

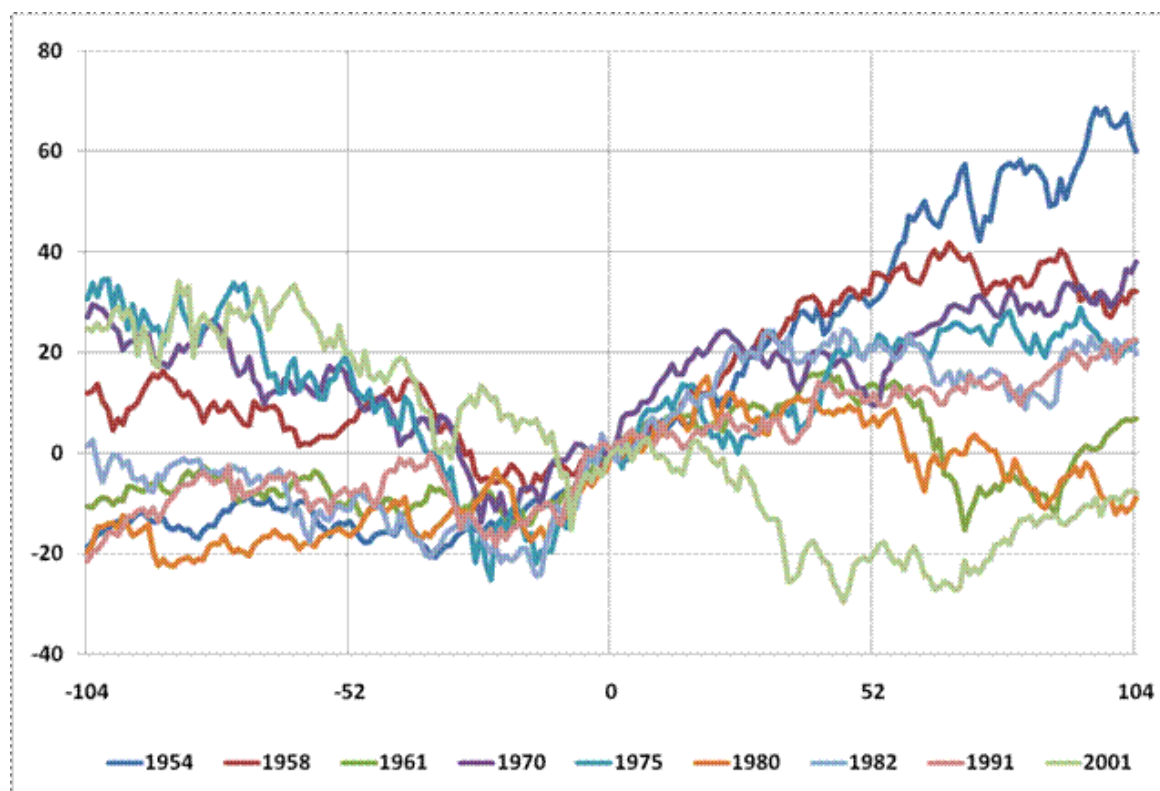
Madrid, 15 de diciembre de 2008

En este preciso momento en que todos los analistas del planeta están revisando a la baja sus estimaciones de resultados para el año que viene, nos gustaría, en base a los ejemplos siguientes, daros nuestro punto de vista al respecto.

Compartimos plenamente el "escenario negro" para la economía mundial en 2009 y probablemente también en 2010: deterioro importante de la economía, recesión, aumento brutal del paro, caída del consumo y de las inversiones, aumento de la morosidad, deflación en muchos sectores,...

Sin embargo, debemos tener muy claro dos ideas fundamentales:

1) **los mercados financieros anticipan la evolución de la economía real** (tanto en la caída como en la recuperación) como lo ilustra el gráfico siguiente que muestra la evolución del S&P500 durante las épocas de recesión en EE.UU. Vemos cómo el S&P500 había empezado ya a caer entre 52 y 104 semanas antes del reconocimiento oficial de la recesión ("punto 0") y se recuperó fuertemente mucho antes del final de la recesión (más o menos al momento en que se reconoció la recesión).



En otras palabras, como acabamos recientemente de reconocer oficialmente la recesión en la mayoría de los países europeos (entre otros datos, con la reunión del G-20), podríamos razonablemente suponer que estamos cerca del famoso "punto 0" y que, por consecuencia, podríamos asistir a una recuperación de las bolsas en 2009 aunque la economía real seguiría deteriorándose al mismo tiempo. ¡Bolsas alcistas y deterioro de la economía es compatible!

2) **Las valoraciones actuales de muchas buenas compañías son exageradamente bajas** (infravaloración exagerada)

El cuadro siguiente muestra tres escenarios para una serie de valores recomendados por CapitalatWork: escenario conservador, escenario pesimista y, finalmente, escenario para la justificación del precio actual de estos valores.

- El escenario conservador para los resultados empresariales de los 3 próximos años (no nos limitamos solamente a 2009 sino a 2009, 2010 y 2011) muestra un potencial de recuperación del orden del 50% o del 60% para estos valores (cuando no es claramente 100% o incluso más).
- El escenario pesimista (caída del 20% de los FCF y del nivel esperado de crecimiento implícito de beneficio durante los 3 próximos años: G1) muestra todavía una clara infravaloración de las compañías del orden del 20% o del 30% (incluso del 58% para Carlsberg por ej.).
- Los precios actuales no se pueden justificar con una bajada del 20% o del 30% de las estimaciones para 2009 (ver última columna) sino con una bajada del 30% o del 40% de los FCF estimados y del G1 para cada año de los 3 próximos años.

