

# 11

## Carta Trimestral

A NUESTROS INVERSORES, Nº 11, OCTUBRE DE 2010.

A blurred image of a financial table, likely a balance sheet or income statement, showing various numerical values. The numbers are arranged in columns and rows, with some values appearing to be in thousands or millions. The table is out of focus, but some numbers are clearly visible, such as 11,106, 8,892, 1,399, 21,486, 12,498, and 7,069.

**BESTINVER**

Asset Management



Los fondos de Bestinver han obtenido rentabilidades positivas en el tercer trimestre de 2010. Al igual que en el trimestre anterior, debemos resaltar el comportamiento de la Cartera Ibérica, con un incremento del 11,31% (frente a un 10,66% del su índice de referencia).

Tras un comienzo de 2010 en el que nuestra Cartera Ibérica se vio arrastrada por una percepción muy negativa de la economía española, el mercado ha empezado a reconocer el valor de las compañías en las que invertimos.

#### RENTABILIDADES ACUMULADAS\*

	Inicio	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año	2010	3er Trim
<b>Bestifond**</b> Índice (70% MSCI World / 20% IGBM / 10% PSI)	1553,83% 365,21%	924,73% 234,73%	270,41% 0,48%	28,10% -10,62%	-8,12% -26,28%	17,02% 5,00%	10,08% 0,89%	8,31% 4,24%
<b>Bestinver Internacional</b> MSCI World Index (Eur)	238,77% 2,76%		127,75% -41,60%	30,74% -14,94%	-3,91% -24,80%	24,17% 12,03%	14,21% 6,06%	7,14% 1,60%
<b>Bestinver Bolsa</b> Índice (70% IGBM / 30% PSI)	405,54% 87,98%		266,03% 7,70%	24,95% -5,93%	-17,30% -31,48%	-0,69% -10,74%	-0,28% -11,22%	11,31% 10,66%
<b>Bestinver Mixto</b> Índice (45% IGBM / 17,5% PSI / 37,5% EONIA)	237,57% 69,72%		157,64% 14,35%	19,54% -0,29%	-9,46% -22,48%	-0,51% -7,34%	-0,15% -7,81%	8,65% 7,04%
<b>Bestinver Mixto Internac.</b> Índice (70% MSCI World / 30% EONIA)	14,59% -8,27%				-0,39% -15,70%	18,27% 7,61%	11,01% 3,88%	5,59% 1,04%
<b>Bestinver Renta</b> Índ. (90% EONIA / 7% MSCI W. / 2% IGBM / 1% PSI)	85,41% 66,75%		46,87% 32,10%	15,26% 14,68%	5,15% 6,97%	1,76% 1,42%	0,90% 0,36%	0,80% 0,50%
<b>Bestinver Hedge Value Fund</b> MSCI World Index (Eur)	4,99% -24,80%				4,99% -24,80%	20,93% 12,03%	10,95% 6,06%	9,58% 1,60%

→ Datos a cierre del día 30/9/2010.

Fuente: Bestinver

## RENTABILIDADES ANUALIZADAS\*

	Inicio	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año
<b>Bestinfond**</b> Índice (70% MSCI World / 20% IGBM / 10% PSI)	17,16% 9,07%	16,78% 8,39%	13,99% 0,05%	5,08% -2,22%	-2,78% -9,66%	17,02% 5,00%
<b>Bestinver Internacional</b> MSCI World Index (Eur)	10,04% 0,21%		8,58% -5,19%	5,51% -3,13%	-1,32% -9,07%	24,17% 12,03%
<b>Bestinver Bolsa</b> Índice (70% IGBM / 30% PSI)	13,46% 5,04%		13,85% 0,74%	4,56% -1,21%	-6,13% -11,84%	-0,69% -10,74%
<b>Bestinver Mixto</b> Índice (45% IGBM / 17,5% PSI / 37,5% EONIA)	9,55% 4,04%		9,93% 1,35%	3,63% -0,06%	-3,26% -8,14%	-0,51% -7,34%
<b>Bestinver Mixto Internacional</b> Índice (70% MSCI World / 30% EONIA)	3,31% -2,04%				-0,13% -5,54%	18,27% 7,60%
<b>Bestinver Renta</b> Índ. (90% EONIA / 7% MSCI W. / 2% IGBM / 1% PSI)	4,23% 3,49%		3,92% 2,39%	2,88% 2,78%	1,69% 2,27%	1,76% 1,42%
<b>Bestinver Hedge Value Fund</b> MSCI World Index (Eur)	1,64% -9,07%				1,64% -9,07%	20,93% 12,03%

