

10

Carta Trimestral

A NUESTROS INVERSORES, Nº 10, JULIO DE 2010.

A blurred financial table with several columns of numbers. The numbers are arranged in rows and columns, with some numbers appearing to be totals or averages. The background is a light blue gradient with a subtle pattern of numbers and lines, suggesting a financial document or report.

BESTINVER

Asset Management

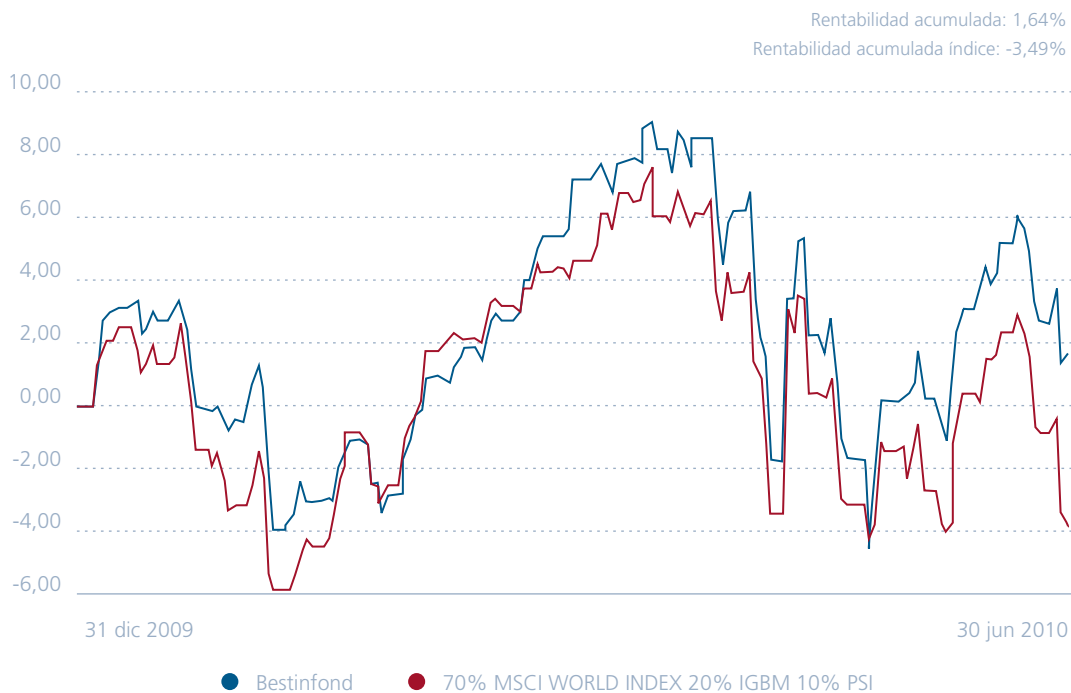


A lo largo del segundo trimestre de 2010 las bolsas mundiales han entrado en terreno negativo arrastradas por la incertidumbre provocada por las dificultades de financiación de determinadas economías europeas. En este entorno, los fondos de Bestinver han conseguido mantener un comportamiento positivo frente a sus índices de referencia: 2,4% en el caso de la Cartera Ibérica (Bestinver Bolsa) y un 2,9% en la Cartera Internacional. Debemos recordar que la estrategia de valor seguida por Bestinver obtiene los mejores resultados relativos en este entorno de mercado, cuando el componente especulativo es menor que en las fases finales de los mercados alcistas.

La cartera modelo de Bestinver, reflejada en Bestifond (70% cartera Internacional / 30% cartera Ibérica) y en el fondo de pensiones Bestinver Global, ha retrocedido durante el segundo trimestre del año un 3,78% frente a la bajada del 6,70% de su índice de referencia (70% MSCI World Index, 20% IGBM y 10% PSI). A pesar de este resultado parcial, Bestifond sube un 1,64% en términos anuales.

