

LA INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE

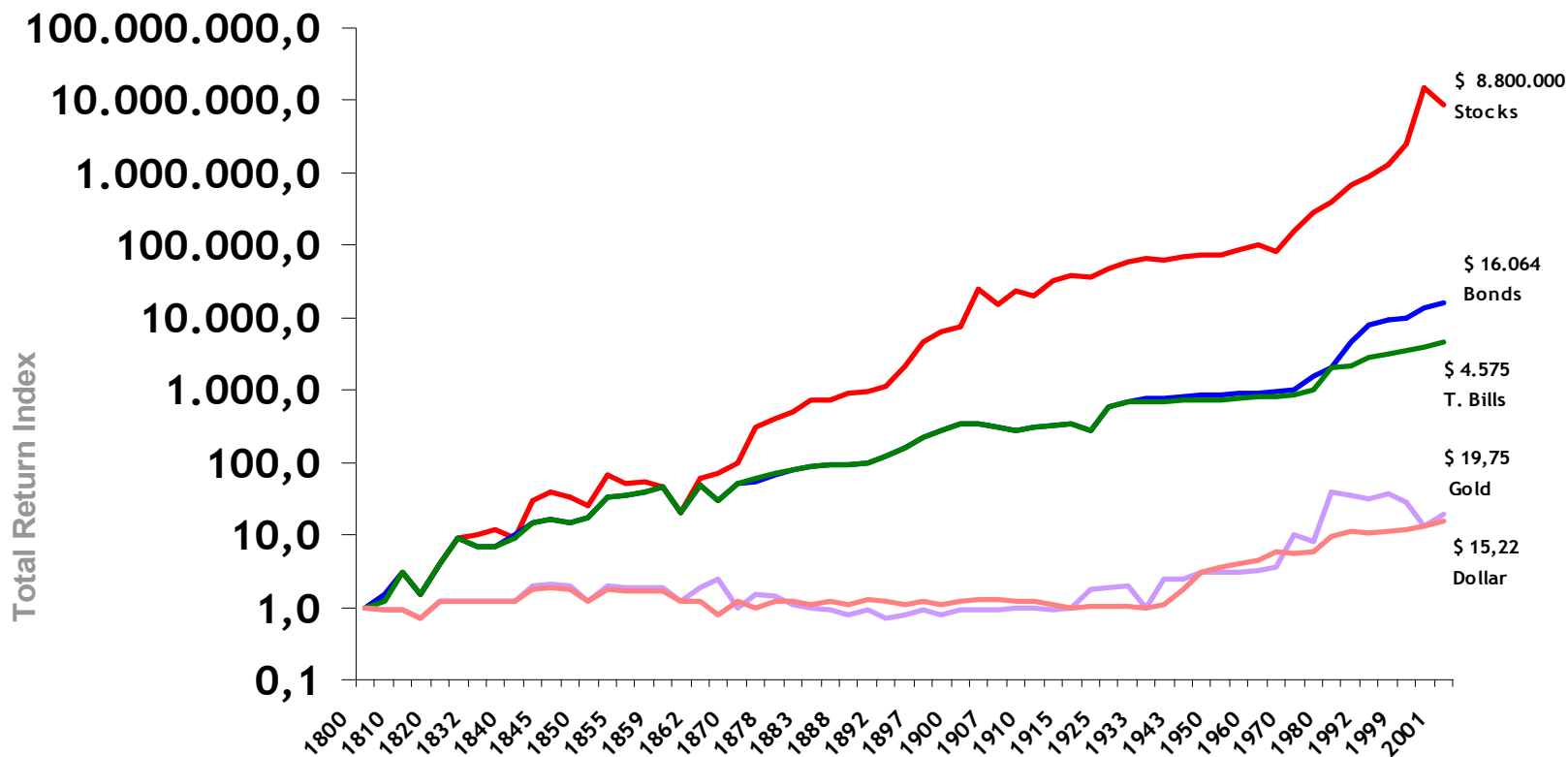
Madrid, 26 de Noviembre de 200

ÍNDICE

- 1. La renta variable frente a otros activos**
- 2. Eficiencia del mercado**
- 3. Inversión fundamental**

