

# 15

## Carta Trimestral

A NUESTROS INVERSORES, Nº 15, OCTUBRE DE 2011.

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 background is a light blue gradient.

**BESTINVER**

Asset Management



El objetivo de Bestinver se centra en batir a la inflación en el largo plazo y en la medida de lo posible a los índices comparables a nuestros fondos.

Como puede verse en la tabla adjunta, el histórico acumulado de cada uno de los fondos ha cumplido este objetivo con holgura. Sin embargo, tras un trimestre adverso para las bolsas, los fondos han pasado a negativo en el año, en un mercado más dirigido por factores psicológicos que por fundamentales.

#### RENTABILIDADES ACUMULADAS\*

	Origen	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año	YTD	3T
<b>Bestinfond**</b>	1447,21%	680,27%	220,16%	2,06%	27,14%	-6,45%	-13,62%	-18,39%
Índice (80% MSCI World / 14% IGBM / 6% PSI)	329,18%	156,45%	30,82%	-26,13%	-6,87%	-7,77%	-13,17%	-11,86%
<b>Bestinver Internacional</b>	221,15%		119,22%	7,24%	37,72%	-5,20%	-13,90%	-18,27%
MSCI World Index (Eur)	-2,10%		-19,07%	-24,10%	-2,25%	-4,73%	-13,76%	-10,38%
<b>Bestinver Bolsa</b>	352,22%		200,76%	-9,02%	1,16%	-10,55%	-13,96%	-18,39%
Índice (70% IGBM / 30% PSI)	53,90%		24,44%	-36,25%	-22,22%	-18,35%	-14,47%	-17,66%
<b>Bestinver Mixto</b>	211,15%		120,09%	-3,69%	2,51%	-7,83%	-10,59%	-14,40%
Índice (45% IGBM / 17,5% PSI / 37,5% EONIA)	49,30%		25,03%	-24,17%	-14,53%	-12,23%	-9,50%	-11,80%
<b>Bestinver Mixto Internac.</b>	10,37%				30,20%	-3,69%	-10,74%	-14,42%
Índice (70% MSCI World / 30% EONIA)	-10,89%				-0,58%	-2,90%	-8,98%	-6,72%
<b>Bestinver Renta</b>	85,01%		40,34%	10,11%	5,51%	-0,21%	-0,90%	-1,58%
Índice (90% EONIA / 8% MSCI W. / 1,4% IGBM / 0,6% PSI)	65,94%		26,02%	13,01%	2,30%	-0,49%	-1,17%	-1,18%
<b>Bestinver Hedge Value Fund</b>	-3,37%				49,90%	-7,96%	-13,58%	-17,95%
MSCI World Index (Eur)	-28,36%				-2,25%	-4,73%	-13,76%	-10,38%

→ Datos a cierre del día 30/09/2011.

Fuente: Bestinver

	Origen	10 años	5 años	3 años	1 año	YTD	3T
<b>Bestinver Ahorro</b>	372,20%	153,95%	6,61%	22,32%	-4,78%	-10,67%	-14,57%
Índice (35% EONIA / 65% ÍNDICE B. GLOBAL)	141,68%	45,70%	-15,59%	-4,83%	-5,96%	-10,30%	-9,27%
<b>Bestinver Global</b>	44,51%		0,76%	26,27%	-6,52%	-13,64%	-18,42%
Índice (80% MSCI World / 14% IGBM / 6% PSI)	-9,79%		-28,42%	-6,87%	-7,78%	-13,17%	-11,86%
<b>Bestinver Previsión</b>	17,66%		9,96%	5,40%	-0,27%	-0,95%	-1,57%
Índice (90% EONIA / 8% MSCI W. / 1,4% IGBM / 0,6% PSI)	15,95%		10,74%	2,31%	0,29%	0,21%	0,05%

→ Datos a cierre del día 30/09/2011.

Fuente: Bestinver

## RENTABILIDADES ANUALIZADAS\*

	Origen	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año
<b>Bestinfond**</b> Índice (80% MSCI World / 14% IGBM / 6% PSI)	15,76%	14,68%	12,34%	0,41%	8,33%	-6,45%
	8,10%	6,48%	2,72%	-5,88%	-2,34%	-7,77%
<b>Bestinver Internacional</b> MSCI World Index (Eur)	8,86%		8,17%	1,41%	11,26%	-5,20%
	-0,15%		-2,09%	-5,37%	-0,75%	-4,73%
<b>Bestinver Bolsa</b> Índice (70% IGBM / 30% PSI)	11,53%		11,64%	-1,87%	0,38%	-10,55%
	3,17%		2,21%	-8,61%	-8,04%	-18,35%
<b>Bestinver Mixto</b> Índice (45% IGBM / 17,5% PSI / 37,5% EONIA)	8,24%		8,21%	-0,75%	0,83%	-7,83%
	2,83%		2,26%	-5,38%	-5,10%	-12,23%
<b>Bestinver Mixto Internacional</b> Índice (70% MSCI World / 30% EONIA)	1,92%			1,47%	9,19%	-3,69%
	-2,20%			-2,95%	-0,19%	-2,90%
<b>Bestinver Renta</b> Índ. (90% EONIA / 8% MSCI W. / 1,4% IGBM / 0,6% PSI)	3,94%		3,45%	1,95%	1,80%	-0,21%
	3,23%		2,00%	2,06%	0,76%	-0,49%
<b>Bestinver Hedge Value Fund</b> MSCI World Index (Eur)	-0,85%				14,45%	-7,96%
	-4,26%				-0,75%	-4,73%

→ Datos a cierre del día 30/09/2011.