BESTINFOND

Evolución durante 2010



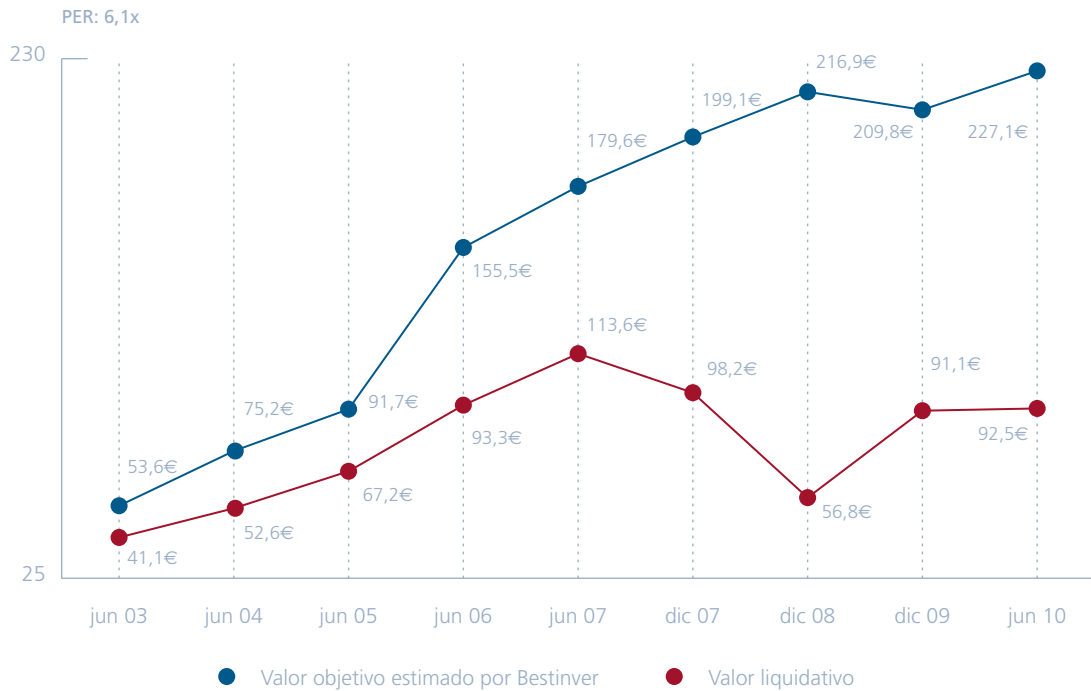
→ Bestinfond invierte un 70% de su cartera en renta variable internacional y un 30% en renta variable ibérica.

Aunque el segundo trimestre ha supuesto un leve retroceso en el precio de los fondos, hemos continuado creando valor para los partícipes, incrementando el potencial de revalorización hasta situarlo, en el caso de Bestinfond, en un 145%, lo que supone un incremento del 6,3% respecto al trimestre anterior.

Este valor objetivo representa el segundo mayor potencial que históricamente ha tenido el fondo y constituye por tanto una buena oportunidad de inversión a largo plazo.

BESTINFOND

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo



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

BESTINFOND	31-mar-10	30-jun-10	Var % 30-jun-10
Valor Objetivo (€/acción)	213,6	227,1	6,3%
Valor Liquidativo (€/acción)	96,2	92,5	-3,8%
Potencial de revalorización	122%	145%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,8 x	6,1 x	

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

A pesar de haber sufrido la irracionalidad de un mercado fuertemente bajista en los últimos años, la siguiente matriz de rentabilidades muestra que en el largo plazo y a través de la continua búsqueda de valor se consiguen rendimientos consistentes que resultan superiores a los del mercado.

RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES BESTINVER

	15 Años	10 Años	7 Años	5 Años	3 Años	1 Año
Bestifond	16,6%	13,8%	12,2%	5,5%	-7,5%	30,4%
B.Internacional		8,2%	12,5%	6,2%	-5,9%	39,0%
B.Bolsa		13,2%	11,5%	4,3%	-11,3%	8,9%
B.Mixto		9,5%	7,7%	3,3%	-7,1%	7,0%
B.Mixto Internac.					-3,6%	29,6%
B.Renta		4,0%	3,3%	3,0%	1,3%	2,8%