→ Datos a cierre del día 30/9/2010

Fuente: Bestinver

\* Los índices de referencia de Bestinfond, Bestinver Bolsa, Bestinver Mixto y Bestinver Renta, son índices ponderados en función del nivel de inversión en cada mercado así como del porcentaje de inversión en renta variable y renta fija, en el caso de los fondos mixtos.

Todas las rentabilidades de Bestinver son netas, descontados comisiones y gastos, e incluyen la reinversión de dividendos.

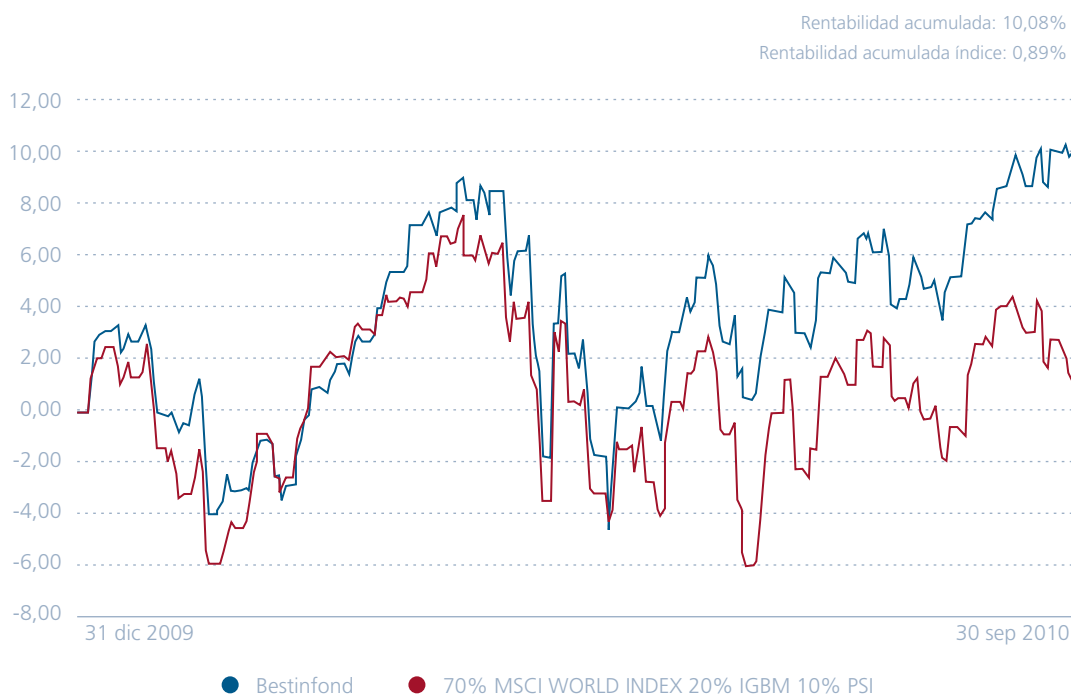
La presente información tiene carácter meramente informativo. Rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras.

\*\* Bestinfond sólo invertía en Renta Variable española hasta el 12/05/2005.

La cartera modelo de Bestinver, reflejada en Bestinfond (70% cartera Internacional / 30% cartera Ibérica) y en el fondo de pensiones Bestinver Global, ha subido durante el tercer trimestre del año un 8,31% frente al 4,24% de su índice de referencia (70% MSCI World Index, 20% IGBM y 10% PSI). Al cierre del tercer trimestre Bestinfond consigue una rentabilidad del 10,08% por un 0,89% de su benchmark.

