referencia Ibérico | | 1,23% | 0,32% | 2,25% | 21,79% | 13,81% | | | 14,40% | |

¹ 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 ¹ | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|--|-------------------|-------|---------|---------|----------|--------|--------|-------------------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes European Equity FI "M" | 136,5946 | 2,15% | 4,92% | 10,29% | 25,50% | 17,41% | 12,89% | 3,47% | 37,14% | 85,5% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | 2,58% | 0,42% | 12,85% | |
| Magallanes European Equity FI "P" | 138,4596 | 2,19% | 5,06% | 10,56% | 26,13% | 17,85% | 13,45% | 4,23% | 39,35% | 85,5% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | 2,58% | 0,43% | 12,86% | |
| Magallanes European Equity FI "E" | 141,2686 | 2,25% | 5,25% | 10,98% | 28,08% | 18,51% | 14,31% | 4,29% | 41,27% | 85,5% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | 2,58% | 9,77% | 23,36% | |

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 | VALOR LIQUIDATIVO | 1 MES | 3 MESES | 6 MESES | 12 MESES | 2017 | 2016 ¹ | 2015 | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|---|-------------------|-------|---------|---------|----------|--------|-------------------|------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes European Equity Lux "R" | 130,1886 | 2,11% | 4,88% | 10,09% | 24,66% | 17,07% | | | 38,49% | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | | | 19,84% | |
| Magallanes European Equity Lux "I" | 131,3904 | 2,15% | 5,03% | 10,39% | 25,35% | 17,55% | | | 50,18% | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | | | 31,10% | |
| Magallanes European Equity Lux "P" | 132,0752 | 2,18% | 5,12% | 10,58% | 25,75% | 17,84% | | | 32,08% | 86,6% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | | | 12,38% | |

¹ 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 ¹ | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|---|-------------------|-------|---------|---------|----------|--------|------|-------------------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes Acciones Europeas, PP | 12,9425 | 1,07% | 3,26% | 8,85% | 22,45% | 14,82% | | | 29,42% | 86,3% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,89% | 2,70% | 3,58% | 16,26% | 9,56% | | | 21,28% | |

¹ 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 ¹ | 2016 | 2015 | DESDE INICIO ¹ | NIVEL DE INVERSIÓN |
|--|-------------------|-------|---------|---------|----------|-------------------|------|------|---------------------------|--------------------|
| Magallanes Microcaps Europe, FI "B" | 110,9130 | 3,59% | 1,01% | 7,51% | - | 10,91% | | | 10,91% | 88,8% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,44% | 2,87% | 8,06% | - | 8,40% | | | 8,40% | |
| Magallanes Microcaps Europe, FI "C" | 110,7795 | 3,56% | 0,94% | - | - | 6,47% | | | 6,47% | 88,8% |
| Índice de referencia Europeo | | 3,44% | 2,87% | 8,06% | - | 7,47% | | | 7,47% | |

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.