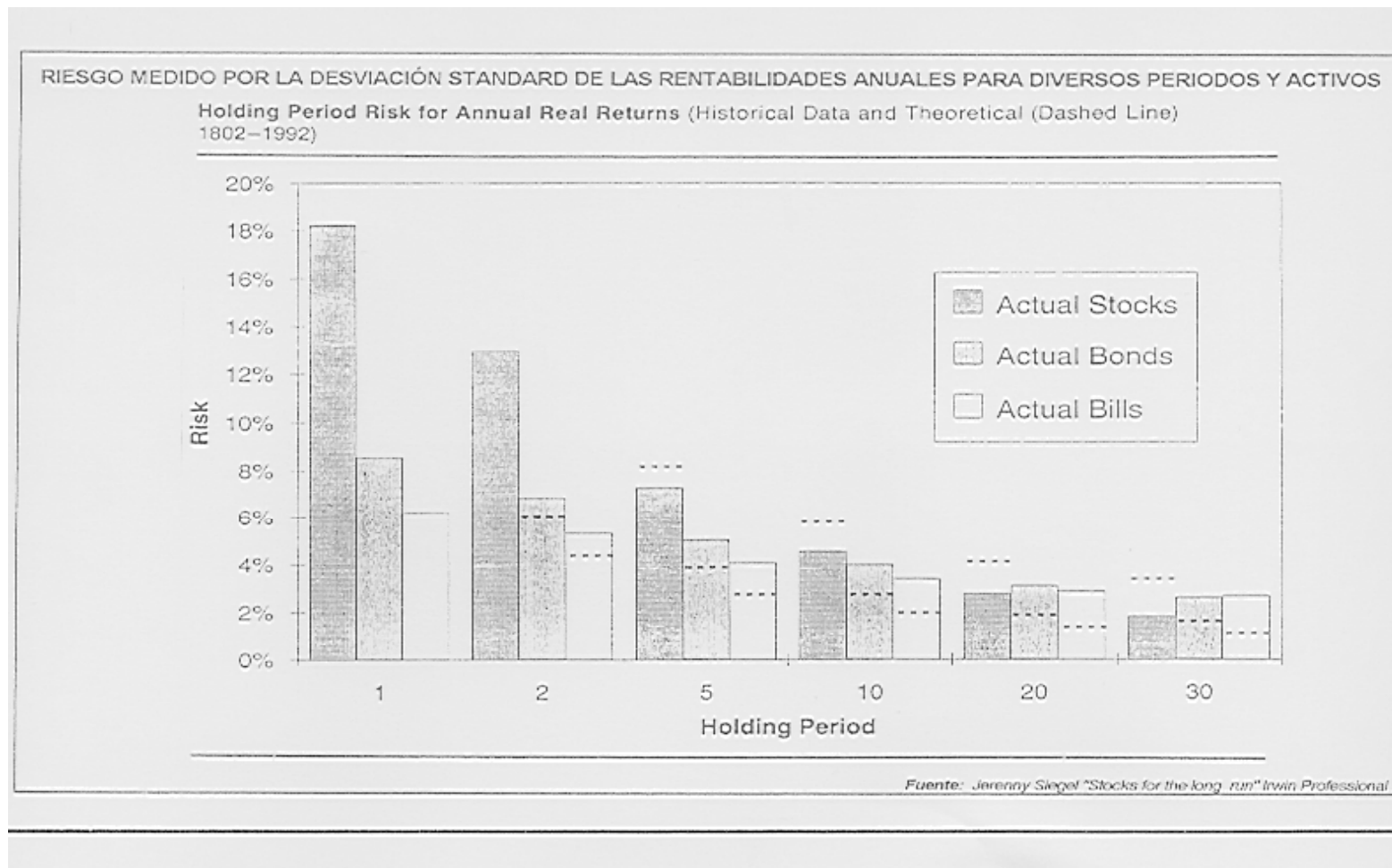
1. La Renta Variable Frente a otros Activos

Comparación de la Rentabilidad Real de Diversos Activos en el Mercado U.S.A.



Fuente: Jeremy Siegel "Stocks for the long run"
Irwin Professional

Comparación de Riesgo entre Renta Variable y Renta Fija



¿qué es interesante la inversión en activos de renta variable (Bolsa) respecto a otros activos financieros (Bonos)?