Fuente: Bestinver

	Origen	10 años	5 años	3 años	1 año
<b>Bestinver Ahorro</b> Índice (35% EONIA / 65% INDICE B. GLOBAL)	10,97%	9,77%	1,29%	6,95%	-4,78%
	6,09%	3,84%	-3,33%	-1,64%	-5,96%
<b>Bestinver Global</b> Índice (80% MSCI World / 14% IGBM / 6% PSI)	5,54%		0,15%	8,08%	-6,52%
	-1,52%		-6,47%	-2,35%	-7,78%
<b>Bestinver Previsión</b> Índice (90% EONIA / 8% MSCI W. / 1,4% IGBM / 0,6% PSI)	2,44%		1,92%	1,77%	-0,27%
	2,22%		2,06%	0,76%	0,29%

→ Datos a cierre del día 30/09/2011.

Fuente: Bestinver

\* Los índices de referencia de Bestinfond, Bestinver Bolsa, Bestinver Mixto, Bestinver Renta y de los Fondos de Pensiones, 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.

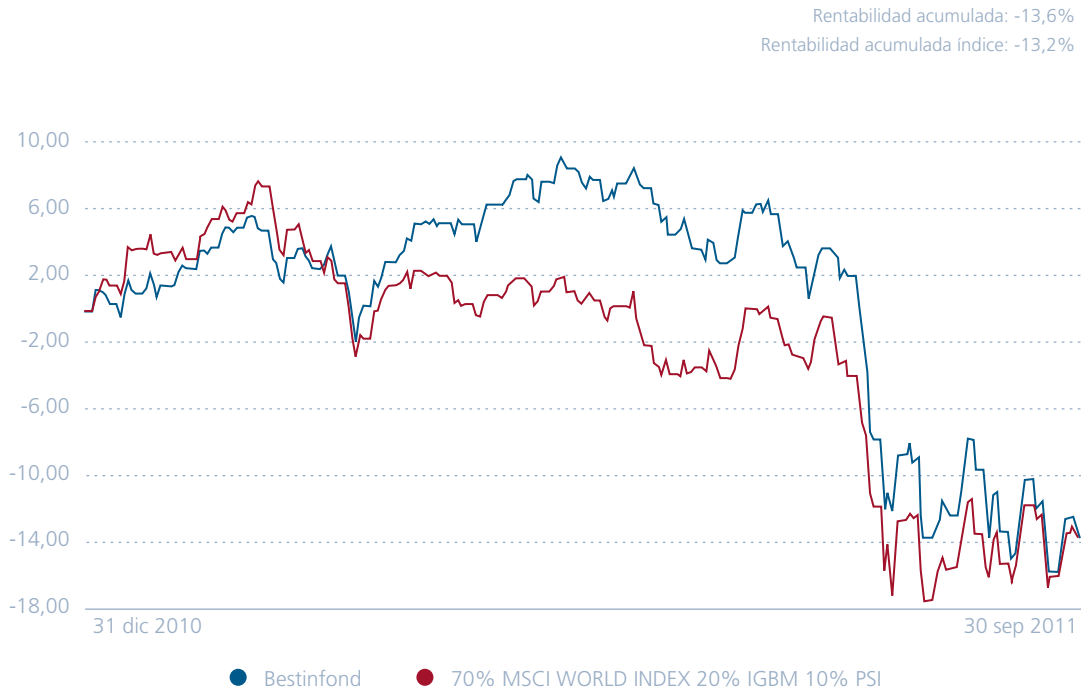
\*\* Bestinfond sólo invertía en Renta Variable española hasta el 12/05/2005.

## NUESTRA CARTERA MODELO (BESTINFOND)

Nuestra cartera modelo, reflejada en Bestinfond (80% cartera Internacional / 20% cartera Ibérica) y en el fondo de pensiones Bestinver Global, ha acumulado una rentabilidad en el tercer trimestre de 2011 del -18,4% frente al -11,9% de su índice de referencia (70% MSCI World Index, 20% IGBM y 10% PSI). En el conjunto de 2011, ha obtenido una rentabilidad negativa del 13,6% frente a la caída del 13,2% de su benchmark.