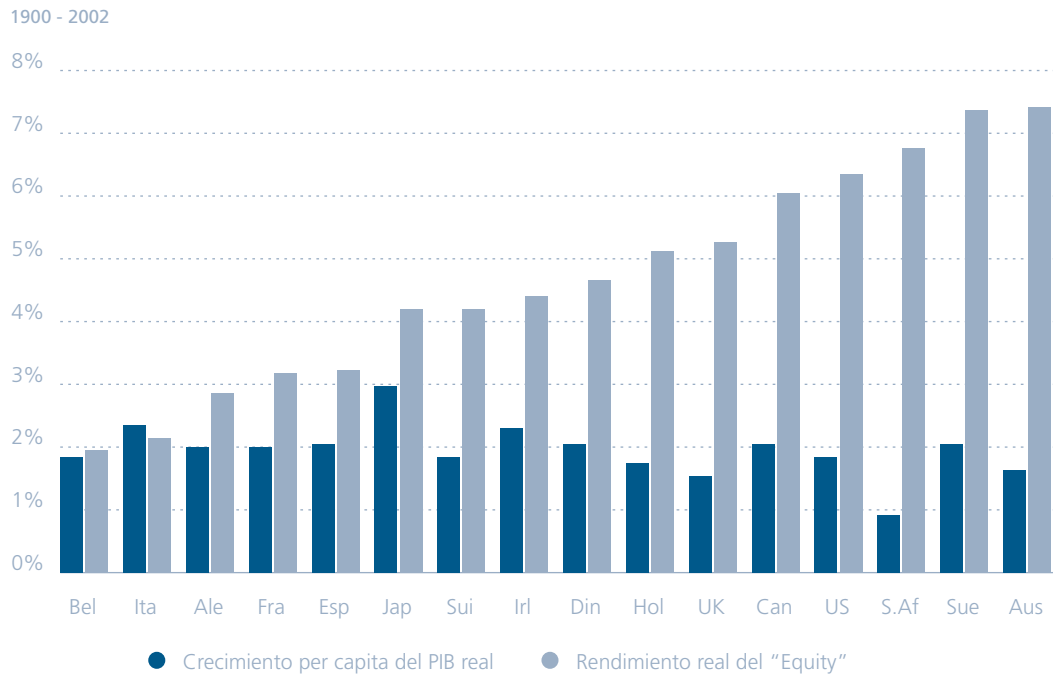
→ Datos a 30/6/2010.

Fuente: Bestinver

EL ENTORNO ACTUAL

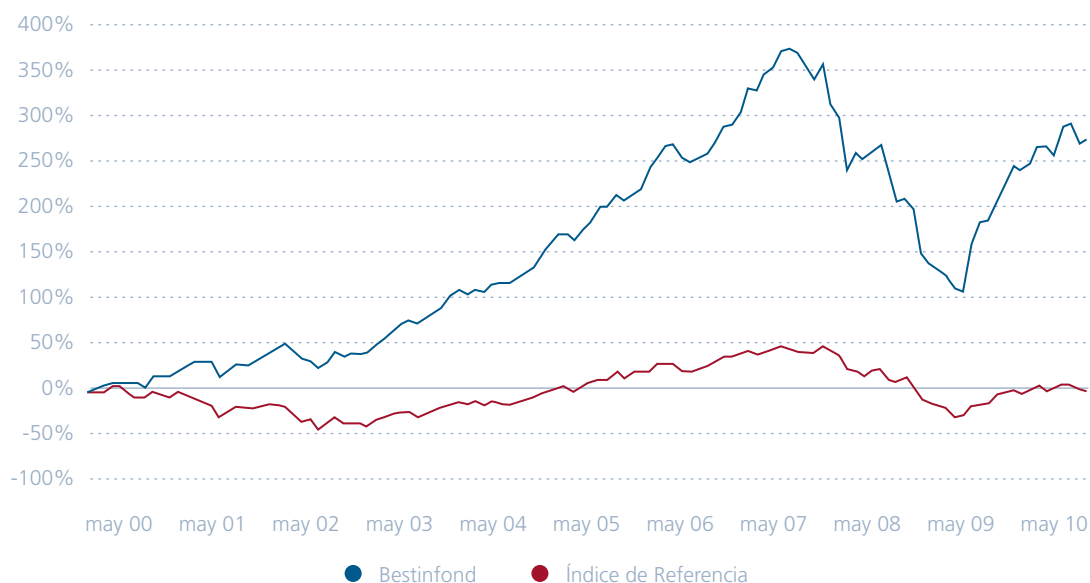
Durante la primera mitad de 2010 hemos padecido un mercado muy volátil, marcado por los acontecimientos relacionados con la deuda soberana y el elevado déficit de determinados estados de la Unión Europea. Esta circunstancia ha influido fundamentalmente en el desarrollo de la Cartera Ibérica, que a pesar de tener un componente cíclico mínimo se ha visto arrastrada por las ventas indiscriminadas de aquellos inversores que entendían que la situación económica en España estaba muy deteriorada, por lo que no podían esperarse buenos retornos invirtiendo en compañías españolas. Aunque esto resulta cierto en el corto plazo, su efecto es temporal. Las fases de incertidumbre incrementan la aversión al riesgo, lo que activa el comportamiento irracional de muchos inversores.