- ✓ A largo plazo y en cualquier circunstancia la inversión bursátil es más rentable.
- ✓ A largo plazo la inversión bursátil supone asumir un riesgo inferior.
- ✓ CAUSA: LA INFLACIÓN.

Argentina: Renta Fija (2000-2008)

BONO ARGENTINO

Evolución 2000-2008

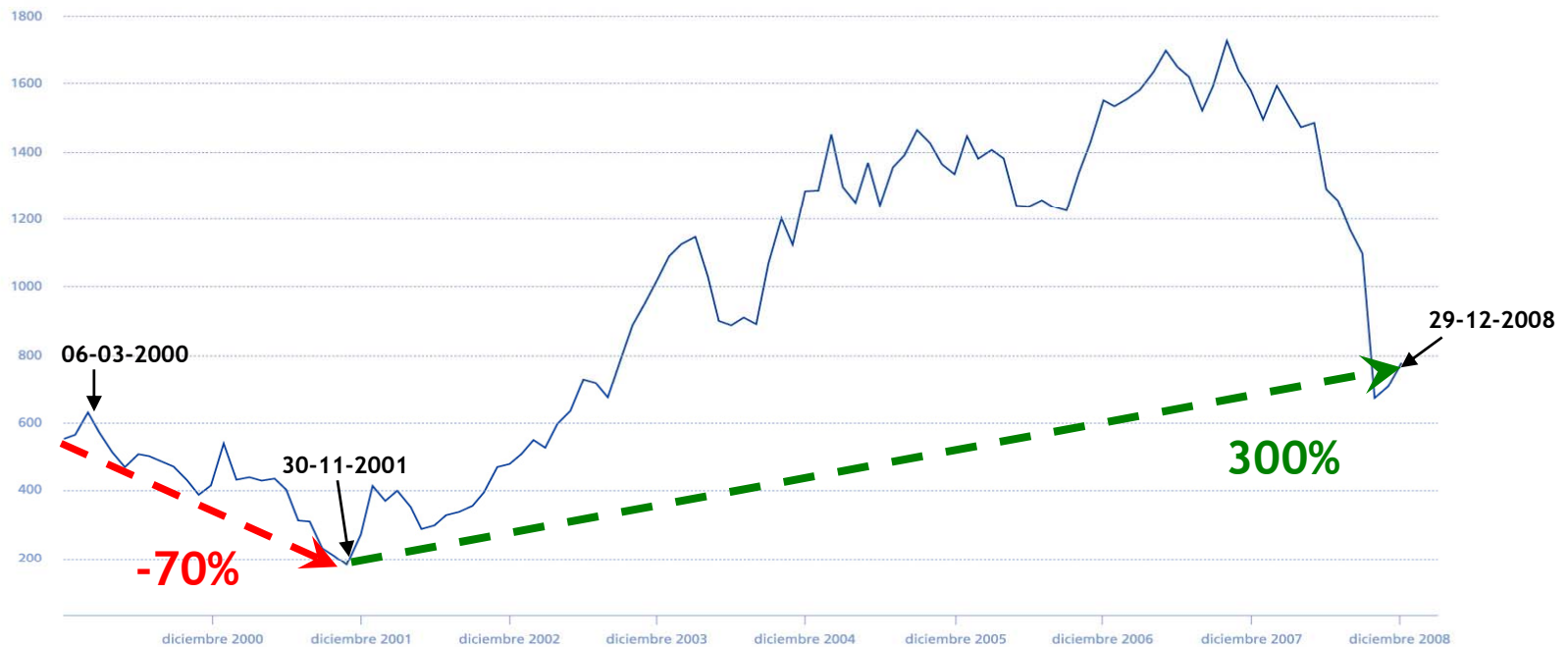


Fuente: Bloomberg

Argentina: Renta Variable (2000-2008)

BOLSA ARGENTINA (Índice Merval)