### BESTINFOND

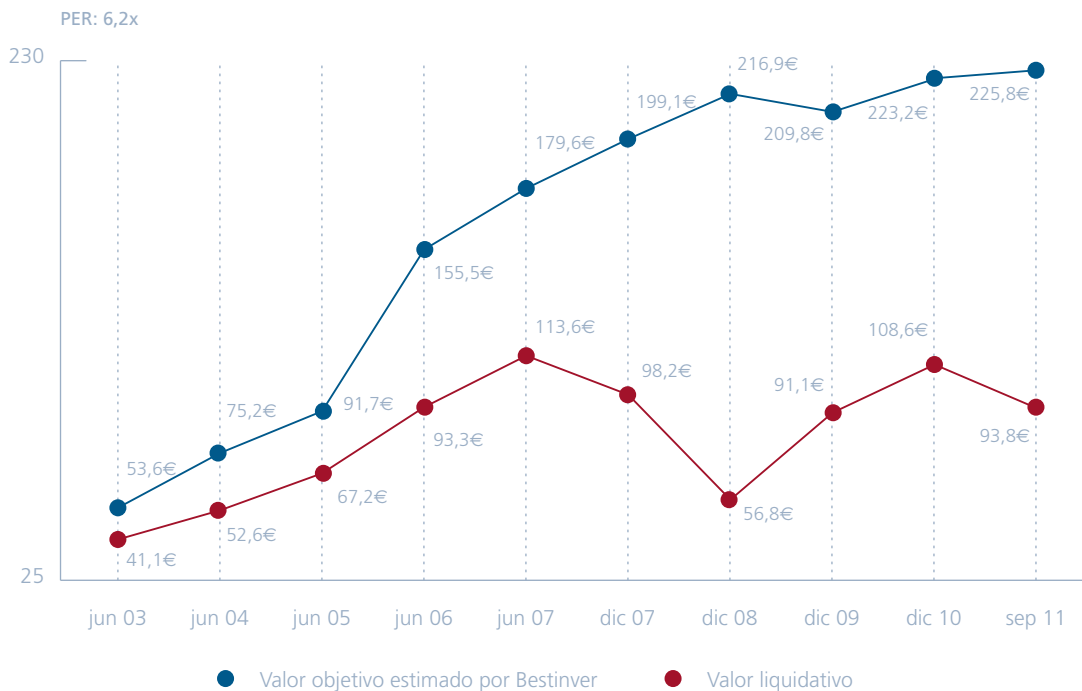
Evolución durante 2011



→ Bestinfond invierte un 80% de su cartera en renta variable internacional y un 20% en renta variable ibérica.

## 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-11	30-sep-11	Var % 30-sep-11
Valor Objetivo (€/acción)	227,6	225,8	-0,8%
Valor Liquidativo (€/acción)	114,9	93,8	-18,4%
Potencial de revalorización	98%	141%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	7,6 x	6,2 x	

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

El valor objetivo de Bestinfond se ha mantenido estable en el tercer trimestre (-0.8%), lo que sitúa el potencial de revalorización en el 141%. La relación precio / valor supone comprar cada euro de valor por 41 céntimos.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA GLOBAL

Con la reciente publicación de las expectativas de crecimiento por parte del Fondo Monetario Internacional (ver cuadro adjunto), vuelve a ganar importancia el debate acerca de cual será el futuro crecimiento de la economía mundial.

### Overview of the World Economic Outlook Projections

(Percent change unless noted otherwise)

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2009	2010	Projections		Difference from June 2011 WEO Projections		Estimates 2010	Projections	
			2011	2012	2011	2012		2011	2012
<b>World Output</b>	-0,7	5,1	4,0	4,0	-0,3	-0,5	4,8	3,6	4,1
<b>Advanced Economies</b>	-3,7	3,1	1,6	1,9	-0,6	-0,7	2,9	1,4	2,2
United States	-3,5	3,0	1,5	1,8	-1,0	-0,9	3,1	1,1	2,0
Euro Area	-4,3	1,8	1,6	1,1	-0,4	-0,6	2,0	1,1	1,6
Germany	-5,1	3,6	2,7	1,3	-0,5	-0,7	3,8	1,6	2,0
France	-2,6	1,4	1,7	1,4	-0,4	-0,5	1,4	1,4	1,7
Italy	-5,2	1,3	0,6	0,3	-0,4	-1,0	1,5	0,4	0,4
Spain	-3,7	-0,1	0,8	1,1	0,0	-0,5	0,6	0,7	1,7
Japan	-6,3	4,0	-0,5	2,3	0,2	-0,6	2,5	0,5	2,0
United Kingdom	-4,9	1,4	1,1	1,6	-0,4	-0,7	1,5	1,5	1,7
Canada	-2,8	3,2	2,1	1,9	-0,8	-0,7	3,3	1,4	2,5
Other Advanced Economies	-1,1	5,8	3,6	3,7	-0,4	-0,1	4,8	3,8	3,9
Newly Industrialized Asian Economies	-0,7	8,4	4,7	4,5	-0,4	0,0	6,0	5,2	4,7
<b>Emerging and Developing Economies</b>	2,8	7,3	6,4	6,1	-0,2	-0,3	7,4	6,4	6,4
Central and Eastern Europe	-3,6	4,5	4,3	2,7	-1,0	-0,5	5,3	2,9	2,7
Commonwealth of Independent States	-6,4	4,6	4,6	4,4	-0,5	-0,3	4,6	3,8	3,9
Russia	-7,8	4,0	4,3	4,1	-0,5	-0,4	4,4	4,0	3,6
Excluding Russia	-3,0	6,0	5,3	5,1	-0,3	0,0	...	...	...
Developing Asia	7,2	9,5	8,2	8,0	-0,2	-0,4	9,0	8,1	8,1
China	9,2	10,3	9,5	9,0	-0,1	-0,5	9,8	9,3	9,1
India	6,8	10,1	7,8	7,5	-0,4	-0,3	9,2	7,0	7,5
ASEAN-5	1,7	6,9	5,3	5,6	-0,1	-0,1	6,0	5,4	5,6
Latin America and the Caribbean	-1,7	6,1	4,5	4,0	-0,1	-0,1	5,4	4,1	3,9
Brazil	-0,6	7,5	3,8	3,6	-0,3	0,0	5,0	3,8	3,8
Mexico	-6,2	5,4	3,8	3,6	-0,9	-0,4	4,2	3,7	3,2
Middle East and North Africa	2,6	4,4	4,0	3,6	-0,2	-0,8	...	...	...
Sub-Saharan Africa	2,8	5,4	5,2	5,8	-0,3	-0,1	...	...	...
<i>Memorandum</i>									
European Union	-4,2	1,8	1,7	1,4	-0,3	-0,7	2,1	1,3	1,9
World Growth Based on Market Exchange Rates	-2,3	4,0	3,0	3,2	-0,4	-0,5	...	...	...

