


Louis Citroen

Analista/Gestor de carteras,
Comgest US Equities Strategy

Justin Streeter

Analista/Gestor de carteras,
Comgest US Equities Strategy

RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE

¿EL «GANADOR SE LO LLEVA TODO» EN EL MERCADO ESTADOUNIDENSE?

En el panorama en constante evolución de la economía estadounidense, el concepto de «el ganador se lo lleva todo» ha sido objeto de un intenso debate. Aunque el número de empresas en EE. UU. ha crecido un 50 % en los últimos 30 años, su crecimiento no ha sido igual. Esto puede apreciarse claramente en los llamados «Siete Magníficos», que dominan el mercado estadounidense y han acaparado muchos de los titulares centrados en la inversión de 2023. Como ilustra el gráfico 1, desde la década de 1930, la participación en la economía estadounidense del 0,1 % de las empresas más grandes ha aumentado hasta aproximadamente el 87 %, frente al 47 %.¹



Los «Siete Magníficos» se refieren a las siguientes empresas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

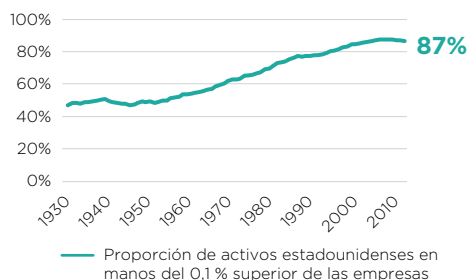
Sin embargo, existen muchas otras empresas dinámicas en el mercado estadounidense y en la estrategia de renta variable estadounidense de Comgest. Para Comgest, una característica clave de la «calidad» de las empresas de nuestra cartera es el crecimiento visible: sus modelos de negocio son sólidos y estables, con ventajas competitivas y reconocimiento de marca. Una forma de determinar si una empresa satisface nuestros rigurosos criterios es a través de nuestra curva en S de crecimiento de calidad, que nos permite ver a las empresas en términos de madurez y riesgo competitivo, que disminuye a medida que una empresa madura. A lo largo de nuestros años de investigación, tres franquicias líderes — Eli Lilly, Microsoft y Cintas — se han mantenido fuertes durante mucho tiempo frente a los nuevos operadores del mercado.

NO TODO EL CRECIMIENTO SE CREA IGUAL

Dentro del mercado estadounidense, algunas empresas experimentan un éxito exponencial y dominan sus sectores, mientras que otras luchan por afianzarse. Factores como la innovación, la adaptabilidad y la dinámica del mercado desempeñan un papel crucial a la hora de determinar la trayectoria de una empresa.

Un ejemplo que demuestra la naturaleza dinámica del crecimiento es el gigante farmacéutico Eli Lilly, que mantenemos desde 2015. Fundada en 1876, la empresa desarrolló la insulina para tratar la diabetes en 1923 y se ha mantenido como una de las principales de la industria farmacéutica gracias a su constante innovación y adaptación a las cambiantes necesidades del mercado o de los pacientes.

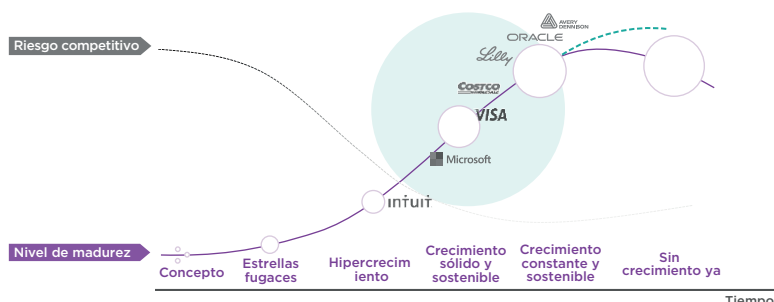
Gráfico 1. Proporción de activos estadounidenses en manos del 0,1 % de las principales empresas



Fuente: Chicago Booth Review, «Rising Corporate Concentration Continues a 100-Year Trend».

