

05

Carta Trimestral

A NUESTROS INVERSORES, Nº 5, MAYO DE 2009.

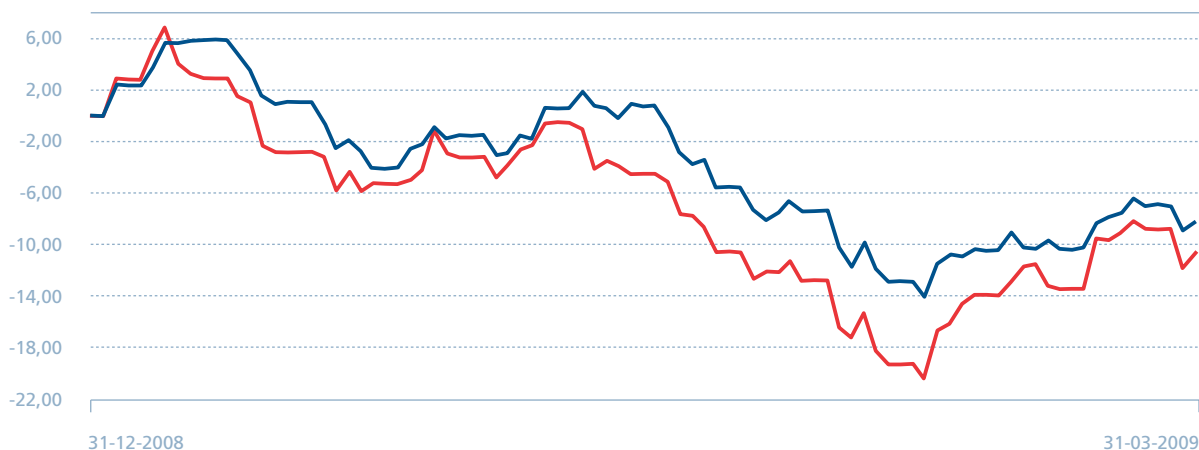


- A lo largo del primer trimestre de 2009 las bolsas mundiales han tocado nuevos mínimos. A pesar de una rápida recuperación al final del trimestre los mercados continúan en negativo, a excepción de algunos emergentes como el ruso y el chino.
- Nuestra estrategia de inversión –reflejada en Bestinfond y en nuestro fondo de pensiones Bestinver Global- acumula una rentabilidad en lo que va de año del -8.28%, frente a una caída de su índice de referencia (70% MSCI World Index y 30% IGBM) del 10.67%.

BESTINFOND

Evolución 2009

● BESTINFOND ● ÍNDICE (70% MSCI World Index 30% IGBM)

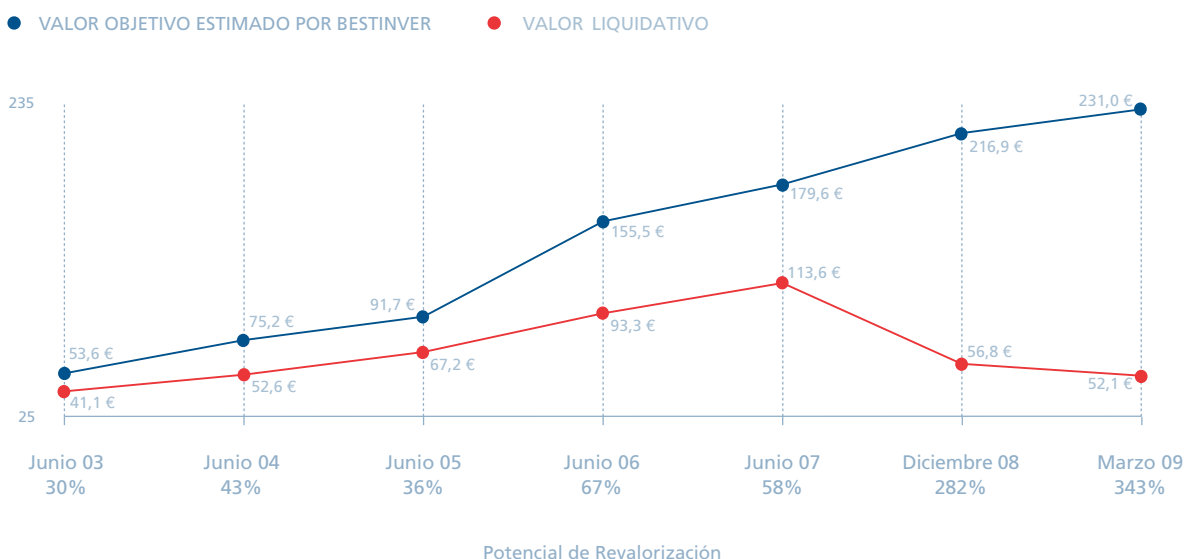


► Bestinfond invierte un 70% de su cartera en renta variable internacional y un 30% en renta variable ibérica.

- Hemos seguido creando valor a lo largo de 2009, situando el potencial de revalorización en un 343%.