Son muchos quienes ya auguran un proceso de recesión en economías importantes dentro del contexto mundial. Y muy pocos, como Warren Buffett, quienes todavía mantienen la esperanza que economías importantes, como la norteamericana, difícilmente entrarán en recesión, aunque eso sí crecerán a menor ritmo.

Es por todos conocidos la postura de Bestinver al respecto de la importancia de la "macroeconomía" en nuestro proceso de inversión y el poco tiempo que dedicamos a la misma. Estamos convencidos que es mucho más importante conocer en profundidad que ocurre en una compañía que tratar de augurar que hará el conjunto de la economía. Y así lo aplicamos, dedicando más del 90% del tiempo al estudio de las compañías.

Pero ya que el debate está ahí y que nuestros co-inversores no están ajenos al mismo, le dedicaremos la introducción de esta carta trimestral a este asunto.

En un primer análisis objetivo, lo primero que observamos sobre los datos de crecimiento mundial, es que éste se sitúa, para el 2011 y según el FMI, en el 4%. No sabemos si será ese 4% o medio punto porcentual arriba o abajo, pero de cualquier forma como punto de partida nos parece positivo. Y las previsiones para el 2012 son idénticas al 2011: otra vez un crecimiento del 4%.

Siguiendo con el análisis vemos que los datos de crecimiento son peores que lo que descontaban los especialistas en esta materia hace unos meses, ante el empeoramiento de la resolución de las crisis de deuda de (sobre todo) Europa y EEUU. También razonable dada las dificultades de una gran parte del mundo por hacer los ajustes necesarios y volver a crecer de forma sana.

Y por último observamos el importante desequilibrio que hay en el origen del crecimiento mundial. Por un lado, las economías emergentes (50% del PIB mundial) que se estima crecerán en 2011 y 2012 una media del 6,4% y 6,1% respectivamente en contraposición con el débil crecimiento de las economías desarrolladas (50% del PIB mundial) que crecen a un ritmo del 1,6% y 1,9% para los mismos años.

Visto los datos anteriores, quizá lo interesante sería analizar las causas que provocan esa disparidad de crecimientos.

Si empezamos por el lado débil, las economías desarrolladas, vemos que las causas fundamentales del débil crecimiento son:

- Exceso de endeudamiento de las economías
- Menor competitividad vs países en desarrollo
- Retraso en la toma de medidas que resuelvan el problema (salvo excepciones como el caso de Irlanda)

Por el contrario las causas del fuerte (y sano) crecimiento de los países emergentes se debe fundamentalmente a:

- Economías poco endeudadas y con capacidad de ahorro
- Alta productividad
- Consumo interior creciente (en función de sus ingresos / ahorros)

Parece que la solución a los problemas del primer grupo, aunque caigamos en la tentación de simplificar, las tenemos en el segundo grupo (productividad, bajo endeudamiento y capacidad de consumo).

De cara a tratar de predecir cual va a ser el crecimiento de la economía mundial, habrá que analizar lo que debe ocurrir en ambos grupos.

De las economías desarrolladas y con problemas de crecimiento, el problema tiene una solución difícil, lenta y dolorosa; parece que ya tenemos el ejemplo de algunos países, pequeños eso sí (como es el caso de Irlanda), que han aplicado medidas valientes y ya están en la senda del crecimiento. El tamaño del problema (la deuda) y la valentía que requiere tomar medidas como en Irlanda dificultan el camino, pero la receta parece que es la correcta como demuestran las cifras de crecimiento que ya tiene Irlanda.

Si miramos el grupo de las economías que crecen, parece que no es algo circunstancial sino la consolidación de un ciclo iniciado hace unos años tras la adopción de medidas económicas apropiadas (no endeudamiento, estímulo de la competitividad, etc.); especial importancia (y ya le dedicamos tiempo en la carta trimestral N° 10) tiene el caso de China.

Quizá sea el futuro de este país uno de los aspectos más importantes que marque el crecimiento mundial, ya que su influencia va mucho más allá de sus fronteras, y lo que ocurra en China será fundamental para el resto del mundo.

Pues bien, hace pocas fechas llegó a nuestras manos un informe de CLSA [www.clsa.com](http://www.clsa.com) (casa asiática de análisis, presente en la zona desde 1986 y con más de 1.500 analistas en el terreno) en el que explicaba de forma clara las claves para confiar en que el crecimiento de la economía china es sano y sostenible. El nombre del informe habla por sí solo: *Don't Panic!* (segunda parte).