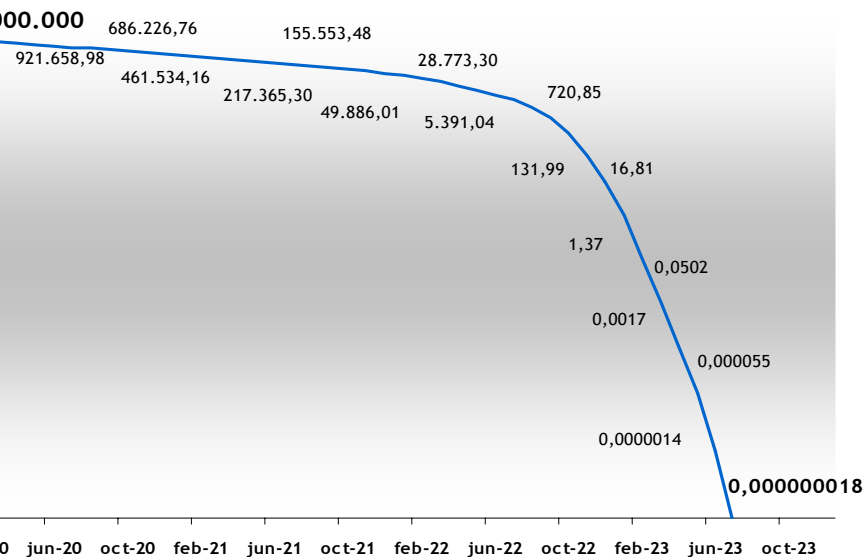
Evolución 2000-2008



Fuente: Bloomberg

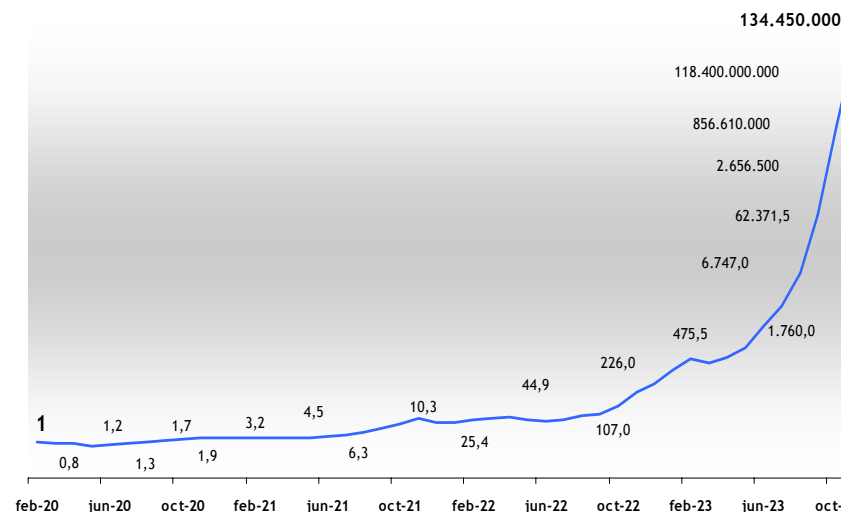
Alemania: Renta Fija Vs Renta Variable (1920-1924)

Pérdida del Poder Adquisitivo del Marco



Índice Bursátil Alemán

MARCOS ALEMANES



Fuente: The Economics of inflation (Costantino Bresciani-Turro)

2. Eficiencia del Mercado

➤ ¿Es eficiente el mercado?

No es posible demostrar completamente su ineficiencia o su eficiencia.

Es posible constatar que hay un tipo de inversor que sistemáticamente obtiene rentabilidades superiores.

➤ ¿Qué características tiene?

- ✓ Invierte a largo plazo.
- ✓ Aplica sistemáticamente el “value investing” (inversión fundamental).
- ✓ Otorga poca relevancia al análisis macroeconómico.
- ✓ Encuentra poco interesante el análisis técnico.
- ✓ No utiliza exageradamente instrumentos derivados.

➤ CONCLUSIÓN: **Intentar aplicar técnicas similares.**

¿Cuál es la corriente de inversión más rentable?

- ✓ La mayoría de los inversores no consiguen batir los índices.
- ✓ Es posible constatar que hay un tipo de inversor que sistemáticamente obtiene rentabilidades superiores:

GESTOR	RENTABILIDAD ANUAL MEDIA	NÚMERO DE AÑOS	RENTABILIDAD ANUAL VS. ÍNDICE
WARREN BUFFETT (Berkshire)	21,10%	43	11,40%
PACIFIC PARTNERS	23,60%	19	15,80%
STAN PERLMETER	19,00%	18	12,00%
SEQUOIA FUND	18,20%	14	9,00%
WALTER SCHLOSS	16,10%	28	8,70%
TWEEDY BROWNE	16,00%	15	8,20%
CHARLES MUNGER	13,70%	14	7,70%
BESTINVER*	18,01%	17	7,19%

13/11/2009 * La rentabilidad corresponde a la cartera de bolsa española

Otros: Peter Lynch (Fidelity Magellan), John Tempelton, John Neff, etc.