## BESTINFOND

Evolución durante 2010

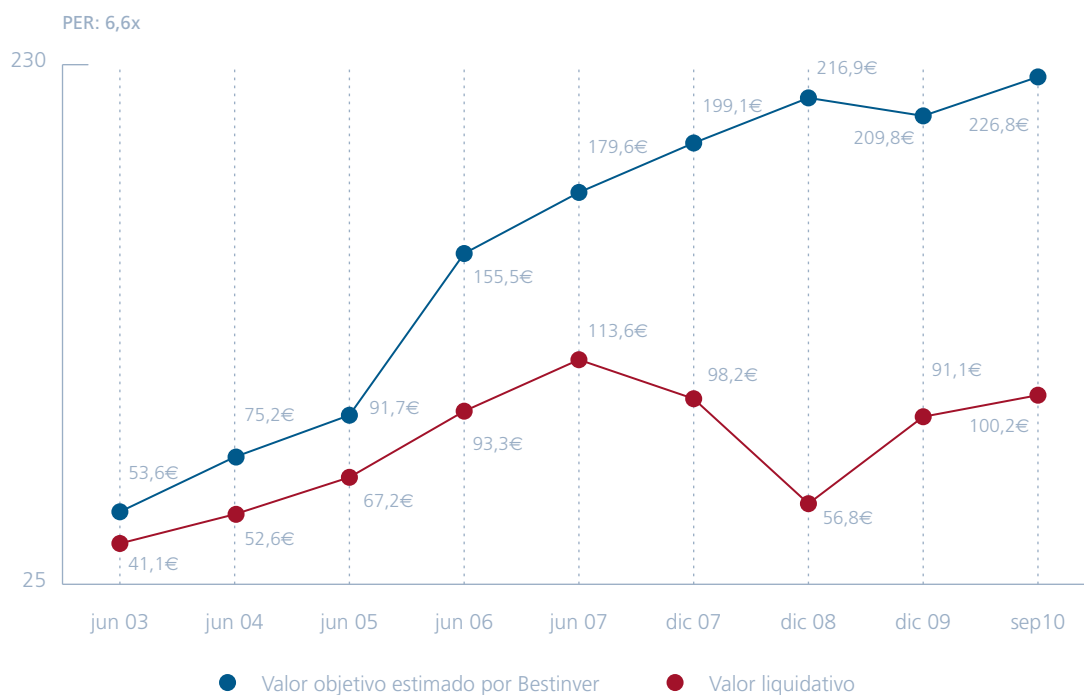


→ Bestinfond invierte un 70% de su cartera en renta variable internacional y un 30% en renta variable ibérica.

El potencial de revalorización de Bestinfond se ha mantenido estable durante el tercer trimestre del año, que se sitúa en el caso de Bestinfond en un 126%. La relación Precio / Valor implica pagar 44 céntimos por cada euro de valor del fondo.

## BESTINFOND

Evolución de la diferencia entre valor objetivo y liquidativo



→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)

BESTINFOND	30-jun-10	30-sep-10	Var % 30-sep-10
Valor Objetivo (€/acción)	227,1	226,8	-0,1%
Valor Liquidativo (€/acción)	92,5	100,2	8,3%
Potencial de revalorización	145%	126,2%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,1 x	6,6 x	

→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)

Los fondos continúan reflejando una constante búsqueda de valor. Con la calidad de los negocios que actualmente tenemos en cartera es de esperar un rendimiento satisfactorio en el largo plazo, en la medida en que precio y valor vayan ajustándose.

## EL ENTORNO ACTUAL

Las economías emergentes están adquiriendo un papel protagonista creciente en un entorno en el que las economías occidentales mantienen incertidumbres, en particular las derivadas de su elevado déficit. A pesar de ello, el crecimiento mundial estimado para 2010 sigue siendo superior al 4%, lo que ha generado un entorno propicio para nuestras compañías, cuyos resultados han estado en general en línea con nuestras estimaciones.