Sin embargo, la relación entre crecimiento del PIB per cápita y el rendimiento de las acciones (entendiendo por éste tanto la rentabilidad por dividendo como las plusvalías) es muy difusa. Tomando como base de estudio los datos de 16 países en el periodo comprendido entre 1900 y 2002, se obtiene una correlación del -0,37 (J. R. Ritter, "Economic growth and equity returns", 2004). Entre las diversas razones que explican esta correlación negativa encontramos dos fundamentalmente: por un lado, el PIB incluye todos los bienes y servicios producidos mientras que el rendimiento de las acciones sólo atiende al beneficio, y por otro, debemos tener en cuenta que una compañía multinacional puede obtener gran parte de su beneficio en lugares distintos al de su residencia fiscal.



Los rendimientos de la inversión en renta variable han sido de todos modos muy cuestionados durante los últimos meses, llegándose a hablar de "década perdida" e incluso de un rendimiento superior de los bonos sobre las acciones cuando el mercado estaba haciendo mínimos a principios de 2009. No podemos olvidar que a comienzos de la década también asistimos a un mercado bajista provocado por la caída de las compañías ".com". Entonces, insistimos en nuestra estrategia de inversión, apostando por la economía tradicional e invirtiendo en compañías con negocios comprensibles y cuyo valor intrínseco era superior a su precio de cotización. Esto provocó que obtuviéramos unos resultados inferiores a los del mercado durante el año 1999 aunque, como puede observarse en el gráfico, al mantener estable nuestra estrategia de inversión esta tendencia se invirtió y el diferencial entre el mercado y Bestinfond se fue ampliando, obteniendo un rendimiento del 266,07% frente al -0,2% de su índice de referencia.

¿DÉCADA PERDIDA?



¿Cómo defender nuestro poder adquisitivo en la coyuntura actual?

A finales de los años 70 se vivió un boom en Latinoamérica motivado por un rápido crecimiento del crédito, que fluía a través de bancos norteamericanos gracias al superávit generado por la OPEP. A partir de 1980 el precio del petróleo dejó de subir y provocó una crisis crediticia que intentó ser atajada por los diferentes gobiernos de manera muy similar a la de los países occidentales en la actualidad, a través de déficit público e imprimiendo dinero. Como consecuencia de estas políticas, la divisa empezó a perder poder adquisitivo. Tomando como ejemplo lo ocurrido en Méjico, la divisa perdió entre 1979 y 1987 el 95% de su valor respecto al dólar. Ante esta situación la mejor forma de proteger el poder adquisitivo es la inversión en activos que incorporen la inflación y que tengan, al contrario que las materias primas, una rentabilidad intrínseca. De este modo, la **inversión en activos reales a través de la bolsa** resultó ser la mejor alternativa.

En un primer momento la divisa se deprecia más rápidamente de lo que se aprecia la bolsa, de ahí que el mercado mejicano hiciera mínimos en términos de dólar en 1983. Sin embargo, y después de un periodo donde la bolsa es arrastrada por el pánico de la devaluación de la moneda y la falta de confianza en el sistema, el inversor se percató que las compañías siguen funcionando y generando resultados positivos (la sociedad sigue necesitando servicios y productos para poder vivir) gracias a su capacidad de incorporar a su proceso productivo la nueva situación (trasladando los nuevos costes a sus precios finales y manteniendo intacta su capacidad de generar valor añadido) y así el mercado mejicano se aprecia rápidamente haciendo máximo en 1987, multiplicando 160 veces en términos nominales a principios de 1988 y quedando prácticamente plano en USD. A pesar del crash bursátil de ese mismo año, vemos cómo se mantuvo a través de la bolsa el poder adquisitivo de los ahorradores, mientras que los inversores en bonos (denominados en moneda local) o en peso mejicano perdieron de forma permanente el 95% de su inversión.