Berkshire's corporate performance vs the S&P 500

Year	In Per-Share Book Value of Berkshire (1)	In S&P 500 with Dividends Included (2)	Relative Results (1)-(2)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	-11.7	32.0
1967	11.0	30.9	-19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	-8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	-14.8	19.5
1974	5.5	-26.4	31.9
1975	21.9	37.2	-15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	-7.4	39.3
1978	24.9	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	-13.0
1981	31.4	-5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	-3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	-20.5
2000	6.5	-9.1	15.6
2001	-6.2	-11.9	5.7
2002	10.0	-22.1	32.1
2003	21.0	28.7	-7.7
2004	10.05	10.9	-0.4
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11	5.5	5.5
2008	-9.6	-37.0	27.4
Average Annual Gain - 1965-2008	20.3%	8.9%	11.4%
Overall Gain - 1965-2008	362,319%	4,276%	358,043%

Comparativa de Rentabilidad

BOLSA ESPAÑOLA BESTINVER Vs IGBM

AÑO	B. ESPAÑOLA	IGBM	Rent. Relativa
1993	43,9%	46,7%	-2,8%
1994	5,3%	-11,7%	17,0%
1995	10,3%	12,3%	-2,0%
1996	41,0%	39,0%	2,1%
1997	41,0%	42,2%	-1,2%
1998	29,0%	37,2%	-8,2%
1999	-11,0%	16,2%	-27,2%
2000	13,9%	-12,7%	26,6%
2001	21,2%	-6,4%	27,6%
2002	8,3%	-23,1%	31,4%
2003	38,3%	27,4%	10,9%
2004	30,0%	18,7%	11,3%
2005	27,1%	20,6%	6,5%
2006	37,4%	34,5%	2,9%
2007	4,8%	5,6%	-0,8%
2008	-35,2%	-40,6%	5,4%
13/11/2009	33,3%	27,0%	6,4%
Rentabilidad desde 1993	1523,3%	463,1%	1060,2%
Rentabilidad Anual Media	18,0%	10,8%	7,2%

Las rentabilidades corresponden a BESTINFOND hasta 31/12/1997 y a BESTINVER BOLSA a partir de 01/01/1998.

IGBM = Índice General de la Bolsa de Madrid.

Todas las rentabilidades de Bestinver son netas y están expresadas en €, descontados gastos y comisiones.

Fuente: Bestinver

3. Concepto Básico para una Inversión Fundamental

No confundir valor y precio

➤ **A largo plazo: PRECIO = VALOR**

- ✓ A largo plazo el precio de una acción/bono tiende a igualarse a su valor reflejando sus perspectivas “económicas”.

➤ **A corto plazo: PRECIO ⇕ VALOR**

- ✓ A corto plazo, factores “coyunturales” inciden en el precio de un activo s alterar su capacidad intrínseca para generar valor.

➤ **Conclusión:** Aprovechar las distorsiones a corto plazo para invertir a largo plazo, conservando un margen de seguridad. **PACIENCIA.**

➤ **Clave:** Determinación del **valor** de un activo.

Valor de un activo financiero

➤ ¿Qué es?

- ✓ No es la cotización.
- ✓ No es un artículo decorativo (arte) o cualquiera otra inversión (vivienda) que nos produzcan un bienestar personal.
- ✓ No es el servicio público que ofrece un activo.
- ✓ Es un conjunto de ingresos que nos va a proporcionar un activo a lo largo del tiempo en que lo poseemos.

➤ ¿Cómo se cuantifica?

- ✓ A través del descuento de cash-flow libres.
- ✓ Valor = $[\text{Cash-Flow Libre}_1 / 1+i] + [\text{Cash-Flow Libre}_2 / (1+i)^2] + \dots + [\text{Cash-Flow Libre}_n / (1+i)^n]$.