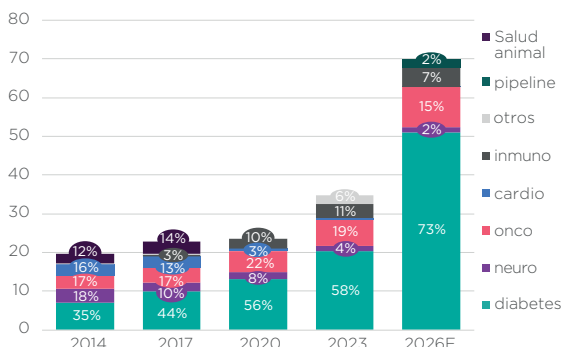
¹ Jacobs, Rose. [Rising Corporate Concentration Continues a 100-Year Trend](#), Chicago Booth Review, 15 de agosto de 2022.

Gráfico 2. La curva en S de crecimiento de la calidad



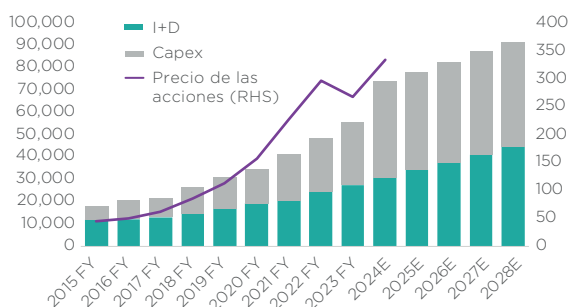
El tamaño de las burbujas corresponde al tamaño de las empresas. Solo a título ilustrativo. Los valores mencionados se facilitan a título meramente informativo, están sujetos a cambios y no constituyen una recomendación de compra o venta de los valores. Es posible que los valores mencionados en este documento no formen parte de la cartera en el momento en que usted reciba esta presentación.

Gráfico 3. Desglose de ingresos (miles de millones de dólares y %)



Fuente: Eli Lilly, Comgest a 31 de diciembre de 2023. Es posible que los valores mencionados en este documento no formen parte de la cartera en el momento en que usted reciba esta presentación. Los valores mencionados se facilitan a título meramente informativo, están sujetos a cambios y no constituyen una recomendación de compra o venta de los valores. Las previsiones, proyecciones u objetivos son meramente indicativos y no están garantizados en modo alguno.

Gráfico 4. Microsoft: La inversión en I+D/Capex ha dado sus frutos



Fuente: Registros de empresas y estimaciones de Comgest. Datos al cierre del ejercicio, salvo que se indique lo contrario. Solo a título ilustrativo. Es posible que los valores mencionados en este documento no formen parte de la cartera en el momento en que usted reciba esta presentación. Los valores mencionados se facilitan a título meramente informativo, están sujetos a cambios y no constituyen una recomendación de compra o venta de los valores. Cualquier previsión, proyección u objetivo que se facilite es meramente indicativo y no está garantizado en modo alguno.

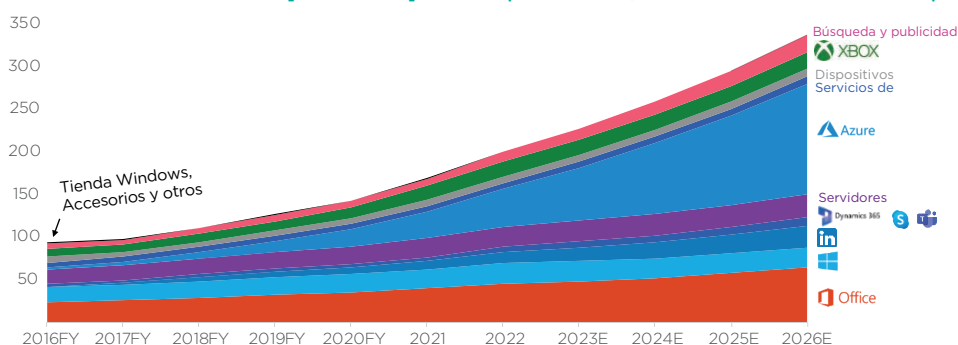
El éxito de la empresa también puede atribuirse a su elevada inversión en investigación y desarrollo, que se traduce en productos farmacéuticos innovadores que abordan una amplia gama de problemas de salud, como ilustra el gráfico 3. Mientras el mundo se enfrenta a una pandemia creciente de obesidad y con un 40% de la población estadounidense afectada, es probable que Eli Lilly se beneficie de su duopolio con Novo Nordisk en el prometedor campo del tratamiento con GLP-1. En noviembre, la FDA aprobó el último fármaco para la obesidad de Eli Lilly, Zepbound, que competirá directamente con Wegovy, la popular marca de Novo Nordisk.²

En el sector tecnológico, Microsoft surgió en 1975 para convertirse en una fuerza dominante proporcionando una amplia gama de soluciones y servicios de software. El éxito de esta empresa con visión de futuro puede atribuirse a sus continuas inversiones en I+D y Capex — que se estima que rondarán los 70 mil millones de dólares cada uno en 2024 — y al reconocimiento de marca con la fidelidad de sus clientes.