Índice de la Bolsa de Méjico (pesos), 1979-1988										
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 (feb)
Máximo	1.651	1.432	1.479	796	2.452	4.366	11.197	47.101	343.545	178.486
Mínimo	1.066	1.107	862	496	837	2.885	3.710	12.802	60.281	139.620

Índice de la Bolsa de Méjico (USD), 1979-1988										
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 (feb)
Máximo	70	62	63	29	15	24	25	51	220	77
Mínimo	48	48	34	5	5	16	16	25	47	62

→ Fuente: Acciones y Valores de México; Marc Faber



Nuestra Cartera Internacional

Nuestra cartera internacional ha sufrido una caída del 1,3% en el segundo trimestre del año, inferior al retroceso del 4,2% del índice de referencia, el MSCI. No obstante, en lo que va de año nuestra cartera internacional acumula una revalorización del 6,6%, que se compara con 4,4% del MSCI. Más a largo plazo aún, la diferencia de rentabilidad a favor de nuestra cartera es del 8,4% y del 13,3% anual en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

Durante el segundo trimestre hemos **mejorado la valoración en 49 compañías, y la hemos bajado en 4**. El impacto en la valoración agregada del fondo ha sido del +5,6%, desde €44,9 hasta €47,5, el segundo más alto en la historia del fondo. Las variaciones en valoración más significativas dentro de la cartera han sido la mejora de **Clariant**, gracias a que la compañía está mejorando su posición competitiva y sus objetivos de rentabilidad en la mayor parte de los segmentos en los que está presente. También hemos mejorado significativamente la valoración de **Stef-TFE**, gracias al fuerte ritmo de crecimiento de la compañía, que está ganando cuota a la mayor parte de sus competidores. Finalmente, cabe mencionar la mejora en la valoración de **Virgin Media**, igualmente por un ritmo de crecimiento en los últimos trimestres superior al que habíamos previsto.

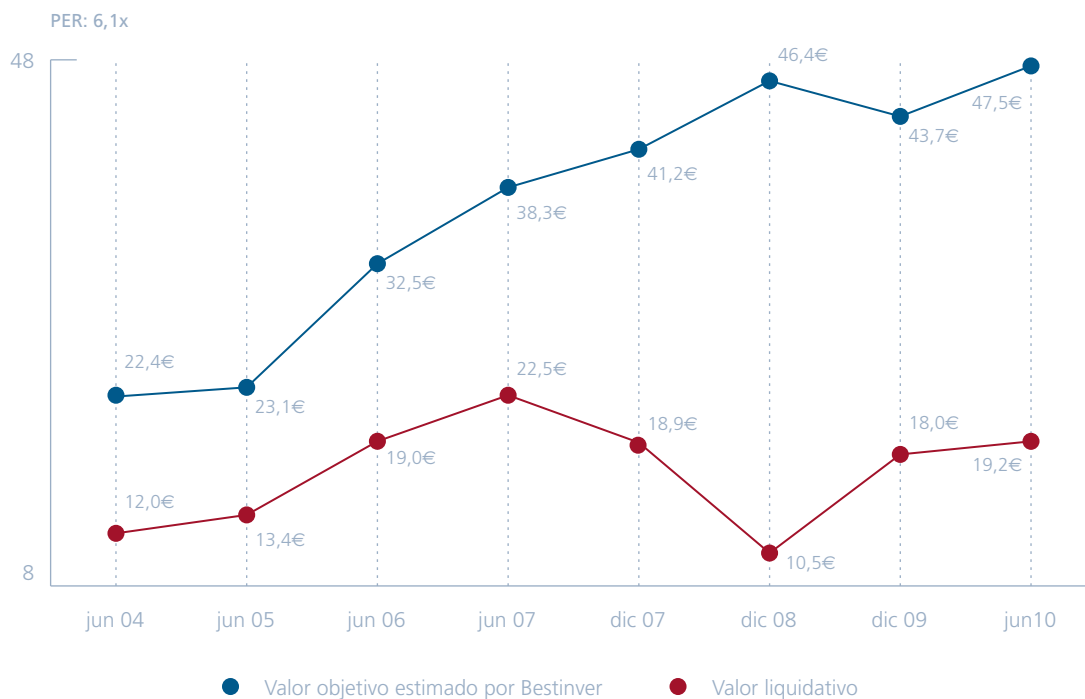
Tras recibir el 31 de marzo de 2010 una OPA por **Sperian** por parte de un fondo de capital riesgo a €70 por acción, que suponía un 40% de prima sobre la cotización a final de 2009, y del 250% sobre los mínimos del año pasado, se inició un proceso competitivo que finalizó con una oferta definitiva por parte de la multinacional americana Honeywell por valor de €117 por acción. Oferta que es un 67% superior a la primera, e incluso superior a nuestra valoración de la compañía.