Como ya hemos comentado en multitud de ocasiones, una de las bases fundamentales para mantener una postura optimista en cuanto a la evolución de la economía mundial es la transformación que está ocurriendo en los llamados países emergentes (nomenclatura que ya es histórica y que a buen seguro cambiaremos en breve).

En pocas palabras este bloque de países, cuyo PIB ya representan un 50% del PIB mundial, crecen con fuerza (tasas por encima del 7%) y más importante aún, gozan de una buena salud económica gracias a tres puntos fundamentales:

1. Importantes tasas de ahorro y bajo endeudamiento tanto de sus gobiernos como de sus ciudadanos.
2. Altas tasas de Productividad.
3. Desarrollo del comercio internacional. Baja dependencia de su consumo interno, que históricamente ha sido bajo; son países que han sido pobres hasta hace poco tiempo y sus rentas per capita todavía distan mucho de las de los países "desarrollados". Y precisamente por ello, su desarrollo representara una importante aportación de nuevo consumo en el futuro.

Pues bien dentro de este bloque de países, destaca entre todos la situación de China, autentico motor del crecimiento económico mundial gracias a la transformación de su economía así como el paulatino cambio social ocurrido en los últimos años y del que todavía queda mucho camino por recorrer.

Son muchas las dudas que unos y otros vierten sobre su economía y muchas las noticias que tratan de poner de manifiesto los profundos problemas hacia los que se encamina la economía China.

Pero sin embargo, en el plano económico seguimos constatando buenos datos; un bajo nivel de endeudamiento global, una importante productividad de sus trabajadores y una alta tasa de ahorro de su población (urbana).

Precisamente este punto es motivo de enorme polémica puesto que hay una corriente que defiende la existencia de una escasa capacidad de consumo de sus ciudadanos y una aceleración de su endeudamiento, fundamentalmente por la escalada de precios inmobiliarios.

A este respecto, queremos destacar la existencia de un informe elaborado hace pocos meses por el Profesor Wang Xialou de la Fundación para la Reforma de China y realizado con el patrocinio de Credit Suisse y la Sociedad China para la Reforma Económica. El estudio tiene por objeto determinar la verdadera renta disponible de la economía China utilizando para ello una metodología propia basada en encuesta personales realizadas en 19 provincias, de forma anónima y por personas cercanas al encuestado con el fin de mejorar la calidad de la respuesta (principal problema de los datos oficiales puesto que el encuestado recela de dar datos reales de consumo).

Las principales conclusiones de dicho estudio son:

1. La renta disponible de la población urbana es un 90% superior a la oficial, y este dato equivale al 30% de PIB de China
2. El potencial consumidor de China es todavía mayor del estimado por fuentes oficiales y justifica la reciente reacción del gobierno chino por incrementar los salarios de los trabajadores (otra fuente adicional futura para estimular el consumo interno) con el fin de garantizar una estabilidad social y una mejor redistribución de la renta

El impacto de estas cifras es de tal magnitud que eleva la tasa de ahorro de los hogares chinos respecto de su PIB hasta un 56%

Los sectores que a corto plazo se verán más beneficiados por estos nuevos datos son los relacionados con el consumo, si bien la importancia del estudio radica en la demostración de la existencia de una importante capacidad de ahorro que indudablemente acabará generando un mayor consumo, puesto que solo el ahorro, y no el endeudamiento como vemos en otras partes del mundo, genera ahorro sostenible y por tanto crecimiento sano de las economías donde se produce.