El mensaje fundamental es que la economía China, aunque crece con menos fuerza que en años anteriores, sigue demostrando que goza de muy buen estado de salud, garantizando así niveles de crecimiento sano durante mucho tiempo.

Las razones de esa afirmación se basan en los siguientes puntos:

- Tasas de ahorro muy elevadas (30%)
- El total de la economía China tiene poco nivel de deuda (<65% del PIB)
- Pocas posibilidades de vivir una burbuja de crédito: el crédito solo es accesible para las empresas controladas por el estado, sin embargo, 2/3 de la economía dependen de las empresas privadas, es decir, no hay ni ha habido posibilidad de exceso de endeudamiento por parte del sector privado
- Ratio préstamos / depósitos del total del Sistema Financiero en el 0,66 (vs 1,40 de España y otros países de Europa)
- Los mecanismos de financiación "informales" (no oficiales) es la única forma de endeudarse de la población y empresas privadas; por su naturaleza, este tipo de préstamos son seguros y no puede expandirse (al revés que el crédito bancario).
- La economía crece por el consumo interno y la inversión, no por el efecto de las exportaciones (impacto cero de las exportaciones en el crecimiento de 2011 y negativo en 2012)
- Ausencia de deuda en el sector inmobiliario; un 53% de los dueños de inmuebles pagan la compra sin deuda (100% cash) y del resto, pagan casi la mitad en dinero (un 44% del precio del inmueble) y se endeudan en la otra mitad del precio del inmueble. Además el 55% de la población vive en ciudades secundarias donde el precio del metro cuadrado es un 70% más barato que en las principales ciudades (de las que tanto se teme puedan estar generando una burbuja inmobiliaria). Las principales ciudades solo representan el 4% de las transacciones inmobiliarias.

- Crecimiento del consumo interno. Como consecuencia del incremento de la renta disponible en amplias zonas de China (en la última década la renta disponible, ajustada por la inflación creció un 152%) el consumo interno crece con fuerza a tasas cercanas al 16% para el año 2011

Por último cabe destacar la existencia de dos economías, que explican la confusión y diversidad de opiniones al respecto del futuro de China. Así, en China, existe una economía controlada por el Estado (paraestatal) y el sector privado, de las que la paraestatal es la generadora de los malos augurios de muchos analistas mientras que el sector privado, es el verdadero motor de crecimiento de la economía.

Las empresas paraestatales chinas, dirigidas por el Gobierno y el PCCh, han dado lugar a inversiones fallidas, como la famosa ciudad fantasma de Kangbashi; estas empresas paraestatales representan 1/3 de la economía y no es la base del crecimiento económico.

Por el contrario, el sector privado, que representa 2/3 partes de la economía China, es culpable del verdadero crecimiento "sano", se desarrolla con bajísimos niveles de endeudamiento y en condiciones de fortísima competitividad, hasta tal punto que gestores de compañías líderes a nivel mundial (como recientemente declaró Muhtar Kent, CEO de Coca Cola) consideran China el paraíso de la competitividad y el paradigma de la libertad empresarial.

Acabamos citando a Peter Lynch, quien afirmaba que "tener una idea aproximada de la situación macro incrementa las probabilidades de éxito pero no las garantiza" y que "el éxito de un buen inversor radica, entre otros, en el conocimiento profundo de las compañías".

A pesar de esta carta trimestral, somos fieles a la filosofía de Peter Lynch de investigar en profundidad las compañías, tratando de tener una idea aproximada de la situación macro.



# Nuestra Cartera Internacional

Nuestra cartera internacional ha caído un 18,3% en el tercer trimestre de 2011, que se compara con una caída del 10,4% del índice de referencia, el MSCI. La diferencia de comportamiento en el trimestre se explica porque las bolsas europeas han sufrido las mayores caídas, arrastrando a nuestra cartera, dado que la mayoría de las compañías en que somos inversores cotizan en mercados europeos. En lo que va de año, la cartera internacional acumula una caída del 13,9% que se compara con un -13,8% del MSCI. A largo plazo, la diferencia de rentabilidad a favor de nuestra cartera es del 6,8% y del 10,3% anual en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

No vamos a entrar de nuevo, ya lo hemos hecho en esta carta anteriormente, en explicar cómo nuestra visión de la economía mundial es menos pesimista que el consenso. Pero sí queremos aprovechar para revisar la exposición geográfica de los negocios de nuestra cartera, especialmente pertinente tras este trimestre de mal comportamiento de las bolsas en Europa. La verdadera exposición geográfica de nuestras inversiones está bastante más diversificada de lo que podría parecer:

## Exposición geográfica de la cartera internacional

España, Portugal, Irlanda y Grecia	3%
Italia	12%
Resto de Eurozona	25%
Reino Unido, Suiza y Otros Europa	17%
Norteamérica	18%
Asia, Latinoamérica y resto	19%
Efectivo	5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Es importante recordar que el desglose de la exposición geográfica no es un ejercicio que hacemos a priori. Aunque preferimos los negocios y compañías con una presencia global, también invertimos en compañías con exposición a países que pueden estar atravesando ciertas dificultades económicas, por ser excelentes oportunidades de inversión. Puede ser,

precisamente, esas dificultades económicas, las que brindan dicha oportunidad. Sirva como ejemplo los grandes almacenes Debenhams, cuyo negocio se centra casi exclusivamente en el Reino Unido. Aunque indudablemente el Reino Unido se encuentra en una situación macroeconómica mucho menos favorable que China, creemos que Debenhams es una excelente oportunidad de inversión, dada la atractiva valoración, la confianza que tenemos en el equipo gestor y ciertas ventajas competitivas relativas a la ubicación de sus centros. Todo esto explica que la compañía esté generando buenos resultados en un entorno difícil.