Los productos básicos de Microsoft Office y Windows siguen siendo el estándar del sector para ordenadores personales, lo que consolida la posición de la empresa como líder del sector. Según nuestra curva en S, véase el gráfico 2, Microsoft es una empresa madura, razón por la que la mantenemos desde 2009. Lo que hace que Microsoft resulte interesante desde el punto de vista del crecimiento de la calidad, es su capacidad de innovar y adaptarse continuamente para satisfacer las nuevas necesidades de sus clientes y expandirse a sectores tecnológicos adyacentes, como los juegos o los medios sociales, como se ve en el gráfico 5. Microsoft no es una

² <https://www.nytimes.com/2023/11/08/health/fda-tirzepatide-obesity-zepbound-wegovy.html>

Gráfico 5. Microsoft: Ventas por área de producto (2016 – 2026; miles de millones de dólares)



Fuente: Registros de empresas y estimaciones de Comgest. Datos al cierre del ejercicio, salvo que se indique lo contrario. Solo a título ilustrativo. Es posible que los valores mencionados en este documento no formen parte de la cartera en el momento en que usted reciba esta presentación. Los valores mencionados se facilitan a título meramente informativo, están sujetos a cambios y no constituyen una recomendación de compra o venta de los valores. Cualquier previsión, proyección u objetivo que se facilite es meramente indicativo y no está garantizado en modo alguno.

empresa que se duerma en los laureles, y su prometedora historia de crecimiento es particularmente fuerte en la computación en nube (Azure), donde ahora compite con la pionera Amazon en esta área.³ Sigue habiendo una sólida trayectoria de crecimiento, especialmente teniendo en cuenta que un tercio de la población mundial aún no está conectada a Internet.

Cintas es una compañía familiar centenaria, con sede en Cincinnati, cuyos orígenes se remontan al circo, que cerró durante la Gran Depresión. A pesar de su adversidad, los fundadores Doc y Amelia Farmer vieron entonces una oportunidad de ingresos en las toallas viejas desechadas por las fábricas, que luego lavaban y volvían a vender a las empresas. Cintas, que es una posición más reciente en la estrategia, desde entonces ha evolucionado hasta convertirse en el líder estadounidense, con una cuota de mercado del 40% en servicios de alquiler de uniformes, y se ha expandido a diversas áreas, como servicios para instalaciones, primeros auxilios y productos de seguridad.

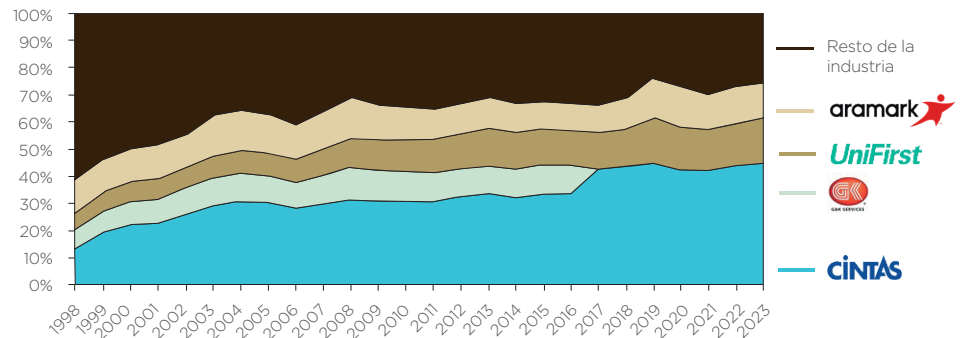


Fuente: Sitio web de Cintas con Doc y Amelia en sus trajes de circo. Doc se autoproclamaba veterinario, adiestrador de animales y artista trapecista. Amelia era la reina del circo.