BESTINFOND

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo.



| BESTINFOND | 31-dic-08 | 31-mar-09 | Var % |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-------|
| Valor Objetivo (€ /acción) | 216,9 | 231,0 | 7% |
| Valor Liquidativo (€ /acción) | 56,8 | 52,1 | -8% |
| Potencial de revalorización | 282% | 343% | |
| PER (cash-flow libre estimado 2009) | 3,9 x | 3,4 x | |

► Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web: www.bestinver.es

100
x 10)
x 10)
)

\$ \$ \$ \$

750
500
250

1,500
300

El Entorno Actual

Para entender el comportamiento de las bolsas mundiales en 2009 hay que seguir mirando el excesivo endeudamiento de los agentes económicos. Como hemos puesto de manifiesto anteriormente, las consecuencias de esta situación siempre son muy negativas y el proceso de ajuste es lento. Sin embargo, si durante 2008 las caídas no diferenciaron entre negocios viables y bancos en quiebra, esta situación empieza a mostrar signos de cambio que sin duda se refleja en el valor liquidativo de los fondos y en su comportamiento relativo frente al mercado.

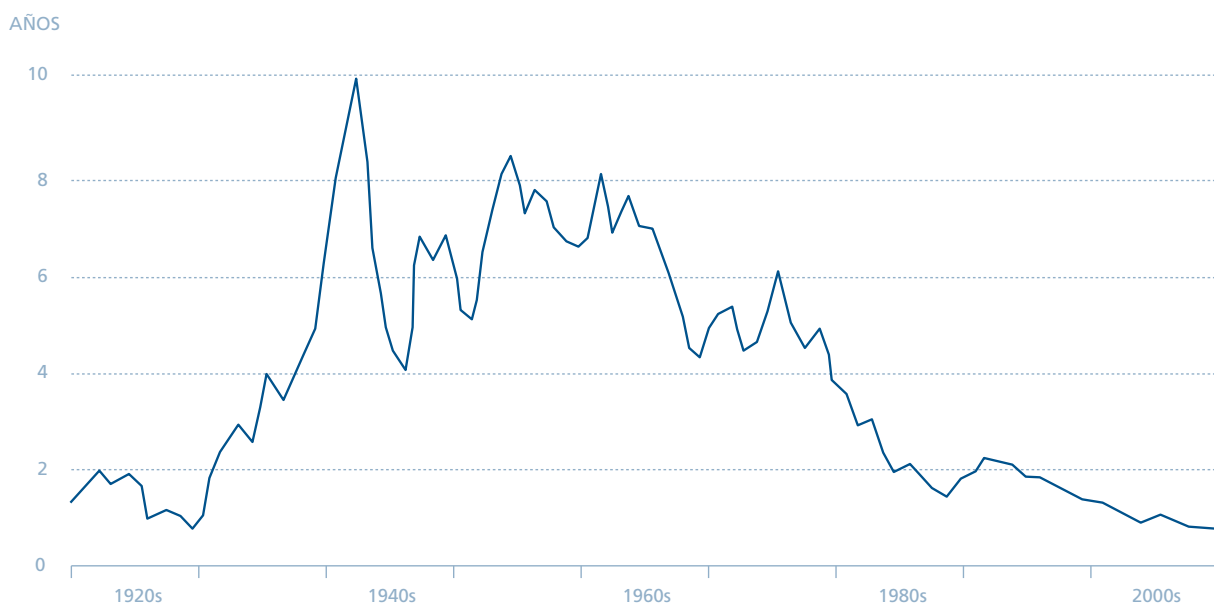
Esta circunstancia está lejos de ser una coincidencia. Como hemos expuesto en numerosas ocasiones, la estrategia de inversión seguida en Bestinver se fundamenta en la continua creación de valor:

- Invirtiendo en compañías bien gestionadas con negocios comprensibles cuyo valor sea muy superior al precio que le asigna el mercado. Se trata en general de compañías poco o nada endeudadas y con una clara vocación internacional. La reciente volatilidad de los mercados provoca que las distorsiones entre precio y valor se acentúen, propiciando oportunidades de inversión a unos precios muy poco frecuentes.
- Evitando pérdidas permanentes de valor. En un entorno tan complicado como el actual apenas las hemos sufrido, consecuencia de haber reducido a cero la exposición al sector bancario e inmobiliario.
- Rotando la cartera hacia los valores más castigados al tiempo que se reduce la ponderación en aquellos que han tenido un comportamiento más positivo, buscando en todo momento incrementar el precio objetivo de los fondos.

La única forma de explotar el potencial de los fondos es siendo pacientes. Intentar predecir el momento de la recuperación es un ejercicio inútil si se entiende que al suscribir nuestros fondos se está invirtiendo en negocios rentables a un precio muy inferior a su valor real. El ajuste de estas ineficiencias requiere dosis de tiempo y paciencia del mismo modo que a largo plazo ha demostrado proporcionar a los inversores una rentabilidad sobresaliente. Es por ello que recomendamos a nuestros inversores **aprovecharse de la incertidumbre.**

El inversor particular tiende a equivocarse en sus decisiones de entrada y salida, un comportamiento autodestructivo que se traduce en una pobre rentabilidad a largo plazo. El legendario inversor Peter Lynch afirmaba a este respecto que “Los inversores han perdido mucho más dinero preparándose o tratando de anticipar las correcciones que en las propias correcciones”. A pesar de las acusadas caídas del pasado ejercicio, Bestinfond acumula una rentabilidad anualizada superior al 14% desde 1993, que hubiera sido muy difícil de conseguir si se hubiera tratado de predecir y evitar las caídas y reinvertir de nuevo en los mínimos de mercado.