Cash-Flow Libre = Beneficio Neto+ Amortizaciones-Inversiones necesarias para generar los cash-flows futuros.

i = Tipo de interés alternativo a largo plazo + Prima de Riesgo

¿Cómo encontramos valor?

➤ Marco General

- Escuela Austriaca de Economía: Mises, Hayek, Rothbard, Huerta de Soto.
- El mercado funciona, y como proceso: Nunca esta en equilibrio, con la rentabilidad a largo plazo de los negocios tendiendo al coste de oportunidad del capital invertido.
- Ausencia de patrón oro: Inestabilidad financiera con frecuentes ciclos sobreexpansivos y recesiones.

➤ Características básicas del típico “valor”

BUEN NEGOCIO

- Comprensible
- Ventaja competitiva
- Generador de caja
- Con crecimiento

BUEN EQUIPO GESTOR

- Operando el negocio
- Invirtiendo la caja generada
- Apropiados incentivos
- El accionista es la prioridad

BUEN PRECIO

- Precio < 70% valor
- Descuento de Flujos
- Operaciones Corporativas similares
- Valor de liquidación

SCHINDLER

Capitalización	Valoración	Cotización	Potencia
CHF 8.511	CHF 149,8	CHF 70,7	112%

✓ **NEGOCIO:**

La segunda empresa del mundo dedicada a la fabricación de ascensores y escaleras mecánicas, mercado controlado por 7 compañías

El mantenimiento de los ascensores (obligado por ley) es muy rentable, debido a las economías de escala “regionales”

Schindler terminará el 2010 con cerca del 30% de su capitalización en caja, con un ROCE del 10%

✓ **ACCIONISTAS**

Familia Schindler y familia Bonnard (fundadoras:70%), el resto es free-float.

✓ **EQUIPO GESTOR**

Mejora del margen operativo del 6% al 10% entre 2003 y 2008

✓ **RIESGO**

Que se rompa el oligopolio o que se inicie una guerra de precios por querer crecer

✓ **VALORACIÓN**

Valoramos Schindler en 17.800 M CHF, 150 CHF por acción

¿Y POR QUÉ SCHINDLER ...?

	Capitalización Bursátil	caja neta 2010e	EV 10e	FCF	PER 10e	caja neta 10e / capitalización
Schindler	5.649	1.989	3.660	477	7,7x	-35%
Kone	6.085	573	6.658	406	16,4x	-9%
Zardoya Otis	4.526	60	4.586	191	24,0x	-1%

cifras en millones de euros

CUENTA DE RESULTADOS			
mlls CHF	2008	2009e	2010e
VENTAS	13.512	12.319	13.328
EBITDA	1.047	1.064	1.125
Margen EBITDA%	7,7%	8,6%	8,4%
E. VALUE	7.020	6.229	5.507
FCF	678	678	720
P/FCF	10,4x	9,2x	7,7x
EV/EBITDA	6,7x	5,9x	4,9x

Fuente: Elaboración propia - Bestinver

BESTINVER

C/ Juan de Mena, 8 - 1º
28014 Madrid

Tef.: +34 91.595.91.50

Fax: +34 91.595.91.20

bestinver@bestinver.es

www.bestinver.es

- 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.
- Los reembolsos / traspasos de participaciones con antigüedad inferior al año, están penalizados con una comisión de reembolso.
- Todas las rentabilidades de Bestinver están expresadas en € y en términos netos, descontados gastos y comisiones.
- Fuente ranking nacional e internacional: BESTINVER. Las rentabilidades de los fondos de Bestinver, de los fondos de terceros y de los Índices bursátiles (IGBM, IBEX, S&P 500 y MSCI) están calculadas teniendo en cuenta el valor del día que aparece en la parte inferior de la presente hoja.
- Fuente rentabilidad de Bestinver: BESTINVER.
- Fuente rentabilidad del sector: Bloomberg.
- Fuente PER de los fondos: BESTINVER.
- Fuente PER mercados / gráficos RV Argentina y RF Argentina: Bloomberg.
- Fuente Value Investing reseñables: "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville".
- Fuente Gráfico Evolución desde 1800 diferentes activos: Jeremy Siegel "Stocks for the long run" Irwin Professional.
- Fuente Gráfico principales posiciones Bestinver: BESTINVER.