



Carta del 3^{er} Trimestre a Inversores

30/09/2025

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante los nueve primeros meses de 2025 ha sido del **+17,2%** para el fondo European, **+34,6%** para el Iberian y **+20,1%** para el Microcaps. Desde sus lanzamientos, los retornos acumulados son del **+152,1%**, **+161,6%** y **+68,9%** respectivamente, batiendo a sus correspondientes índices de referencia¹.

Paradoja de la situación actual

El clima internacional acumula múltiples frentes abiertos (conflictos bélicos, rivalidad estratégica, polarización) y, sin embargo, los grandes índices han continuado ascendiendo. En septiembre, el S&P 500 registró su mejor mes de septiembre en quince años; en Europa, el Euro Stoxx 50 recuperó cotas no vistas en casi un cuarto de siglo y el FTSE 100 ha renovado máximos históricos. Son hechos elocuentes: la inquietud política convive con precios que, a escala global, se sostienen en niveles elevados.

A la vista de lo anterior es importante analizar las valoraciones de dichos mercados. Así, al otro lado del Atlántico, la renta variable estadounidense parece descontar un porvenir muy favorable. El PER del S&P 500 ronda las 22,5 veces, por encima de sus medias de 5 y 10 años, situándose en niveles característicos de etapas muy avanzadas del ciclo bursátil. Sin olvidar que, Estados Unidos concentra cerca del 65% de la capitalización del índice global MSCI ACWI, proporción muy superior a su peso en la economía mundial, esto es, alrededor del 26% del PIB global. El contraste entre “valoración” y “ponderación” es evidente, y en niveles máximos no vistos antes.

Europa ofrece la imagen contraria. Por capitalización, la bolsa europea en su conjunto representa alrededor del 14%, ligeramente por debajo del 15% del peso de su PIB en relación con la economía mundial. Además, la valoración es sensiblemente inferior, siendo su múltiplo de 14,5 veces frente a las 22,5 veces del S&P 500. El descuento relativo, cercano al 35%, es llamativo por su amplitud y duración, atendiendo a datos históricos.

Conviene matizar lo anterior: una valoración alta no equivale por sí sola a una burbuja, como una valoración baja tampoco garantiza una ganga. Ahora bien, la aritmética del largo plazo es tozuda: cuando se paga por encima de su valor, lo razonable es esperar rentabilidades discretas; cuando se compra con descuento, las probabilidades se inclinan hacia retornos superiores.

Además, la bolsa europea se beneficiará del impulso que supone el cambio en la política fiscal alemana, que de llevarse a cabo tendría una alta capacidad de irradiación en la economía del viejo continente.

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



Como recordatorio, en marzo se aprobó la reforma del marco fiscal que creaba un fondo de infraestructuras de 500.000 millones de euros (cerca del 13% de su PIB), que pretende excluir del “techo de deuda” el gasto en defensa por encima del 1% del PIB y permite mayor endeudamiento a los Länder. Según Vanguard², si el programa se ejecuta, el PIB del área euro podría verse elevado en +0,4–0,5 puntos porcentuales hasta finales de 2026 y, en el horizonte más largo, el PIB alemán sumaría +1,25% en 2029, con su consiguiente impacto positivo al conjunto de la UE.

Además, la creación de una industria de defensa europea que pueda rivalizar con los gigantes americanos tendría un impacto muy positivo para todo el tejido industrial europeo y para muchas de las compañías que tenemos en cartera. Según estimaciones de la Comisión Europea, un incremento lineal del gasto en defensa hasta el 1,5% del PIB entre 2025 y 2028 podría elevar el PIB real de la UE en un +0,5% por encima del escenario base para 2028.

No extraña además por tanto a la vista de los argumentos anteriores que diversos comentarios de entidades globales apunten a una reorientación gradual hacia la renta variable europea³.

En resumen, la divergencia entre la percepción de inestabilidad y la realidad de unos índices en máximos no es nueva, pero sí exige disciplina: distinguir precio de valor. Con una Europa aún infrarrepresentada en los índices globales, a descuento frente a Estados Unidos y con apoyos fiscales de calado en Alemania que empezarán a notarse en 2026, creemos que el reequilibrio global de carteras hacia negocios europeos de calidad a valoraciones atractivas está bien fundamentado a la hora de diversificar una cartera de inversión.

Suecia: productividad, precisión y barreras de entrada

En nuestra reciente visita a Suecia tuvimos la oportunidad de reunirnos con directivos, así como visitar las factorías de algunas de nuestras posiciones nórdicas en cartera, concretamente **SKF**, **Sandvik** y **Husqvarna**, donde pudimos constatar de primera mano las ventajas competitivas de una industria europea que compite a primer nivel mundial por tecnología, proceso y criticidad de los productos y servicios que ofrece.