PROMEDIO DE PERMANENCIA DE UNA ACCION EN CARTERA EN EL NYSE. (1920-2008)

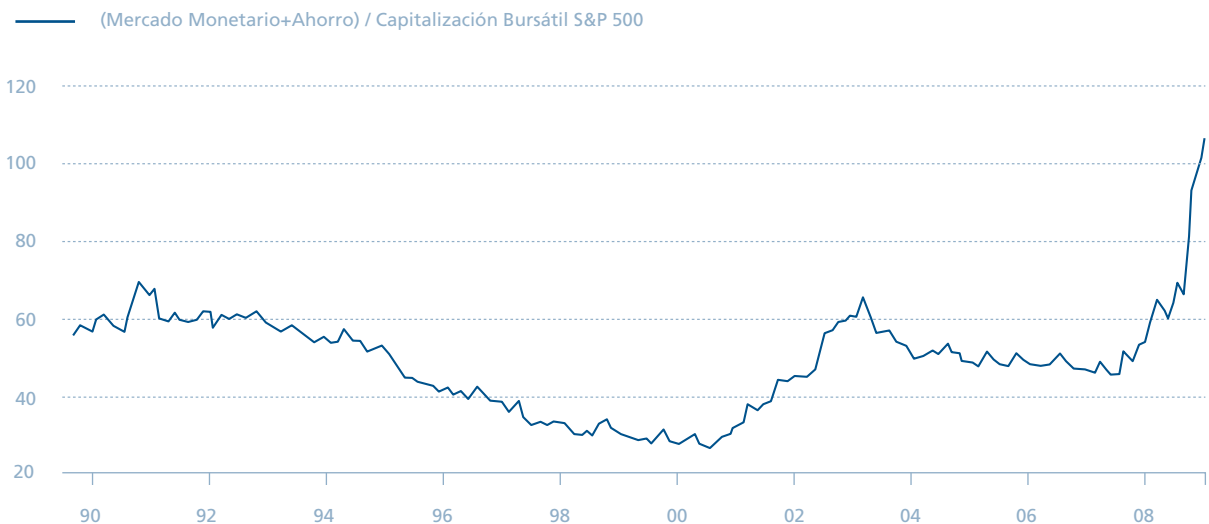


► Fuente: Elliott Wave International

Como se refleja en el gráfico, con un periodo medio en cartera de nueve meses es muy difícil obtener retornos superiores a los que ofrece una gestión pasiva indexada. Evitar la toma de decisiones emocionales es complicado durante los mercados bajistas, pero la paciencia necesaria para que el valor de los fondos se materialice, se verá recompensada en el largo plazo con una rentabilidad por encima del mercado para lo que es importante mantener la inversión, tratando de evitar entradas y salidas innecesarias.

Los datos macroeconómicos del primer trimestre han evidenciado que el deterioro de la economía sigue su curso. Las medidas adoptadas por los gobiernos encaminadas a recapitalizar las instituciones financieras y a desbloquear el crédito están aportando confianza y visibilidad a las bolsas que han reaccionado al alza. Si el pasado mercado alcista fue liderado por las bolsas emergentes, durante este comienzo de 2009 se aprecian los mismos síntomas como revela el comportamiento del índice chino Shanghai Composite con un +30% o el Bovespa brasileño con un +9%. Se manifiesta por tanto una creciente tolerancia al riesgo lo que inducirá a los inversores a volver a la renta variable en busca de rentabilidades atractivas que otros productos como la deuda soberana han dejado de ofrecer, sin entrar a valorar su solvencia a largo plazo dado los tremendos déficit en los que en muchos casos están incurriendo.

LIQUIDEZ COMO PORCENTAJE DE LA CAPITALIZACIÓN DEL S&P 500.