# Nuestra Cartera Internacional

Nuestra cartera internacional se ha revalorizado un +7,1% en el tercer trimestre del año, muy superior al +1,6% del índice de referencia, el MSCI. En lo que va de año nuestra cartera internacional acumula una revalorización del +14,2%, que se compara con un +6,1% del MSCI. Más a largo plazo aún, la diferencia de rentabilidad a favor de nuestra cartera es del 8,6% y del 13,1% anual en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

Esta diferencia positiva tan significativa entre el comportamiento de nuestra cartera en el trimestre y la del índice se debe, en gran parte, al buen comportamiento de algunas de nuestras inversiones más importantes. Así, cabe destacar el incremento en el precio de cotización del 22,6% de Debenhams, del 18,4% de BMW, del 38,2% de Virgin Media, del 17,3% de Fuchs Petrolub o del 16% de Schindler (en este último caso, variación que ha sido muy superior al traducirla a euros tras la fuerte apreciación del franco suizo). En todos estos ejemplos, estamos hablando de compañías cuyos negocios están experimentando un desarrollo muy favorable unido a valoraciones muy atractivas. Es interesante observar como compañías con sólidas ventajas competitivas y negocios globales como Schindler y Fuchs ya están cotizando a precios claramente superiores a los máximos del 2007, que se compara con el índice MSCI todavía un 29% por debajo. En el caso de BMW, la acción ordinaria está cotizando al mismo nivel que el máximo de 2007, aunque la preferente todavía está por debajo. En este caso, y aunque las ventas de BMW en los mercados occidentales todavía están lejos de recuperar los niveles de 2007, el fuerte crecimiento en otros mercados emergentes, y especialmente en China, junto con las mejoras internas, ha mejorado sensiblemente las perspectivas de beneficios de la compañía.

También es interesante mencionar que, a pesar del buen comportamiento de la cartera, otras de nuestras principales inversiones todavía no han producido los resultados favorables que estamos esperando, como son los casos de la multinacional holandesa Wolters Kluwer o de la francesa Thales. Sirvan como ejemplo del potencial que todavía ofrece la cartera.

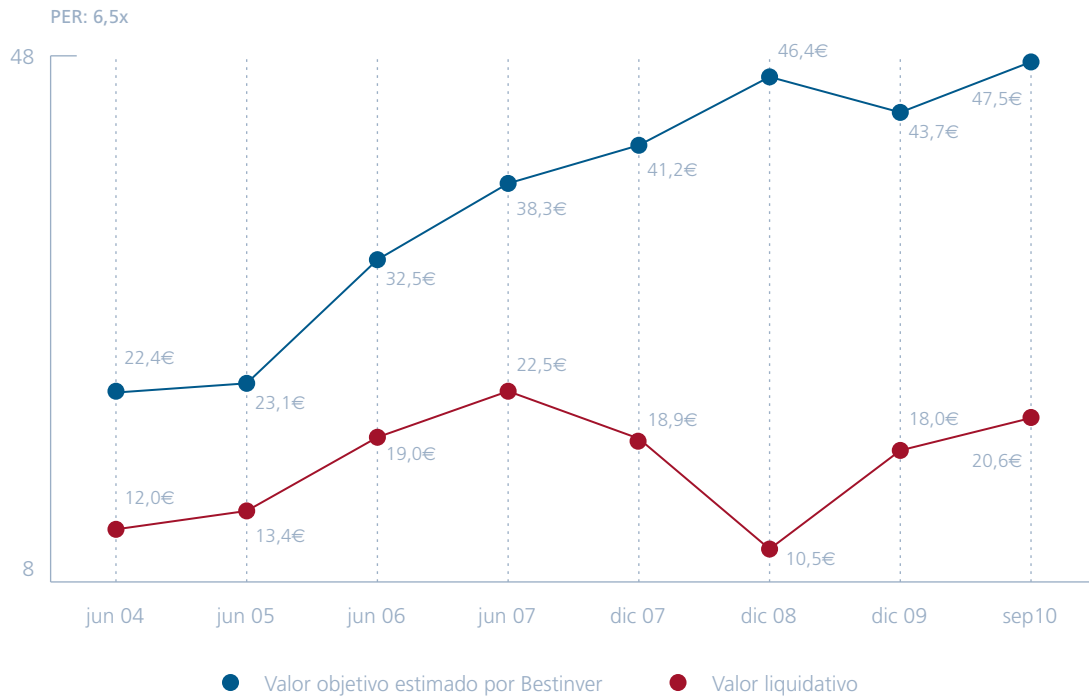
Quisiéramos llamar la atención a una nueva inversión de los últimos 2 trimestres, que se ha convertido en una de las principales posiciones de la cartera internacional. Se trata de la compañía holding Exor, cotizado en la bolsa de Milán, holding cuyo accionista de control es la familia Italiana Agnelli, fundadora de Fiat. Las dos principales inversiones de dicho holding son sus participaciones en el grupo automovilístico Fiat y en la multinacional suiza de inspección y certificación SGS (Société Générale de Surveillance). Fiat se divide, a su vez, en dos negocios distintos. Por un lado, el negocio de coches de pasajeros bajo las marcas Fiat, Alfa Romeo, Lancia, Ferrari y Maserati, y el negocio de máquinas agrícolas y de construcción y vehículos comerciales bajo las marcas Case, New Holland e Iveco. Este segundo negocio así como el negocio de inspección y certificación de SGS, producen elevadas rentabilidades sobre el capital empleado y disfrutan de sólidas ventajas competitivas. El negocio de vehículos de pasajeros no *Premium*, es decir, la mayor parte del negocio de Fiat Auto (excepto Ferrari y Maserati) no tiene ventajas competitivas y produce rentabilidades poco atractivas. Este negocio lo estamos valorando de forma muy conservadora.