El éxito de Cintas radica en su escala y en su capacidad para prestar servicios de limpieza más baratos, incluso en comparación con una empresa que internaliza ella misma los costes de limpieza. Al ser la mayor empresa del mercado, cuenta con la red más amplia de servicios de entrega y clientes, lo que le permite generar mejores ingresos y márgenes. Cintas ha construido un sólido modelo de negocio en el que cada instalación funciona como un centro de beneficios independiente, incentivando a los empleados a través de un generoso programa de participación en los beneficios y la propiedad de la empresa. La próspera empresa sigue arrebatando cuota de mercado a sus competidores, como se ilustra en el gráfico 6.

³ <https://www.statista.com/chart/18819/worldwide-market-share-of-leading-cloud-infrastructure-service-providers/>

Gráfico 6. Alquiler de uniformes - Cuota de mercado estimada (Norteamérica)



Fuente: Baird Equity Research, Departamento del Censo de los Estados Unidos y datos de empresas. Nota: la cuota de mercado mundial supone que el mercado canadiense tiene un tamaño del 10 – 15 % del mercado estadounidense.

RESISTIR FRENTE A LOS NUEVOS OPERADORES DEL MERCADO

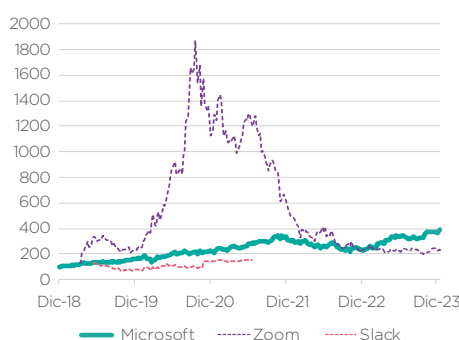
El rasgo distintivo de las empresas del paradigma «el ganador se lo lleva todo» es su capacidad de resistencia frente a los nuevos operadores del mercado. Estos líderes del sector no solo se consolidan como actores dominantes, sino que también crean enormes barreras de entrada para los competidores potenciales. Aunque las estrategias empleadas por estas empresas pueden variar, suelen implicar una combinación de innovación tecnológica, fortaleza de marca y expansión hacia sectores adyacentes.

Como uno de los principales operadores de la industria farmacéutica, Eli Lilly contribuye significativamente a la economía estadounidense y al ecosistema sanitario del país. A pesar de los riesgos de la industria farmacéutica asociados a los cambios normativos y la volatilidad del mercado, creemos que los medicamentos que salvan vidas de Eli Lilly que salvan vidas en las áreas de la diabetes y la obesidad, que afectan ampliamente a la población estadounidense, posiciona a la empresa como una potencia económica y un actor clave para hacer frente a los retos de salud pública.

La influencia de Microsoft en la economía estadounidense es multifacética, ya que sus productos y servicios forman parte integral de diversos sectores, desde la informática personal hasta los servicios en la nube. Con su modelo «como servicio», Microsoft impulsa hoy la productividad de clientes y satisface necesidades que antes no podía atender, desde trabajadores de primera línea hasta pesadas tareas informáticas administrativas.

El crecimiento de Cintas, que ha pasado de ser una pequeña empresa familiar a líder del sector en servicios de alquiler de uniformes, desempeña un papel crucial en el apoyo a otras empresas. Al proporcionar servicios esenciales como el alquiler de uniformes, servicios de instalaciones y productos de seguridad, la empresa contribuye al buen funcionamiento de una amplia gama de sectores.

Gráfico 7. Microsoft frente a Zoom y Slack: Rentabilidad relativa a 5 años.