Son compañías cuyo valor reside en la precisión y fiabilidad aplicadas a cadenas de suministro globales: rodamientos, herramientas de corte, soluciones de automatización y mantenimiento que, por su papel crítico en la mejora de productividad del cliente, se vuelven prácticamente insustituibles.

Por ejemplo, **SKF** integra en su oferta, además de sus rodamientos de altísima precisión, soluciones de gestión del lubricante como la tecnología *RecondOil*, capaz de depurar y recircular aceites industriales, alargando su vida útil y reduciendo paradas. Es un buen ejemplo de cómo la ingeniería de eficiencia de procesos se traduce en productividad y ahorro para el cliente, especialmente relevante en un mundo como el nuestro dónde el 20% de toda la energía consumida a escala global es empleada en superar la fricción.

² <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/what-germany-fiscal-shakeup-means-markets.html> "What Germany's fiscal shakeup means for markets | Vanguard".

³ https://am.jpmorgan.com/gb/en/asset-management/per/insights/portfolio-insights/investment-trust-insights/europe/europe-wakes-as-the-us-shakes/?utm_source=chatgpt.com.



Sandvik Coromant, reconocida por el Foro Económico Mundial como planta *Lighthouse*⁴ de la Industria 4.0, ilustra bien cómo la precisión se convierte en productividad. A modo ilustrativo y como ejemplo práctico, en la fabricación de un avión comercial se ejecutan del orden de 1,5 a 3 millones de taladros, dependiendo del modelo de avión; cuando la herramienta mantiene tolerancias del orden de la micra (para situarnos, el grosor de un cabello humano ronda las 50–80 micras) la diferencia frente a soluciones más baratas pero menos precisas se traduce en menos roturas, ciclos más cortos y calidad de orificio superior, con impactos acumulativos enormes en tiempos y costes a escala de programa.

En suma, herramientas que no sólo alivian el rozamiento o cortan metal: elevan la productividad del cliente y afianzan barreras de entrada difíciles de replicar.

Por último, es importante destacar la importancia de la automatización de estas compañías, donde apenas se pueden observar empleados en planta. Cuando la automatización rebaja el peso del factor trabajo en el coste total, la ventaja basada únicamente en salarios pierde relevancia, en relación con la competencia procedente de otros lugares con salarios más bajos o jornadas laborales más largas.

Queda claro que estos negocios son, ante todo, industrias de altísimo contenido tecnológico. Su propuesta no es un catálogo de piezas, sino precisión y fiabilidad puestas al servicio del cliente, que las convierte en proveedoras fiables, imprescindibles y difícilmente sustituibles. Cuando se suma la automatización como norma (trazabilidad, robotización, control en línea), el resultado es un foso competitivo que resiste el paso del tiempo. Si, además, se pueden adquirir a valoraciones baratas, como ha sido nuestro caso, solo queda dejar que la calidad del negocio y la productividad que aportan afloren en los resultados con el transcurso de los años, y, por ende, en el precio de cotización de sus acciones.

Ineficiencias de mercado: Zegona como ejemplo

En ocasiones comentamos que, si bien el mercado a largo plazo tiende al equilibrio, a corto, suele ignorar las historias que requieren cierta paciencia y un alto grado de análisis. El caso de **Zegona**, una de nuestras inversiones en cartera, es ilustrativo. Aquí va, de manera sencilla y muy esquemática, lo que ha pasado hasta el momento:

Zegona, fondo que compró **Vodafone España** en 2024, ha vendido parte de sus redes de fibra a la vez que conseguía refinanciar deuda con unos términos más ventajosos. Con el dinero obtenido de este proceso se podría pagar íntegramente a **Vodafone Plc** las acciones preferentes (las que daban derecho a cobrar antes que los demás) y, además, quedaría margen para un dividendo extraordinario a los accionistas ordinarios. En la práctica, esto limpia y simplifica la estructura financiera, produciéndose, con la cancelación de dichas preferentes en manos de **Vodafone Plc**, un trasvase extraordinario de valor, mediante la reducción de las acciones en circulación en un 69%, desde dicho accionista al resto de minoritarios que todavía permanecemos en el capital, equivalente aproximadamente a multiplicar por 3 nuestro peso en la compañía y, por lo tanto, en el porcentaje de los futuros beneficios y dividendos a recibir. Una auténtica creación de valor.

⁴ <https://www.weforum.org/press/2025/09/global-lighthouse-network-2025-world-economic-forum-recognizes-12-new-sites-driving-holistic-transformation-in-manufacturing/?utm>



Pero, además, la “nueva **Zegona**”, a pesar de la fuerte subida de la acción en 2025, sigue cotizando con descuento frente al sector, debido principalmente a que el negocio de **Vodafone España** está evolucionando razonablemente bien, parando la fuga de clientes, ganando en eficiencia por reducción de costes y, por consiguiente, elevando márgenes de rentabilidad.