Durante el tercer trimestre hemos **mejorado la valoración en 30 compañías, y la hemos bajado en 21**. El impacto en la valoración agregada del fondo ha sido del +0,1%, desde €47,5 hasta €47,54.

La cartera internacional cotiza a un PER de 6,5x y por tanto tiene un potencial del 131%. Es decir, seguimos en una situación tan llamativa como que la relación precio / valor en Bestinver Internacional es de 43 céntimos de Euro, lo que implica estar pagando 0,43 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](http://www.bestinver.es)

BESTINVER INTERNACIONAL	30-jun-10	30-sep-10	Var % 30-sep-10
Valor Objetivo (€/acción)	47,5	47,5	0,1%
Valor Liquidativo (€/acción)	19,2	20,6	7,1%
Potencial de revalorización	147%	131%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,1 x	6,5 x	

→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)



In US  
Merrill Lynch

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



# Nuestra Cartera Ibérica

Durante el tercer trimestre el valor liquidativo de la cartera nacional subió un +11,3%, que se compara con una subida del 10,7% del índice de referencia (70% IGBM y 30% PSI). En el acumulado del año 2010, la cartera nacional cae un 0,3% frente a un -11,2% del índice. La rentabilidad a largo plazo es superior a la del índice en un 5,8% y un 13,1% anuales en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