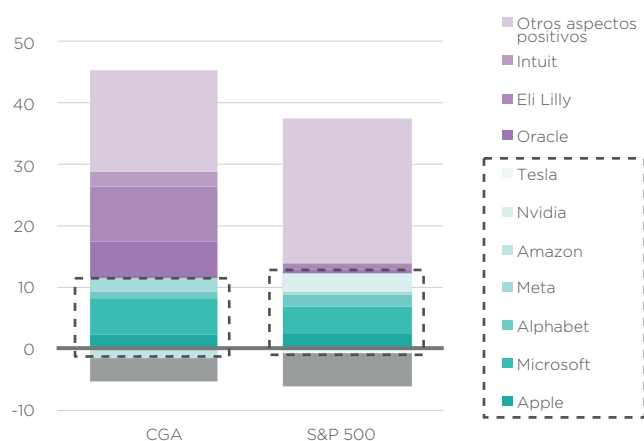
Fuente: Factset, Comgest a 31 de diciembre de 2023. Los valores mencionados se facilitan a título meramente informativo, están sujetos a cambios y no constituyen una recomendación de compra o venta de los valores. Es posible que los valores mencionados en este documento no formen parte de la cartera en el momento en que usted reciba esta presentación.

El modelo de negocio de la empresa ha evolucionado para combinar productos físicos con ofertas de servicios, posicionando mejor sus ventajas competitivas.

CONCLUSIÓN

El concepto de «el ganador se lleva todo» es válido a ciertas empresas que no solo han sobrevivido sino que han prosperado frente a la competencia. Las historias de Eli Lilly, Microsoft y Cintas ponen de relieve la naturaleza multifacética del éxito: una mezcla de innovación, adaptabilidad y visión estratégica.

Gráfico 8. Exposición a los Siete Magníficos: Estrategia de renta variable estadounidense de Comgest frente al S&P 500



Fuente: Datos y análisis financieros de Comgest / FactSet, salvo que se indique lo contrario. Datos a 31 de diciembre de 2023 expresados en USD. El rendimiento pasado no predice rendimiento futuro. Comgest aplica un sistema de contribución de compra y conservación que realiza un análisis basado en las participaciones utilizando las ponderaciones de los valores al principio del periodo y sus rendimientos para calcular las contribuciones. Por lo tanto, los rendimientos no se derivan del rendimiento real de la cartera y pueden no coincidir con el cálculo del rendimiento que se basa en el valor liquidativo. El rendimiento del precio se calcula teniendo en cuenta la fecha de entrada o salida de una acción durante el periodo, si procede.

Aunque empresas como los «Siete Magníficos» dominan sus respectivos sectores, el panorama no está totalmente desprovisto de oportunidades para los nuevos operadores del mercado. La clave está en comprender que no todo el crecimiento se crea igual. El éxito no consiste solo en entrar en el mercado, sino en evolucionar continuamente para satisfacer las necesidades cambiantes de los consumidores.

A medida que los inversores navegan por el mercado bursátil, el rendimiento de empresas como Eli Lilly, Microsoft y Cintas puede proporcionar una valiosa perspectiva. Puede que el ganador se lleve una cuota significativa, pero el mercado en sí sigue siendo un ecosistema dinámico en el que tanto los operadores nuevos como los veteranos pueden dejar su huella con la combinación adecuada de innovación y pensamiento estratégico.

Por este motivo, la cartera de renta variable estadounidense de Comgest invierte en diversos

sectores y en una gama de empresas de pequeña, mediana y gran capitalización que impulsan el crecimiento en la economía estadounidense. Como se observa en el gráfico 8, a lo largo de tres años, el rendimiento de los Siete Magníficos apenas supone una cuarta parte del nuestro debido a nuestra diversificación. Históricamente, es esta diversidad la que nos ha ayudado a reducir la volatilidad y a ser resilientes en un entorno de mercado volátil.

PRINCIPALES RIESGOS

- Invertir conlleva riesgos que incluyen la posible pérdida del capital.
- El valor de todas las inversiones y los ingresos derivados de estas pueden disminuir o aumentar.
- Las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden tener un impacto negativo sobre el valor de su inversión y sobre el nivel de ingresos recibidos.
- Las carteras Comgest invierten en un número limitado de valores y, por tanto, pueden entrañar riesgos más elevados que las que poseen una gama muy amplia de inversiones.

**Louis Citroën**

Analista/Gestor de carteras,
Comgest US Equities Strategy

Louis Citroën se incorporó a Comgest en 2019 y es analista y gestor de carteras especializado en renta variable estadounidense. Louis codirige la gestión de la estrategia de renta variable estadounidense y contribuye en gran medida a la generación de ideas, estudiando a empresas estadounidenses de una amplia gama de sectores. Antes de incorporarse a Comgest, fue analista de renta variable en Arete Research (Londres) durante cinco años, donde cubrió los sectores de telecomunicaciones y medios de comunicación. Louis trabajó anteriormente desde 2011 como analista de renta variable de pequeña capitalización en Financière de l'Echiquier y comenzó su carrera en 2009 como consultor de gestión en Oliver Wyman en París. Posee un Máster en Gestión por la ESCP Business School (Francia, Reino Unido, Alemania) y es analista financiero certificado CFA®.