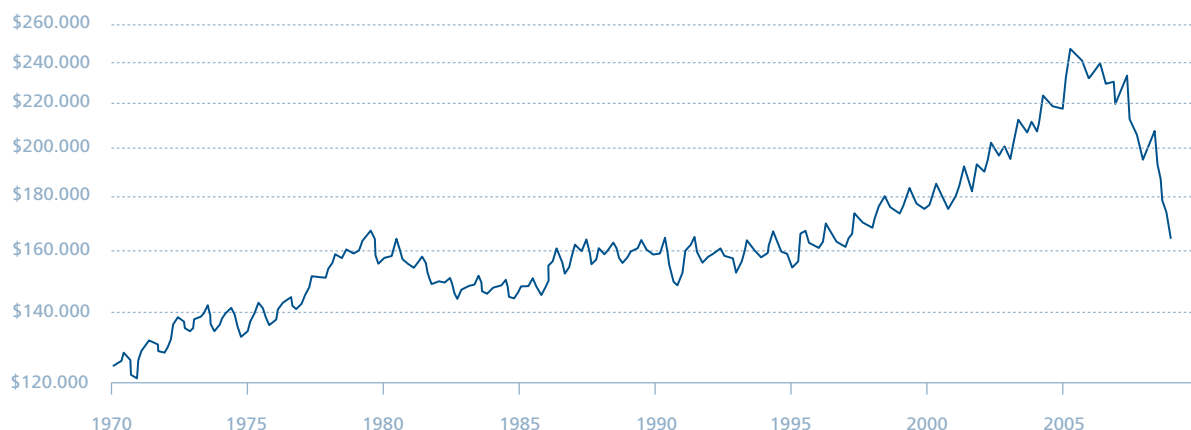


► Fuente: Thomson Reuters Datastream

En este gráfico se aprecia que en el año 2000, cuando las entradas de dinero en los fondos de inversión batieron récord, la relación entre la liquidez (ahorro financiero e inversión en el mercado monetario) como porcentaje de la capitalización del S&P 500 tocó mínimos, respondiendo a un ambiente de euforia provocada por la revalorización de las empresas tecnológicas y del encarecimiento del mercado en general. Todos los excesos emocionales terminan por invertirse y el indicador subió en 2003 a un nivel a partir del cual se construyó una nueva tendencia alcista. La lectura actual muestra un exceso mucho más acusado que entonces, lo que hace pensar que en la medida en que los inversores vayan destinando esta liquidez a las bolsas estaremos sentando las bases de un mercado alcista.

Por otro lado, una de las fuentes de la actual crisis, el **mercado inmobiliario en EEUU**, continúa ajustándose rápidamente lo que acerca al menos en este aspecto la vuelta al crecimiento de esta economía.

PRECIOS DE LA VIVIENDA UNIFAMILIAR EN EEUU. (Ajustado a la inflación)



► Fuente: National Association of Realtors

Tras una abrupta caída, el precio de la vivienda individual en EEUU está entrando en la banda de precios en la que se ha movido desde los años 70 hasta prácticamente el año 2000. Los datos de enero muestran una subida por primera vez en un año, según la "Federal Housing Finance Agency", aunque son datos que hay que interpretar con prudencia y esperar que otros índices como Case-Shiller confirmen un suelo encadenando varios periodos positivos.

Confiamos en el soporte que puede dar **China** al crecimiento global. Los datos correspondientes al primer trimestre demuestran que la crisis financiera le sigue afectando aunque a pesar de ello creció un 6.1% en este período. La expansión de la economía China es sostenible porque se fundamenta en el ahorro y la productividad, lo que unido a las medidas que están adoptando induce a pensar que el objetivo de crecimiento del 8% para 2009 es posible. El gobierno está concentrando su esfuerzo en estimular la demanda interna mientras que los principales mercados para sus productos –EEUU, Japón y Europa- no den síntomas de recuperación. Los datos de momento apuntan a que lo están logrando, como ponen de manifiesto el incremento de la producción industrial (+5.1%), de las ventas minoristas (+15%) y las de automóviles, que alcanzaron los 2.68 millones de unidades, la más alta del mundo.

Nuestra Cartera Internacional



Durante el primer trimestre del año nuestra cartera internacional ha arrojado una rentabilidad del -8%, que se compara con un -8,4% del MSCI World Index, su índice de referencia. La rentabilidad a largo plazo sigue siendo superior al índice en un 3,1% y un 10,3% anuales en los últimos 5 y 10 años.

Desde que se inició la crisis a mediados de 2007 el comportamiento del fondo ha sido muy similar al del mercado, a pesar de no haber estado invertidos en el foco del problema, bancos, inmobiliarias y compañías endeudadas. Esto continúa siendo así durante el primer trimestre de 2009 (la comparación con el índice europeo DJ Stoxx600, que ha caído un 10,4% en el trimestre, es más favorable).

No obstante, y a pesar de esta aparente "continuidad", queremos llamar la atención sobre un fenómeno que parece indicar que el mercado está empezando a discriminar. Y es que, dentro de un trimestre en que los mercados han marcado nuevos mínimos, arrastrando con ello a gran parte de nuestra cartera, hemos visto sin embargo, como algunos de nuestros valores han dado fuertes rentabilidades, con subidas espectaculares de entre el 80% y el 170% en pocas semanas. Tal ha sido el caso, por ejemplo, de Debenhams, OCE, Esprinet y Clinton Cards. Lo importante de este hecho, más que su impacto en la rentabilidad de fondo, que todavía ha sido modesta, es el motivo. Todas estas compañías han publicado resultados del 4º trimestre de 2008 y/o evolución del comienzo del 2009 mejor de lo que estaba esperando el mercado. Dadas las fuertes caídas que habían sufrido, la reacción ha sido "violenta". En lo que va de año, un total de 10 compañías del fondo internacional han tenido revalorizaciones de al menos el 70% desde los últimos mínimos por este motivo.