Durante el trimestre hemos mejorado la valoración en 34 compañías y la hemos bajado en 8. El impacto en la valoración agregada del fondo ha sido del -1.9%, desde €7,3 hasta €6,4. Este impacto neto negativo se debe, en gran parte, a que hemos reducido la valoración en dos de nuestras inversiones menos importantes, pero lo hemos hecho de manera muy significativa, como ejercicio de "saneamiento". Estas dos compañías (McClatchy y Charles Vögele) tienen hoy un peso muy reducido (0,6% conjuntamente).

Los casos anteriores son, no obstante, la excepción. Como hemos venido indicando en cartas anteriores, la gran mayoría de nuestras inversiones son compañías con buenos negocios, que están produciendo resultados positivos, con balances muy sólidos y cotizando a valoraciones muy atractivas. A continuación detallamos los parámetros más relevantes:

#### Cifras medias Ponderadas

Rentabilidad sobre capital invertido (ROCE)	48%
Rentabilidad implícita en el flujo de caja libre (FCF Yield)	27%
Peso de las compañías con caja neta en balance	46%
Peso de las compañías con bajo endeudamiento (<2x ebitda)	40%
Rentabilidad por dividendo (dividendo estimado en 2012)	3,4%

En suma, tenemos una cartera que genera excelentes rentabilidades sobre el capital invertido, con situaciones financieras muy holgadas o cómodas y cotizando a valoraciones históricamente bajas.

La calidad de nuestra cartera internacional queda patente al observar cómo la mayoría de las compañías que la componen son capaces de superar una crisis severa relativamente rápido. Así, el 49% de nuestra cartera internacional está conformado por compañías que están generando hoy (año 2011) beneficios superiores a los logrados en el pico del último ciclo alcista (año 2007). Entre éstas hay ejemplos destacados como BMW, que este año se estima que va a ganar un 60% más que en 2007, o Schindler, que logrará un resultado en 2011 superior en un 20% respecto del obtenido en 2007 (medido en moneda constante). Entre

este grupo de compañías están también algunas de las que pertenecen a los holding Exor y CIR/Cofide, así como Willis, Aon, Fuchs y Virgin Media. El 25% está invertido en compañías que están generando en 2011 resultados similares a los logrados antes de la crisis. Y sólo el 20% son compañías cuyos resultados todavía son inferiores al anterior máximo. Teniendo en cuenta la gravedad de la crisis, creemos que es un comportamiento muy positivo.

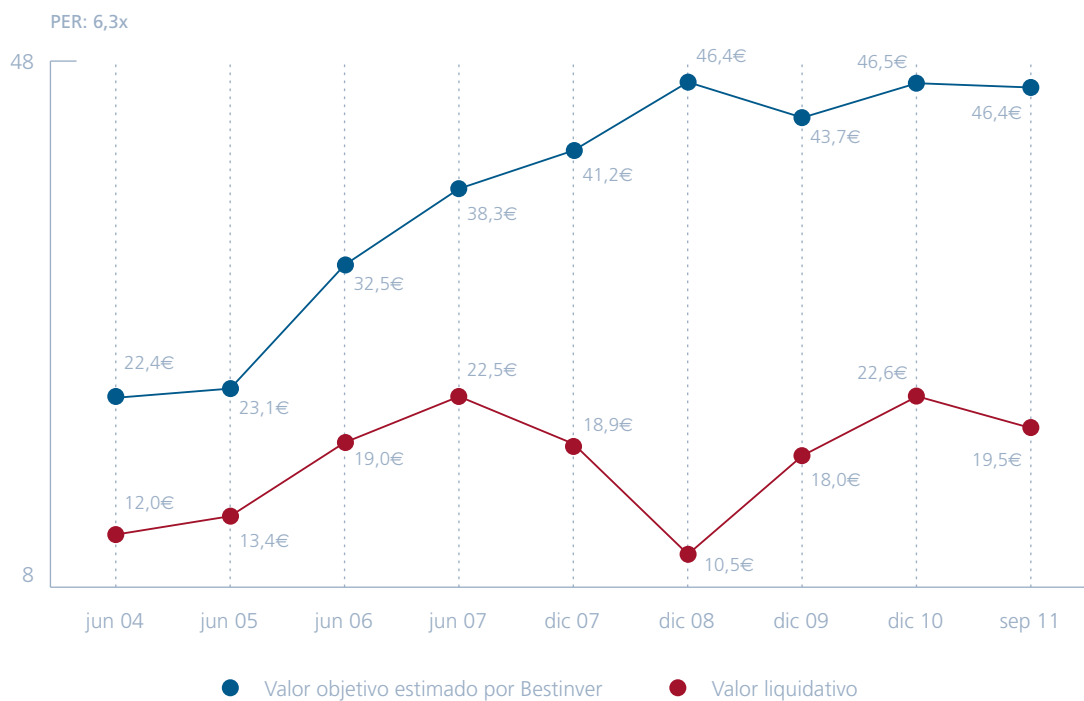
Es muy interesante observar cómo las propias compañías coinciden con nosotros en que el precio de cotización actual supone una gran oportunidad de inversión, como demuestra el hecho de que casi la mitad del valor de la cartera internacional está invertido en compañías que están comprando sus propias acciones (buybacks). Esto, además de ser una clara señal de confianza por parte de los directivos en las perspectivas de sus compañías, es un ejercicio que crea valor exactamente igual al que hacemos en Bestinver. Es decir, dado que somos inversores de dichas compañías porque están baratas, las compañías que compran acciones propias a los precios de cotización actuales mejoran el valor por acción del resto de acciones en circulación.