**Justin Streeter**

Analista/Gestor de carteras,
Comgest US Equities Strategy

Justin Streeter se incorporó a Comgest en 2015 y es analista y gestor de carteras especializado en renta variable estadounidense. Justin codirige la gestión de la estrategia de renta variable estadounidense y contribuye en gran medida a la generación de ideas, estudiando a empresas estadounidenses en de una amplia gama de sectores. Anteriormente trabajó en J. P. Morgan en San Francisco en 2013 como analista de M&A Healthcare y, antes, en la oficina de J. P. Morgan en Londres en un puesto similar. Justin comenzó su carrera en Macquarie Capital Partners (Londres) y Société Générale (París). Justin se graduó en Gestión y Finanzas Corporativas por la Emlyon Business School (Francia). También es analista financiero certificado CFA®.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento ha sido elaborado únicamente para inversores profesionales/cualificados y solo debe ser utilizado por estos inversores.

Este documento no representa un asesoramiento en materia de inversión

Este comentario es meramente informativo y no representa un asesoramiento de inversión. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de un valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias, la situación fiscal o el horizonte de inversión específicos de ningún inversor. Está incompleto sin el informe oral de los representantes de Comgest.

Este documento no es una recomendación de inversión

Ninguna conversación con respecto a empresas concretas debe considerarse una recomendación para comprar o vender un valor o inversión concretos. Las empresas mencionadas no representan todas las inversiones pasadas. No debe darse por sentado que ninguna de las inversiones mencionadas fue o será rentable, ni que las recomendaciones o decisiones que se adopten en el futuro vayan a ser rentables.

Comgest no ofrece asesoramiento fiscal o jurídico a sus clientes y se insta encarecidamente a todos los inversores a consultar a sus propios asesores fiscales o jurídicos para cualquier posible inversión.

Esto no es un análisis de inversión

La información que contiene este comunicado no es un «análisis de inversión» y entra dentro de la categoría de «comunicación de marketing» en términos de la MiFID II. Esto significa que este comunicado de marketing (a) no ha sido elaborado respetando los requisitos legales diseñados para promover la independencia de los estudios de inversión, y (b) no está sujeta a ninguna prohibición de negociación previa a la difusión de los estudios de inversión.

Exención de responsabilidad respecto al rendimiento

El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Las declaraciones, datos o previsiones de carácter prospectivo pueden no cumplirse.

Descargo de responsabilidad de marcas comerciales e índices

Los nombres de productos, nombres de empresas y logotipos mencionados en este documento son marcas comerciales o marcas comerciales registradas de sus respectivos propietarios.

S&P Dow Jones Indices LLC («SPDJI»). S&P es una marca registrada de S&P Global («S&P»); Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»). SPDJI ha concedido licencias para el uso de estas marcas comerciales y Comgest ha concedido sublicencias para determinados fines. El fondo de Comgest no está patrocinado, avalado, vendido ni promocionado por SPDJI, Dow Jones y S&P, sus respectivas filiales, y ninguna de dichas partes hace declaración alguna sobre la conveniencia de invertir en el fondo ni tiene responsabilidad alguna por los errores, omisiones o interrupciones del índice.

Los datos de MSCI solo pueden utilizarse para su uso interno, no pueden reproducirse ni redifundirse en ninguna forma ni podrán utilizarse como base para un componente de cualquier instrumento financiero, productos o índices. Ninguna de las informaciones de MSCI tiene por objeto constituir un asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) cualquier tipo de decisión de inversión y no puede invocarse como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como una indicación o garantía de ningún análisis, previsión o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se facilita «tal cual» y el usuario de esta información asume todo el riesgo derivado del uso que haga de ella.