Durante el trimestre también se ha producido una noticia negativa destacable, que es el inicio de un proceso de concurso de acreedores sobre una de nuestras inversiones, la multinacional alemana **Böwe Systemec**. Se trata de uno de los pocos casos en que somos inversores en una compañía con una sólida posición competitiva pero muy endeudada, lo que ha provocado que no haya sido capaz de sortear la crisis que coyunturalmente ha deprimido la demanda en su mercado. No obstante, y teniendo en cuenta que nuestra filosofía de inversión tiende a evitar, en general, compañías endeudadas, el peso que tenía en la cartera era de tan sólo un 0,4%, por lo que el perjuicio producido ha sido bastante limitado. Queremos recordar en este punto que el 56% de las compañías de la cartera internacional se encuentran en la situación contraria a Böwe Systemec, es decir, tienen caja neta. Y solo un 14% tienen un endeudamiento significativo, si bien en muchos casos son compañías en negocios escasamente cíclicos. Obviamente pensamos que con el énfasis algo más conservador que estamos imprimiendo en los últimos dos años, situaciones como esta no se deberían repetir.

La cartera internacional cotiza a un PER de 6,1x y por tanto tiene un potencial del 147%. Es decir, seguimos en una situación tan llamativa como que la relación precio / valor en Bestinver Internacional es de 40 céntimos de Euro, lo que implica estar pagando 0,40 por cada euro (de valor estimado por Bestinver) del fondo.

BESTINVER INTERNACIONAL

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo



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

BESTINVER INTERNACIONAL	31-mar-10	30-jun-10	Var % 30-jun-10
Valor Objetivo (€/acción)	44,9	47,5	5,7%
Valor Liquidativo (€/acción)	19,4	19,2	-1,3%
Potencial de revalorización	131%	147%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,5 x	6,1 x	

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



In US
Merrill Lynch

Standard & Poor's
market as the
transaction
in millions (\$)

2002/03
2003/04
2004/05



Nuestra Cartera Ibérica

Durante el segundo trimestre el valor liquidativo de la cartera nacional cayó un 10,37%, que se compara con la caída del 12,8% del índice de referencia (70% IGBM y 30% PSI). La rentabilidad a largo plazo es superior a la del índice en un 5,55% y un 13,03% anuales en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

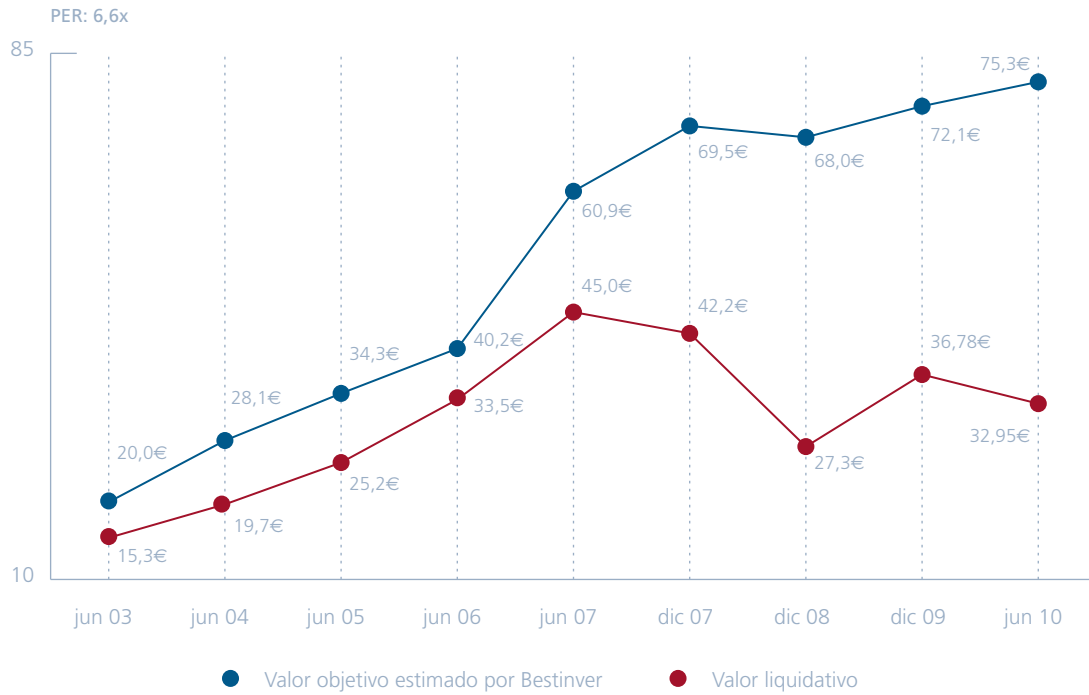
Los problemas económicos a los que se enfrenta la economía española, sobre los que llevamos advirtiendo en Bestinver varios años, se han ido haciendo más evidentes para el conjunto del mercado. Esto explica que el comportamiento de la bolsa española haya sido mucho peor que la mayor parte de mercados europeos. Aunque nuestra cartera nacional tiene una exposición al segmento cíclico de la economía española prácticamente nula, su comportamiento se ha visto, sin embargo, igualmente afectado, aunque en menor medida, como refleja una caída acumulada en lo que va de año del 10,41% (es decir, la sufrida en el segundo trimestre dado que en el primero se mantuvo estable), que se compara con un 19,7% de caída del índice de referencia (70% IGBM y 30% PSI). A pesar de este mejor comportamiento relativo, creemos que el mercado está penalizando alguna de nuestras inversiones por ser compañías cotizadas en España, a pesar de que la mayor parte de sus negocios se encuentran fuera del país. A largo plazo, esperamos que el mercado discrimine mejor, y por ello que el comportamiento de nuestra cartera ibérica sea, no solamente mejor que la del índice, sino que además produzca rentabilidades muy positivas.