Efectivamente, como siempre, en Bestinver estamos aprovechando las caídas para crear valor, vendiendo acciones de aquellas compañías que no han caído o han caído muy poco, como son los casos de Ahold o Next, y comprando aquellas que han caído más, como son Exor, Rexel o Panalpina. Aunque este ejercicio no se ha notado en el valor objetivo del fondo en el último trimestre, a causa del ejercicio de "saneamiento" que hemos descrito más arriba, el valor objetivo es así más conservador y, por tanto, más sólido.

La cartera internacional cotiza a un PER de 6,3x con un potencial del 138%. Es decir, la relación precio / valor en Bestinver Internacional es de 0,42, lo que implica estar pagando 42 céntimos 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-11	30-sep-11	Var % 30-sep-11
Valor Objetivo (€/acción)	47,3	46,4	-1,9%
Valor Liquidativo (€/acción)	23,8	19,5	-18,3%
Potencial de revalorización	98%	138%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	7,6 x	6,3 x	

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



In U.S. dollars  
Merrill Lynch

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



# Nuestra Cartera Ibérica

Durante el tercer trimestre de 2011 el valor liquidativo de la cartera nacional cayó un 18,4%, que se compara con un -17,7% del índice de referencia (70% IGBM y 30% PSI). En lo que va de 2011, la cartera ibérica cae el 14%, que se compara con un -14,6% del índice. La rentabilidad a largo plazo es superior a la del índice en un 6,7% y un 9,4% anuales en los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

Las caídas de la cartera en el trimestre han sido similares a la de la bolsa española y portuguesa, a pesar de que la exposición geográfica a dichas economías es limitada:

## Exposición geográfica de la cartera Ibérica

España, Portugal, Irlanda y Grecia	37%
Italia	1%
Resto de Eurozona	18%
Reino Unido, Suiza y Otros Europa	7%
Norteamérica	11%
Asia, Latinoamérica y resto	20%
Efectivo	6%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Queremos recordar, además, que la exposición que tenemos en España y Portugal se trata en su gran mayoría de negocios poco sensibles al ciclo económico, ya sea negocios regulados, farmacéutico o alimentación. E insistimos en que las valoraciones son, en todo caso, muy atractivas. No obstante, entre las inversiones que han sufrido mayores caídas en el trimestre se encuentran compañías con negocios globales, con muy escasa o nula exposición a España y Portugal, pero cíclicos, como Portucel/Semapa y Acerinox. Las caídas se explican por los temores a que se produzca una fuerte recesión global, que hemos aprovechado para incrementar nuestra inversión. Ambas compañías son líderes en su sector, con balances sólidos y cotizan o bien muy cerca o en mínimos de hace muchos años.

Además de Portucel/Semapa y Acerinox, hemos aprovechado para comprar otras compañías que han caído con fuerza como Sonae y Técnicas Reunidas. Sonae es un holding familiar, cuyo principal negocio es el líder absoluto en Portugal en distribución de alimentación, liderazgo que ha ido incrementando en los últimos años ganando cuota de mercado, y que cotiza cerca de mínimos históricos o, desde otro punto de vista, un 75% por debajo de los máximos de 2008. Técnicas Reunidas es una compañía de ingeniería controlada por la familia Lladó, con negocios en todo el mundo, negocio con una elevadísima rentabilidad sobre el capital empleado, con caja neta disponible igual a un tercio de su valor actual en bolsa, cuando cotiza también cerca de mínimos y un 60% por debajo de los máximos de 2007. Parte de dichas compras las hemos financiado vendiendo acciones en compañías que, en relación con el mercado, se han comportado muy bien en estos meses, con cotizaciones estables o prácticamente estables, como Ferrovial, EDP o Unipapel, en nuestra estrategia constante de crear valor.

Quisiéramos llamar la atención a un dato que refleja la solidez de los negocios que componen la cartera ibérica, y que atiende al comportamiento de sus resultados desde que se inició la crisis. Pues bien, el 56% de la cartera ibérica lo componen compañías que en el año 2011 van a lograr resultados superiores a los logrados en 2007, el último año antes de que se iniciara la crisis, cuando el entorno económico era más favorable. Entre éstas están Ferrovial, Sonae, Repsol, Técnicas Reunidas o Portucel. Un 12% de la cartera está invertida en compañías que logrará resultados similares a los del 2007. Y el 26% está invertido en compañías que todavía no han logrado alcanzar el anterior récord en beneficios. Teniendo en cuenta la gravedad de la crisis, creemos que es un comportamiento muy positivo.