MSCI, cada una de sus filiales y cualquier otra persona involucrada o relacionada con la compilación, computación o creación de cualquier información de MSCI (colectivamente, las «Partes de MSCI») renuncian expresamente a todas las garantías (entre otras, cualquier garantía de originalidad, precisión, integridad, puntualidad, inexistencia de infracción, comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado) con respecto a esta información. Sin perjuicio de lo anterior, ninguna de las Partes de MSCI será responsable en ningún caso de ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (entre otros, el lucro cesante) o de cualquier otro tipo. (www.msccibarra.com).

La información facilitada puede cambiar sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones constituyen nuestro criterio a la fecha de este comentario y podrían cambiar sin previo aviso. Es posible que no mantengamos las posiciones de la cartera a las que se hace referencia en el presente documento en el momento en que reciba esta publicación. Además, estas posiciones pueden cambiar sin previo aviso.

Restricciones de uso de la información

Este comentario y la información que contiene no podrán reproducirse (en su totalidad o en parte), volverse a publicar, distribuirse, transmitirse, exhibirse ni utilizarse de ninguna manera por terceros sin el consentimiento previo por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Parte de la información que figura en este comentario se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero no se puede garantizar su exactitud. Comgest no asume ninguna responsabilidad en lo que a la exactitud o integridad de la información se refiere.

Aviso legal

Comgest S.A es una sociedad de gestión de carteras regulada por la Autoridad Francesa de los Mercados Financieros, y tiene su domicilio social en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una sociedad de inversión regulada por el Banco Central de Irlanda y registrada como Asesoría en materia de Inversiones en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos. Su domicilio social se encuentra en el 46 St. Stephen's Green, Dublín 2 (Irlanda).

Comgest Italia es la sucursal italiana de Comgest Asset Management International Limited y está inscrita en el Registro Mercantil de Milán con el número MI- 2587566 y en el registro de la Comisión Italiana de Sociedades y Bolsa (CONSOB, por sus siglas en italiano) con el número 191. Su domicilio social se encuentra en Vía Del Vecchio Politecnico 9, 20121, Milán (Italia).

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong.

Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón (registrada en la Oficina Local de Finanzas de Kanto, n.º Kinsho1696).

Comgest US L.L.C está registrada como Asesoría en materia de Inversiones en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos. Comgest Singapore Pte Ltd, es una Sociedad de Gestión de Fondos Autorizada y Asesoría Financiera Exenta (para Inversores Institucionales y Acreditados) regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur.

Los profesionales de la inversión enumerados en este documento son empleados de Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Solo para Reino Unido:

Este comentario no ha sido distribuido por una persona autorizada en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del año 2000 (FSMA, por sus siglas en inglés) ni ha sido aprobado a efectos del artículo 21 de la FSMA. Este comentario va dirigido únicamente a personas que sean profesionales de la inversión con arreglo al artículo 19, apartado 5, de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del año 2000 (Promociones Financieras), Orden de 2005 (FPO). Las Inversiones solamente están disponibles para profesionales de la inversión, y cualquier invitación, oferta o acuerdo de compra se realizará únicamente con profesionales de la inversión. Cualquier persona que no sea un profesional de la inversión no debe basarse en este comentario ni en ninguno de sus contenidos, ni debe actuar sobre él. Las personas que se encuentren en posesión de este documento deberán informarse de las correspondientes restricciones. Ninguna parte de este comentario debe publicarse, distribuirse o ponerse a disposición de cualquier otra persona en su totalidad o en parte.

Solo para Hong Kong:

Este anuncio no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong.

Solo para Singapur:

Este anuncio no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

Solo para Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros en virtud de la legislación de Hong Kong, que difiere de la australiana. Comgest Far East Limited está exenta del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley de Sociedades Australianas con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no va dirigido a «inversores minoristas» (tal y como se define en la Ley de Sociedades Australianas), ni debe ser utilizado por estos.

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur en virtud de la legislación de Singapur, que difiere de la australiana. Comgest Singapore Pte. Ltd. está exenta del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley de Sociedades Australianas con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no va dirigido a «inversores minoristas» (tal y como se define en la Ley de Sociedades Australianas), ni debe ser utilizado por estos.

comgest.com**ÁMSTERDAM
BOSTON
BRUSELAS
DUBLÍN
DÜSSELDORF****HONG KONG
LONDRES
MILÁN
PARÍS
SINGAPUR****SÍDNEY
TOKIO
VIENA**