Durante el segundo trimestre hemos mejorado la valoración en 25 compañías, y la hemos bajado en 11. El impacto en la valoración agregada del fondo ha sido un +3,2%, desde €72,9 por participación hasta €75,3. Las variaciones más significativas desde el punto de vista negativo son las bajadas de valoración de las compañías farmacéuticas **Almirall** y **Rovi**, cuyos resultados se verán afectados por las recientes medidas adoptadas por el gobierno español. Y desde el punto de vista positivo, las mejoras más significativas han sido las de **Miquel i Costas**, por la mejora en las perspectivas de resultados de los próximos años, y **Portucel**, gracias fundamentalmente al impacto de la mejora del dólar americano con respecto al euro. Y muy especialmente cabe mencionar la mejora de nuestra valoración de **Portugal Telecom**, que coincide con otra operación corporativa favorable a nuestro fondo, que es la oferta presentada por Telefónica por la filial de telecomunicaciones móviles que comparte con la operadora lusa en Brasil, Vivo. Efectivamente, tras 2 mejoras sucesivas desde la primera oferta, Telefónica ofrece €7.150 millones por la participación de Portugal Telecom en Vivo, oferta que es más de 2,5 veces el precio de cotización el día anterior a la oferta en la bolsa de Sao Paulo, y casi un 60% superior a nuestra valoración de €4.500 millones. Esta operación es, además, un nuevo ejemplo de que nuestras valoraciones son realistas, e incluso en ciertos casos pueden ser conservadoras.

La cartera nacional cotiza a un PER de 6,6x, y por tanto tiene un potencial de revalorización del 128%. La relación precio / valor se sitúa por tanto en 44 céntimos por cada Euro de valor objetivo.

BESTINVER BOLSA

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo



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

BESTINVER BOLSA	31-mar-10	30-jun-10	Var % 31-mar-10
Valor Objetivo (€/acción)	73,0	75,3	3,2%
Valor Liquidativo (€/acción)	36,8	32,9	-10,4%
Potencial de revalorización	98%	128%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	7,6 x	6,6 x	

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



EnergySelSect	XLE	74.61	2.21	27.3
IndSelSect	XLF	30.63	1.49	-16.6
SE/Macq Glb Infst	GII	63.49	1.08	24.8
hCrSelSect	XLV	36.57	1.48	15.4
SelSect	XLI	38.57	1.48	15.4
Sml Cap	EWG	32.17	1.48	15.4
/Bank	EWB	47.20	1.48	15.4
Capital	EWK	41.00	1.48	15.4
Insurance	EWI	41.00	1.48	15.4
Healthcare	EWJ	41.00	1.48	15.4
Technology	EWK	41.00	1.48	15.4
Telecom	EWL	41.00	1.48	15.4
Utilities	EWU	41.00	1.48	15.4
Real Estate	EWV	41.00	1.48	15.4
Commodities	EWY	41.00	1.48	15.4
International	EWZ	41.00	1.48	15.4
Global	EWX	41.00	1.48	15.4
Emerging Markets	EWI	41.00	1.48	15.4
Developed Markets	EWJ	41.00	1.48	15.4
Frontier Markets	EWK	41.00	1.48	15.4
Global	EWL	41.00	1.48	15.4
Global	EWU	41.00	1.48	15.4
Global	EWV	41.00	1.48	15.4
Global	EWY	41.00	1.48	15.4
Global	EWZ	41.00	1.48	15.4
Global	EWX	41.00	1.48	15.4