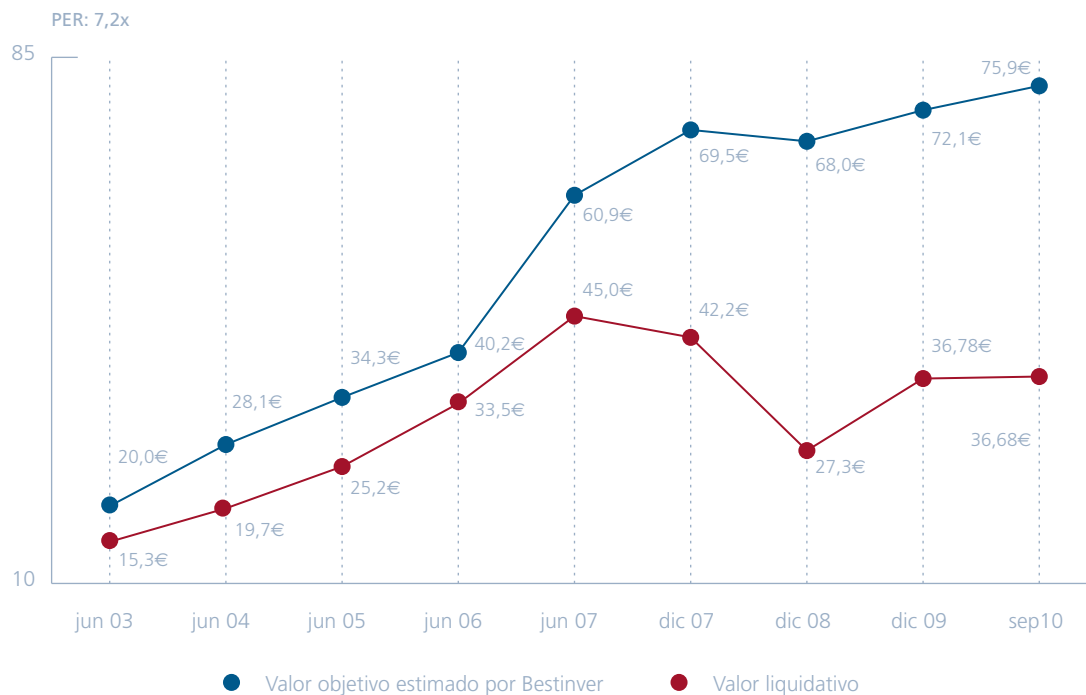
El buen comportamiento de la cartera en el trimestre se ha producido gracias a las fuertes subidas de algunas de las principales inversiones, como son el +28,2% de Ferrovial, +19,7% de Portugal Telecom y +19% de Corporación Financiera Alba. Al contrario, otras de las principales inversiones de la cartera, como son los casos de Semapa/Portucel o Sonae, apenas han comenzado a producir los rendimientos esperados. Durante el trimestre, hemos aprovechado las fuertes caídas en el sector eléctrico para invertir en algunas compañías del sector a valoraciones muy atractivas, entre las que destaca la eléctrica portuguesa EDP.

Durante el tercer 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 +0,9%, desde €75,3 por participación hasta €75,9. Los hechos más destacados de la cartera desde el punto de valoración son: la venta parcial (40%) de Repsol de sus negocios en Brasil a Sinopec, la principal petrolera China, a una valoración de \$10.660 millones, muy superior a la nuestra de \$6.000 millones. Y desde el lado negativo, el laudo arbitral respecto del conflicto entre Gas Natural y la compañía estatal argelina Sonatrach sobre el contrato de abastecimiento de gas, que ha sido mucho más desfavorable a Gas Natural de lo que estaba previsto. Aunque Gas Natural ha recurrido dicho laudo, hemos decidido adoptar una postura conservadora sobre este asunto respecto de la valoración de Gas Natural reduciéndola un 16%.

La cartera nacional cotiza a un PER de 7,2x, y por tanto tiene un potencial de revalorización del 107%. La relación precio / valor se sitúa por tanto en 48 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](http://www.bestinver.es)

BESTINVER BOLSA	30-jun-10	30-sep-10	Var % 31-sep-10
Valor Objetivo (€/acción)	75,3	75,9	0,9%
Valor Liquidativo (€/acción)	32,9	36,7	11,3%
Potencial de revalorización	128%	107%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,6 x	7,2 x	

→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://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
Health	EWJ	41.00	1.48	15.4
Real Estate	EWRE	41.00	1.48	15.4
Technology	EWTC	41.00	1.48	15.4
Utilities	EWU	41.00	1.48	15.4