Conclusiones: No vamos a entrar en el debate del cortoplacismo, a saber si habrá o no un "rally de fin de año", un "rebote técnico" o el famoso "efecto enero". Las apuestas, la especulación y el corto plazo no han formado parte nunca de la gestión de CapitalatWork y preferimos centrarnos sobre los fundamentos microeconómicos de las compañías que seguimos de cerca y que integran las carteras de nuestros clientes.

No sabemos lo que pasará a corto plazo y los mercados podrían ser todavía más baratos dentro de un mes, dos meses o tres meses pero sí sabemos que muchos precios actuales representan verdaderas oportunidades de inversión para los inversores en búsqueda de buenas compañías (= básicamente, muchos FCF y poca deuda) infravaloradas.

ESCENARIO CONSERVADOR						ESCENARIO PESIMISTA				JUSTIFICACIÓN
Compañías	Return exigido	Fair Value actual	% alza	Crecimiento implícito	Return esperado	Fair Value si FCFs y G1 -20%	% alza	Crecimiento implícito	Return esperado	Caída FCF's y G1 para justificación precio actual
News Corp	12,0%	\$14,2	67,0%	-4,7%	21,9%	\$11,3	33,0%	-1,8%	16,8%	-40,0%
WPP	12,0%	£6.4	67,5%	-6,1%	24,2%	£5.1	33,9%	-2,4%	17,9%	-41,0%
LVMH	10,0%	€66	36,8%	0,4%	13,5%	€49.4	2,4%	1,9%	10,2%	-21,0%
Siemens	10,0%	€98.2	97,5%	-5,8%	20,6%	€77.8	56,5%	-2,5%	16,0%	-49,0%
United Technologies	11,0%	\$74,60	55,4%	-1,7%	16,4%	\$57,50	19,8%	-1,7%	16,4%	-31,0%
Vinci	10,0%	€37.9	22,5%	1,0%	12,2%	€24.2	-21,7%	2,3%	7,9%	-10,0%
E.ON	10,0%	€49.3	83,0%	5,4%	16,1%	€27.95	3,8%	5,8%	10,3%	-21,0%
GDF Suez	10,0%	€52.1	72,5%	5,0%	17,8%	34,05	12,7%	5,4%	11,4%	-25,0%
Lafarge	11,0%	€58.9	25,2%	3,3%	13,2%	€31.2	-33,7%	4,2%	8,1%	-8,0%
Barnes & Noble	11,0%	\$19,0	12,8%	1,2%	12,2%	\$14,8	-12,2%	1,2%	12,2%	-10,0%
Bed Bath & Beyond	10,0%	€29	14,2%	1,7%	11,3%	€22.7	-10,6%	3,3%	9,1%	-12,0%
ArcelorMittal	13,0%	€51.9	100,0%	-7,8%	28,7%	€38.64	48,7%	3,5%	20,3%	-40,0%
Schneider	10,0%	€87.8	62,5%	-1,9%	16,3%	€67.03	24,0%	0,4%	12,4%	-33,0%
Total	9,0%	€69.10	65,7%	0,2%	15,0%	€53.8	29,0%	1,9%	11,6%	-38,0%
Manitou	12,0%	€10.92	21,3%	-0,4%	14,3%	€8.22	-8,7%	1,8%	11,1%	-14,0%
Adidas	10,0%	€34.9	33,0%	2,7%	13,4%	€25.7	-2,3%	2,7%	9,8%	-19,0%
AB-InBev	12,0%	€21.5	46,0%	0,8%	15,6%	€13.4	-8,8%	2,2%	11,3%	-17,0%
Carlsberg	12,0%	DKK430	118,0%	-2,4%	24,4%	DKK315	58,0%	-0,4%	18,1%	-40,0%
Apple	10,0%	\$130,00	33,0%	-3,7%	14,3%	\$109,00	11,2%	-0,4%	11,4%	-30,0%
Comcast	11,0%	\$24,30	54,0%	-0,6%	16,4%	\$18,30	16,6%	1,0%	12,6%	-29,0%
Dassault Systèmes	10,0%	€42.8	36,0%	-0,6%	13,8%	€34.6	9,8%	1,2%	11,1%	-28,0%
Eutelsat	10,0%	€22.5	37,0%	1,2%	13,0%	€16.7	1,8%	2,5%	10,2%	-21,0%
Publicis	12,0%	€28	45,0%	-2,8%	18,3%	€22.1	14,4%	-0,6%	14,0%	-30,0%
Synopsys	11,0%	€24.5	38,9%	-3,8%	16,6%	€20.5	16,5%	-0,3%	16,6%	-35,0%
Grupo Televisa	13,0%	Ps.63.8	45,7%	-0,7%	18,4%	Ps.49.7	13,4%	1,6%	14,6%	-29,0%

Fuente: CapitalatWork

Lucas Monjardín
Director de Inversiones

Aviso legal: La información, opiniones y estimaciones presentadas en este documento reflejan nuestro pensamiento en la fecha actual y son susceptibles de modificación sin previo aviso.

T. +34 91 781 2410
F. +34 91 781 2420
CIF: A83003574
www.capitalatwork.com
info@capitalatwork.es