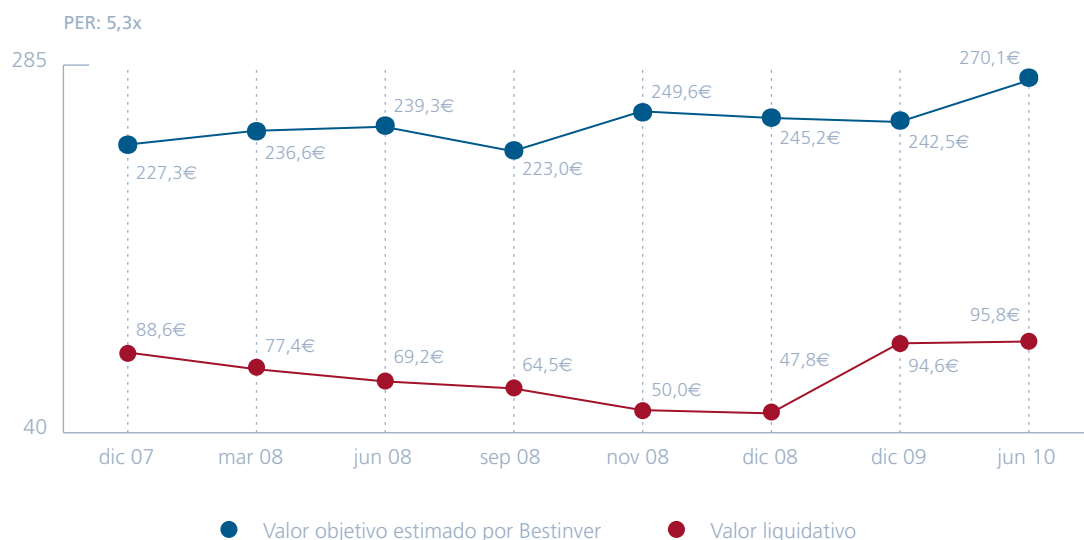
WJ
Ca
EC
Ja
Sw
U.
M
A

Bestinver Hedge Value Fund

Bestinver Hedge Value Fund arroja una rentabilidad negativa en el segundo trimestre de 2010 del 6,0%, que se compara con un -4,2% del MSCI. En lo que va de año, Bestinver Hedge Value Fund acumula una rentabilidad positiva del 1,2%, que compara con un +4,4% del MSCI.

Durante el trimestre el valor objetivo del fondo ha subido un 7,1%, desde €252,1 a €270,1. A 30 de junio el fondo cotizaba a un PER de 5,3x, ofreciendo un potencial de revalorización del 182% y una relación precio / valor de 35 céntimos por cada Euro de valor.

HEDGE FUND



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

BESTINVER HEDGE VALUE FUND	31-mar-10	30-jun-10	Var % 31-mar-10
Valor Objetivo (€/acción)	252,1	270,1	7,1%
Valor Liquidativo (€/acción)	102,0	95,8	-6,0%
Potencial de revalorización	147%	182%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,1 x	5,3 x	

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



Financial Report

Annual Review

Conclusión

En un trimestre negativo para las bolsas, y especialmente para la española, hemos logrado crear valor incrementándose los precios objetivos, tanto en nuestra Cartera Internacional como en la Cartera Ibérica. Esto se ha producido gracias a que, en general, nuestras compañías están produciendo resultados positivos, por encima de nuestras expectativas en algunos casos, lo que nos ha llevado a mejorar la valoración de las mismas. Igualmente, hemos creado valor por nuestra tradicional política de rotación hacia las compañías con el mejor binomio potencial de revalorización y calidad. Y en último lugar, por la inclusión de una nueva idea de inversión con un potencial muy atractivo. Con todo ello, esperamos que nuestros fondos sigan produciendo resultados muy positivos.

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 periodo 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.



120

110

100

10

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