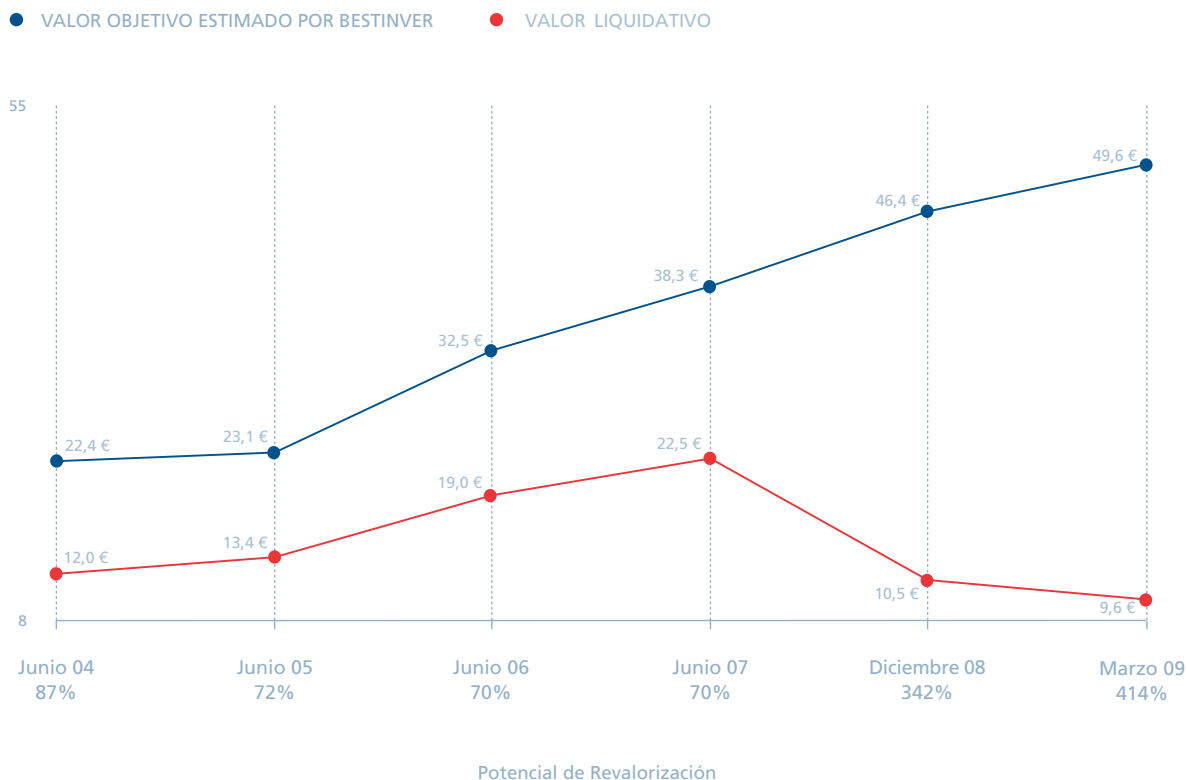
Como hemos dicho en muchas ocasiones en Bestinver, el catalizador más importante para que el mercado vaya poco a poco reconociendo el valor de nuestros fondos será contrastar que las caídas en las cotizaciones han sido exageradas en comparación con las perspectivas de beneficios empresariales. Creemos que los ejemplos que hemos mencionado no son más que un mero comienzo y que queda prácticamente todo por delante.

En lo que va de año, y por primera vez desde mediados del 2007 hemos subido la valoración en más compañías de las que la hemos bajado. En total hemos mejorado la valoración en 34 compañías y la hemos bajado en 20. A esta mejora ha contribuido, en una parte, lo que hemos comentado anteriormente respecto de compañías que están experimentando mejor evolución de los negocios de lo que se esperaba. En otra parte se debe también a que en nuestras valoraciones hemos comenzado a fijarnos en los beneficios de 2010, un año en que se espera que la situación económica mejore respecto de 2009. Efectivamente, como habíamos advertido en cartas anteriores, la mayor parte de las rebajas de valoración durante el 2008 eran de carácter temporal, ante la perspectiva de unos beneficios deprimidos en 2009, por lo que la mejora que se prevé en 2010 está produciendo ahora el efecto contrario. Es importante recalcar, no obstante, que este efecto ha contribuido de manera moderada, porque seguimos siendo prudentes en nuestras estimaciones.

A esta mejora neta en la valoración de las compañías del fondo se une nuestra constante tarea de creación de valor, desinvirtiendo en compañías con menos recorrido para invertir en compañías con mayor potencial. Un ejemplo paradigmático durante el trimestre, que ya comentamos en nuestra conferencia de clientes, es la venta de una gran parte de nuestra inversión en Fleury Michon, compañía francesa en el sector de productos cárnicos que ofrecía un potencial del 165%, y el incremento en la posición en OCE, compañía holandesa en el segmento de los equipos y sistemas de impresión que ofrecía un potencial del 1000%. Desde que hicimos esta operación Fleury Michon ha caído un 14% mientras que OCE ha subido un 46%, con un mejor comportamiento relativo del 60%. Esto es sólo un ejemplo de algo que hacemos regularmente, y que es especialmente productivo en momentos como los que hemos vivido durante el primer trimestre, en que los mercados se han vuelto a desplomar, y algunas de nuestras compañías han marcado nuevos mínimos. Es importante recordar que es en momentos así cuando nos resulta más fácil crear valor y “sembrar” para lograr fuertes rentabilidades en el futuro.