Durante el segundo trimestre hemos mejorado la valoración en 30 compañías, y la hemos bajado en 5. El impacto en la valoración agregada del fondo ha sido del +2%, y queda situada en €80,6. En general, las variaciones en las valoraciones son de escasa relevancia individualmente consideradas.

La cartera nacional cotiza a un PER de 6,1x, con un potencial de revalorización del 146% y una relación precio / valor de 41 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-11	30-sep-11	Var % 30-sep-11
Valor Objetivo (€/acción)	79,0	80,6	2,0%
Valor Liquidativo (€/acción)	40,2	32,8	-18,4%
Potencial de revalorización	97%	146%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	7,6 x	6,1 x	

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

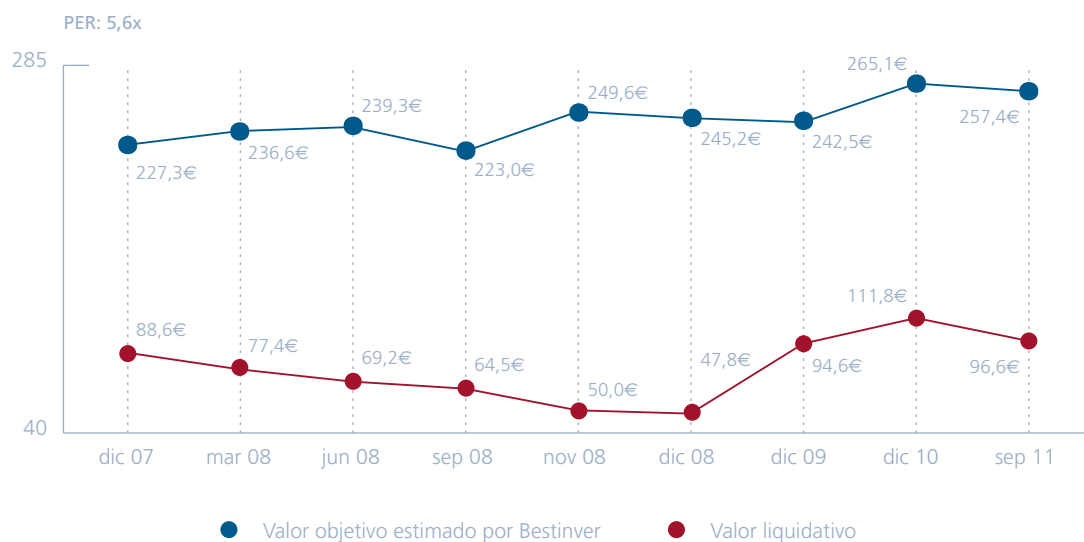


# Bestinver Hedge Value Fund

El valor liquidativo de Bestinver Hedge Value Fund ha caído un 18,8% durante el tercer trimestre de 2011, que se compara con un -10,4% del MSCI. En el año el Hedge Value acumula una caída del 13,6%, comportamiento casi exactamente igual a Bestinfond y muy similar al -13,8% del MSCI. Desde su lanzamiento en septiembre de 2007, sin embargo, el Hedge Value acumula una caída del 3,4%, inferior al -14% de Bestinfond y a la caída del 28,4% del MSCI.

Durante el trimestre el valor objetivo del fondo se ha mantenido prácticamente estable en €257,4. El fondo cotiza a un PER de 5,6x, ofreciendo un potencial de revalorización del 166% y una relación precio / valor de 38 céntimos por cada Euro de valor objetivo.

## 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-11	30-sep-11	Var % 30-sep-11
Valor Objetivo (€/acción)	257,1	257,4	0,1%
Valor Liquidativo (€/acción)	117,8	96,6	-18,8%
Potencial de revalorización	118%	166%	
PER (cash-flow libre estimado 2011)	6,9 x	5,6 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 ha producido fuertes caídas en las bolsas mundiales y en nuestras carteras. Las dudas sobre la solvencia de algunos países del sur de Europa y los temores a que se produzca una recesión global son las principales causas. En Bestinver no tratamos de realizar predicciones macroeconómicas, ejercicio en que, se ha demostrado, es muy difícil acertar consistentemente. Nuestro trabajo consiste en identificar ventajas competitivas y valorar negocios, en base a hipótesis razonablemente conservadoras, e invertir cuando los mercados nos dan contrapartida a precios inferiores a nuestra valoración. Y actualmente encontramos oportunidades de inversión especialmente atractivas, precisamente porque los descuentos que encontramos frente a nuestras valoraciones son históricamente altos. Por ello, somos optimistas. Dicho esto, nuestra visión del mundo descarta una debacle, fundamentalmente porque creemos que el crecimiento que están experimentando China y otras economías de gran relevancia en el contexto mundial, es un crecimiento sostenible. Pero insistimos, son las valoraciones de las compañías y la calidad de nuestra cartera lo que nos da mayor seguridad y confianza. Incluso si se produjera un escenario más pesimista de fuerte recesión mundial, las valoraciones que nos está brindando el mercado tras las recientes caídas nos parecen una gran oportunidad de inversión.

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.



# 15

**BESTINVER**  
Asset Management

BESTINVER, S.A.

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

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

Tel: (34) 902 946 294

Fax: (34) 91 595 91 20/21

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