Nuestros Fondos

La composición de las carteras de nuestros Fondos sigue siendo, en esencia, una colección de negocios europeos como los comentados arriba, con ventajas competitivas claras, balances robustos y valoraciones atractivas. En agregado, estimamos unos potenciales de revalorización importantes basados en unos múltiplos de unas 10 veces el beneficio del próximo año, con rentabilidad por dividendo y recompra de acciones próximo al 5%. Una propuesta de valor a tener en cuenta para la creación de riqueza a largo plazo.

Movimientos durante el trimestre

En el Fondo European hemos incrementado en compañías donde el potencial de revalorización nos parece muy atractivo, como la empresa de plataformas de perforación en alta mar **Noble Corp**, el conglomerado francés **Bouygues SA**, el fabricante alemán de automóviles **Volkswagen AG**, y la empresa de distribución química **Brenntag SE**.

En el lado de las ventas seguimos reduciendo bancos europeos en la medida que se acercan a nuestros precios objetivos, cristalizando plusvalías muy significativas en dicho proceso de venta.

En los Fondos Iberian y Microcaps no hemos realizado movimientos significativos.

Gracias

Muchas gracias por la confianza depositada en nuestra gestión. Continuamos trabajando con la máxima exigencia y dedicación para alcanzar las metas fijadas acorde a nuestro proceso de inversión y velar por sus intereses.

Estamos, como siempre, a su disposición para cualquier duda o sugerencia.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA
Director de Inversiones

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 30/09/2025

MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	260,9263	7,25%	16,71%	36,00%	34,10%	18,40%	13,30%	-1,82%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	153,04%	91,4%
Índice de referencia Ibérico		11,50%	19,92%	30,63%	37,79%	8,75%	22,58%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	107,63%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	275,2011	7,38%	17,00%	36,68%	34,60%	18,99%	13,87%	-1,33%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	161,55%	91,4%
Índice de referencia Ibérico		11,50%	19,92%	30,63%	37,79%	8,75%	22,58%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	94,89%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	298,1894	7,59%	17,44%	37,71%	35,36%	19,89%	14,72%	-0,58%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	198,19%	91,4%
Índice de referencia Ibérico		11,50%	19,92%	30,63%	37,79%	8,75%	22,58%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	126,41%	

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.	6 M.	12 M.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	225,7714	7,11%	16,36%	35,21%	33,85%	17,48%	13,64%	-2,40%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	125,77%	99,1%
Índice de referencia Ibérico		11,50%	19,92%	30,63%	37,79%	8,75%	22,58%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	118,71%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	237,7486	7,26%	16,68%	35,94%	34,39%	18,11%	14,25%	-1,87%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	137,75%	99,1%
Índice de referencia Ibérico		11,50%	19,92%	30,63%	37,79%	8,75%	22,58%	-0,84%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	118,71%	

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.	6 M.	12 M.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	237,4046	5,02%	9,46%	12,91%	16,78%	-1,91%	21,15%	4,94%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	138,34%	92,5%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	98,08%	
Magallanes European Equity FI "P"	250,5053	5,16%	9,75%	13,49%	17,23%	-1,42%	21,76%	5,47%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	152,11%	92,5%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	98,09%	
Magallanes European Equity FI "E"	271,3615	5,36%	10,15%	14,33%	17,88%	-0,68%	22,67%	6,26%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	171,36%	92,5%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	116,52%	

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.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016 ¹	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	225,1129	5,12%	10,72%	13,91%	18,26%	-2,18%	21,01%	5,20%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	139,47%	91,7%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	110,34%	
Magallanes European Equity LUX "I"	236,9395	5,26%	11,03%	14,53%	18,75%	-1,65%	21,67%	5,77%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	170,83%	91,7%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	130,10%	
Magallanes European Equity LUX "P"	245,2191	5,35%	11,23%	14,93%	19,06%	-1,31%	22,10%	6,14%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	145,22%	91,7%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	97,25%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	171,9200	7,32%	16,02%	20,43%	25,58%	-5,92%	19,12%	12,05%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	21,92%	91,7%
Índice de referencia Europeo		5,47%	9,11%	14,66%	18,61%	3,61%	13,31%	-4,36%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	68,22%	

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.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017 ¹	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	168,9017	3,52%	11,20%	14,17%	20,14%	-2,55%	13,51%	-9,42%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	68,90%	95,7%
Índice de referencia Europeo		4,94%	13,12%	12,00%	14,65%	2,51%	-0,32%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	50,46%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	164,5814	3,46%	11,02%	14,08%	19,87%	-2,59%	13,20%	-9,67%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	58,18%	95,7%
Índice de referencia Europeo		4,94%	13,12%	12,00%	14,65%	2,51%	-0,32%	-24,87%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	49,17%	

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.	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 ¹	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	22,7401	5,13%	10,83%	14,66%	18,66%	-2,04%	21,42%	5,39%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,63%	-1,68%	131,30%	94,1%
Índice de referencia Europeo		3,51%	4,55%	9,31%	12,36%	8,59%	15,83%	-9,49%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	97,25%	

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