La combinación de la mejora neta en la valoración de las compañías del fondo y de nuestra tarea de creación de valor, ha producido una mejora en la valoración del fondo del 6,8% durante el trimestre. Nuestro valor objetivo se sitúa al final del trimestre en 49,6 €.

BESTINVER INTERNACIONAL Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo.



| BESTINVER INTERNACIONAL | 31-dic-08 | 31-mar-09 | Var % |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-------|
| Valor Objetivo (€ /acción) | 46,4 | 49,6 | 7% |
| Valor Liquidativo (€ /acción) | 10,5 | 9,6 | -8% |
| Potencial de revalorización | 342% | 414% | |
| PER (cash-flow libre estimado 2009) | 3,4 x | 2,9 x | |

► Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web: www.bestinver.es

Nuestra Cartera Ibérica



Durante el trimestre nuestra cartera ibérica ha arrojado una rentabilidad del -8,9%, que se compara con un -15,9% del IGBM, su índice de referencia. La rentabilidad a largo plazo es superior al índice en un 5,9% y en un 10,5% anuales en los últimos 5 y 10 años.

En un trimestre en que los mercados han vuelto a marcar nuevos mínimos históricos, nuestra cartera se ha visto igualmente arrastrada. No obstante, nuestra estrategia de evitar exposición a negocios cíclicos en España ha permitido proteger la cartera con caídas significativamente inferiores a las del mercado español. Si bien el año pasado nuestra cartera nacional sufrió pérdidas inferiores a las de su índice (-35,2% Bestinver Bolsa vs -40,6% el IGBM), la diferencia en rentabilidad fue poco notable en comparación con la magnitud de las pérdidas, y no se puede decir que el mercado discriminara apenas entre valores. En este primer trimestre de 2009, sin embargo, la diferencia en rentabilidad es bastante más clara.

Efectivamente vemos indicios de que el mercado empieza a discriminar entre compañías con beneficios más sólidos y otras que se ven más directamente afectadas por las malas perspectivas de la economía española. Esto queda reflejado en la fuerte recuperación de algunas de nuestras inversiones desde los mínimos, como es el caso de Miquel i Costas, Corporación Financiera Alba, Sonae, o Ibersol, compañías que han subido entre un 40% y un 60% desde los mínimos alcanzados a finales de 2008. Estas compañías, que habían sufrido caídas similares a las de los índices, han publicado recientemente resultados del 4º trimestre del 2008 que reflejan la solidez de sus negocios y su escasa o nula exposición al problema económico español.

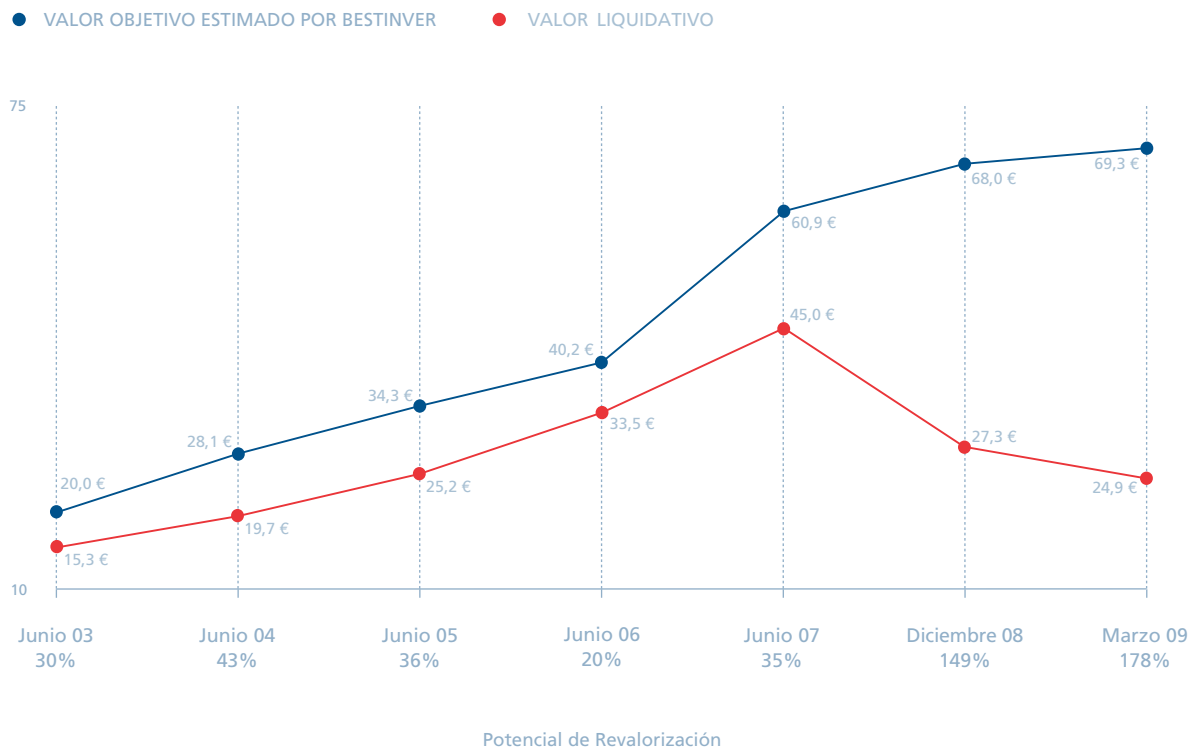
| CARTERA NACIONAL | BENEFICIO OPERATIVO | | | | CRECIMIENTO | | COTIZACIÓN | |
|------------------|---------------------|------|------|------|-------------|----------|------------|--------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Media Anual | 31/12/07 | 31/03/09 | %Var |
| Ibersol | 32 | 35 | 37 | 39 | 6,3% | 11,5 | 6,4 | -43,9% |
| Miquel y Costas | 26 | 28 | 29 | 30 | 5,2% | 14,8 | 12,7 | -14,3% |
| Vidrala | 81 | 95 | 102 | 106 | 9,2% | 25,3 | 15,0 | -40,6% |