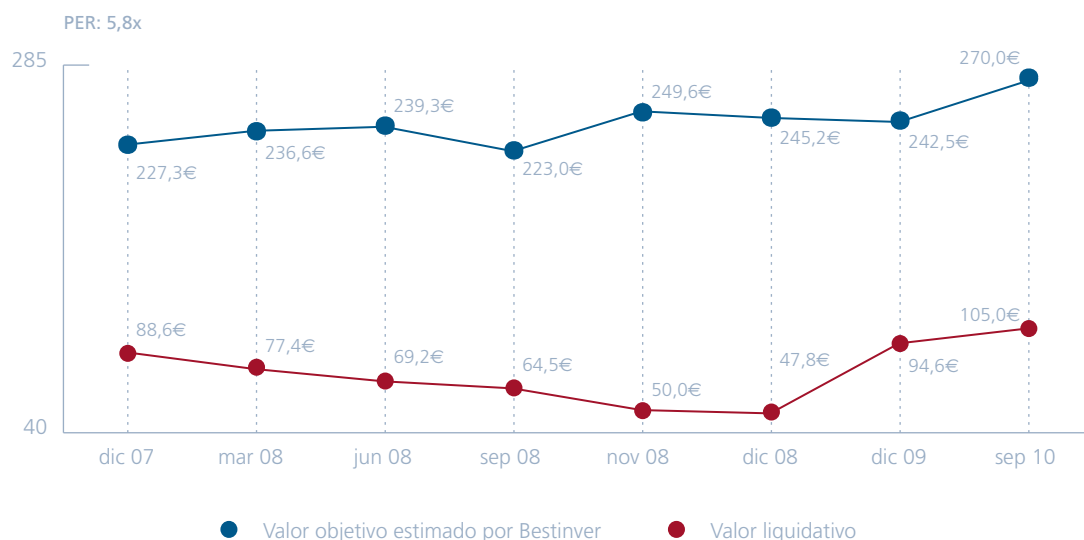
WJ  
Ca  
EC  
Ja  
Sw  
U.  
M  
A

# Bestinver Hedge Value Fund

Bestinver Hedge Value Fund arroja una rentabilidad positiva en el tercer trimestre de 2010 del 9,6%, que se compara con un +1,6% del MSCI. En lo que va de año, Bestinver Hedge Value Fund acumula una rentabilidad positiva del 11%, que compara con un +6,1% del MSCI.

Durante el trimestre el valor objetivo del fondo se ha mantenido prácticamente estable en €270 por participación. A 30 de septiembre el fondo cotizaba a un PER de 5,8x, ofreciendo un potencial de revalorización del 157% y una relación precio / valor de 39 céntimos por cada Euro de valor.

## HEDGE FUND



→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)

BESTINVER HEDGE VALUE FUND	30-jun-10	30-sep-10	Var % 31-sep-10
Valor Objetivo (€/acción)	270,1	270,0	-0,1%
Valor Liquidativo (€/acción)	95,8	105,0	10%
Potencial de revalorización	182%	157%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	5,3 x	5,8 x	

→ Información publicada MENSUALMENTE en la Zona de Clientes de nuestra web [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)



Financial Report

Annual Review

# Conclusión

El tercer trimestre del año ha sido muy positivo tanto para nuestra cartera internacional, con una subida muy superior a la del índice de referencia, como para la cartera nacional. Esto se ha producido por el muy buen comportamiento de algunas de nuestras principales inversiones, y a pesar de que otras no han producido todavía los resultados esperados. No nos cabe duda, sin embargo, de que lo harán en el futuro. A 30 de septiembre de 2010 la cartera internacional está ya solo un 13% por debajo de su máximo histórico alcanzado en julio de 2007, mientras que la cartera nacional, en parte contagiada por los problemas económicos de España, está todavía un 24% por debajo. Los valores objetivos de ambas carteras, sin embargo, están prácticamente en sus niveles máximos, lo que nos permite tener plena confianza en que no sólo alcanzaremos los liquidativos marcados hace 3 años, sino que los sobrepasaremos holgadamente.

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.



**BESTINVER**  
Asset Management

BESTINVER, S.A.

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

[bestinver@bestinver.es](mailto:bestinver@bestinver.es)

Tel: (34) 91 595 91 50/00

Fax: (34) 91 595 91 20/21

[www.bestinver.es](http://www.bestinver.es)