Al igual que en nuestra cartera internacional, en este trimestre por primera vez desde mediados del 2007 hemos subido la valoración en más compañías de las que la hemos bajado. En total hemos mejorado la valoración en 17 compañías y la hemos bajado en 14. Una parte importante de esta mejora se debe a que en nuestras valoraciones hemos comenzado a fijarnos en los beneficios de 2010, un año en que se espera que la situación económica, fuera de España, mejore respecto a 2009. Como habíamos advertido en cartas anteriores, la mayor parte de las rebajas de valoración durante el 2008 eran de carácter temporal, ante la perspectiva de unos beneficios deprimidos en 2009, por lo que la mejora que se prevé en 2010 está produciendo ahora el efecto contrario. Gracias a que casi el 75% de la cartera nacional está invertida en negocios fuera de España o en negocios en España poco cíclicos, nuestra cartera nacional se ve beneficiada por dichas expectativas de mejora económica global. No obstante, seguimos siendo prudentes, en general, en nuestras estimaciones, lo que explica que se haya bajado la valoración en un número significativo de las compañías en cartera.

Con todo, nuestra valoración del fondo en el trimestre ha mejorado ligeramente (+1,9%) desde 68 € a 69,3 €.

BESTINVER BOLSA

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo.



| BESTINVER BOLSA | 31-dic-08 | 31-mar-09 | Var % |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-------|
| Valor Objetivo (€ /acción) | 68,0 | 69,3 | -2% |
| Valor Liquidativo (€ /acción) | 27,3 | 24,9 | -9% |
| Potencial de revalorización | 149% | 178% | |
| PER (cash-flow libre estimado 2009) | 6,0 x | 5,4 x | |

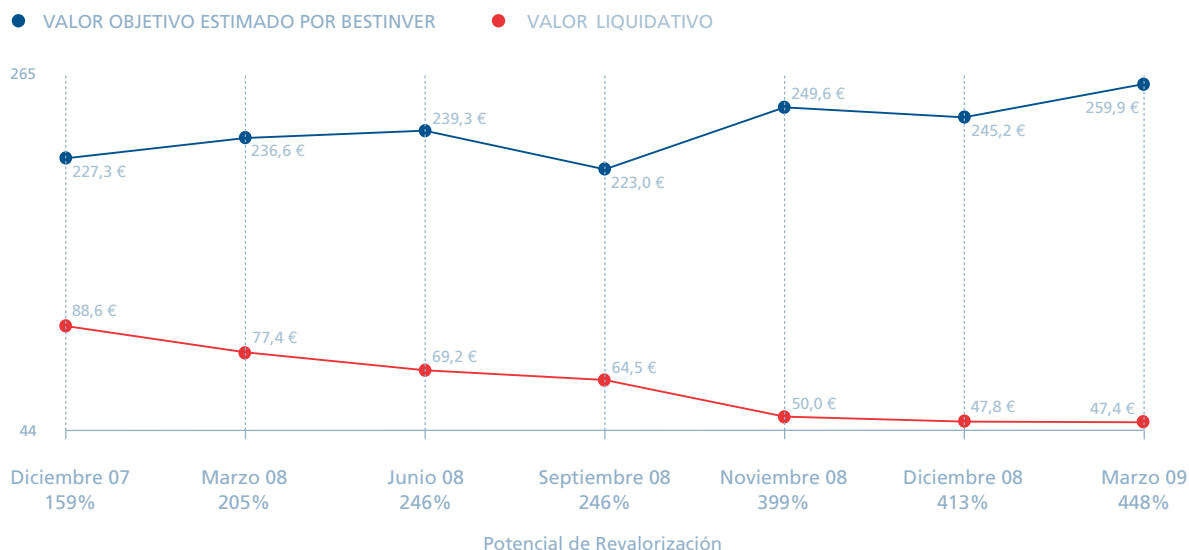
► Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web: www.bestinver.es

Bestinver Hedge Value Fund arroja una rentabilidad del -0,68% en el primer trimestre del 2009, que se compara con el -8,4% del MSCI, su índice de referencia. Siendo este fondo un compendio concentrado de nuestras mejores ideas, su buen comportamiento relativo es otro indicio que nos hace pensar que nuestra selección de valores comienza a “funcionar” y de que el mercado ha empezado a discriminar, tal y como hemos comentado anteriormente al referirnos a las carteras internacional y nacional.

Durante el trimestre el valor objetivo del fondo ha mejorado un 6,2% (desde 244,8€ a 259,9€), en línea con la mejora en la valoración de la cartera internacional, de donde proceden la mayor parte de las inversiones del Hedge Fund.

B. HEDGE VALUE FUND

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo.



| B. HEDGE VALUE FUND | 31-dic-08 | 31-mar-09 | Var % |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-------|
| Valor Objetivo (€ /acción) | 244,8 | 259,9 | 6% |
| Valor Liquidativo (€ /acción) | 47,8 | 47,4 | -1% |
| Potencial de revalorización | 412% | 448% | |
| PER (cash-flow libre estimado 2009) | 2,9 x | 2,7 x | |

► Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web: www.bestinver.es

Conclusion



A pesar del todavía difícil entorno macroeconómico internacional, creemos que el mercado ha comenzado a discriminar entre compañías que han sufrido pérdidas permanentes de valor (bancos, inmobiliarias y compañías muy endeudadas que no van a poder hacer frente a sus obligaciones financieras) y compañías con negocios sólidos y sostenibles que simplemente están atravesando un período de beneficios deprimidos. Creemos que esto no es nada más que el principio y que, poco a poco, los beneficios empresariales serán el catalizador que hará que el mercado reconozca el valor de nuestras compañías en cartera.

Desde que se desató la crisis a mediados de 2007, llevamos más de año y medio constantemente creando valor, a un ritmo que sólo es posible en caídas bursátiles tan severas como la que estamos atravesando y en mercados que han carecido completamente de capacidad de discriminación. Esto explica que nuestros fondos hayan caído poco menos que los índices. Pero también es la circunstancia que nos ha brindado la oportunidad de comprar compañías a valoraciones insólitas, que hacen que los fondos tengan hoy el mayor potencial que han tenido en nuestros 16 años de trayectoria de gestión.

- Este documento ha sido elaborado por Bestinver Gestión, S.A. SGIC con fines meramente informativos, no pudiendo considerarse bajo ninguna circunstancia como una oferta de inversión en sus fondos de inversión. La información ha sido recopilada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC de fuentes consideradas como fiables. No obstante, aunque se han tomado las medidas razonables para asegurarse de que la información sea correcta, Bestinver Gestión, S.A. SGIC no garantiza que sea exacta, completa o actualizada.
- Todas las opiniones y estimaciones incluidas en este documento constituyen el juicio de Bestinver Gestión, S.A. SGIC en la fecha a la que están referidas y pueden variar sin previo aviso. Todas las opiniones contenidas han sido emitidas con carácter general, sin tener en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de cada persona.
- En ningún caso, Bestinver Gestión, S.A. SGIC, sus administradores, empleados y personal autorizado serán responsables de cualquier tipo de perjuicio que pueda proceder, directa o indirectamente, del uso de la información contenida en este documento. El anuncio de rentabilidades pasadas no constituye en ningún caso promesa o garantía de rentabilidades futuras.
- Todas las rentabilidades de Bestinver están expresadas en € y en términos netos, descontados gastos y comisiones.
- Texto elaborado por Fernando Bernad Marrase (Gestor de Fondos de Bestinver).
- Todos los fondos de Bestinver están gestionados de forma conjunta por los tres gestores; Francisco García Paramés, Alvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad Marrase.
- La presente carta trimestral así como las anteriores están presentes en nuestra página Web.
- **Potencial:** Potencial de revalorización que, a juicio de los gestores de Bestinver, tiene el fondo en cada instante, calculado como la diferencia entre el PER actual y el PER objetivo. No se trata de la ganancia que tendrá el fondo en un período determinado puesto que aunque el fondo vaya alcanzando una rentabilidad concreta, el objetivo de los gestores es incrementar o por lo menos mantener dicho potencial.
- **PER:** Precio cash-flow libre al que cotiza el fondo, en función del PER estimado por los gestores de Bestinver para cada compañía (incluye ajustes como: deuda, momento del ciclo, cotización, divisas, etc.)
- **Precio:** Valor liquidativo de las participaciones del fondo en cada momento. Para Bolsa internacional se toma el VL de B. Internacional y para Bolsa Ibérica el de B. Bolsa.
- **Precio Objetivo:** Valor Liquidativo que podrían alcanzar las participaciones del fondo en función del valor intrínseco que, a juicio de los gestores de Bestinver, tienen todos los valores que forman la cartera.

05

BESTINVER
Asset Management

BESTINVER, S.A.

C/ Juan de Mena, 8 - 1º Dcha.
28014 MADRID

bestinver@bestinver.es
Tel: (34) 91 595 91 50/00
Fax: (34) 91 595 91 20/21
www.bestinver.es

una compañía  **acciona**