



Lierde SICAV

Fecha: 30/11/2014
Valor liquidativo: 77,11

OBJETIVO Y ESTRATEGIA DE LA INVERSIÓN

El objetivo de la SICAV es la generación de retorno positivo en el largo plazo a través de la inversión en renta variable con foco en Europa.

Las decisiones de inversión están basadas en el análisis fundamental, analizando el Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE) de las compañías y su sostenibilidad en el tiempo.

DATOS DE RIESGO

DESDE INICIO LIERDE STOXX 600

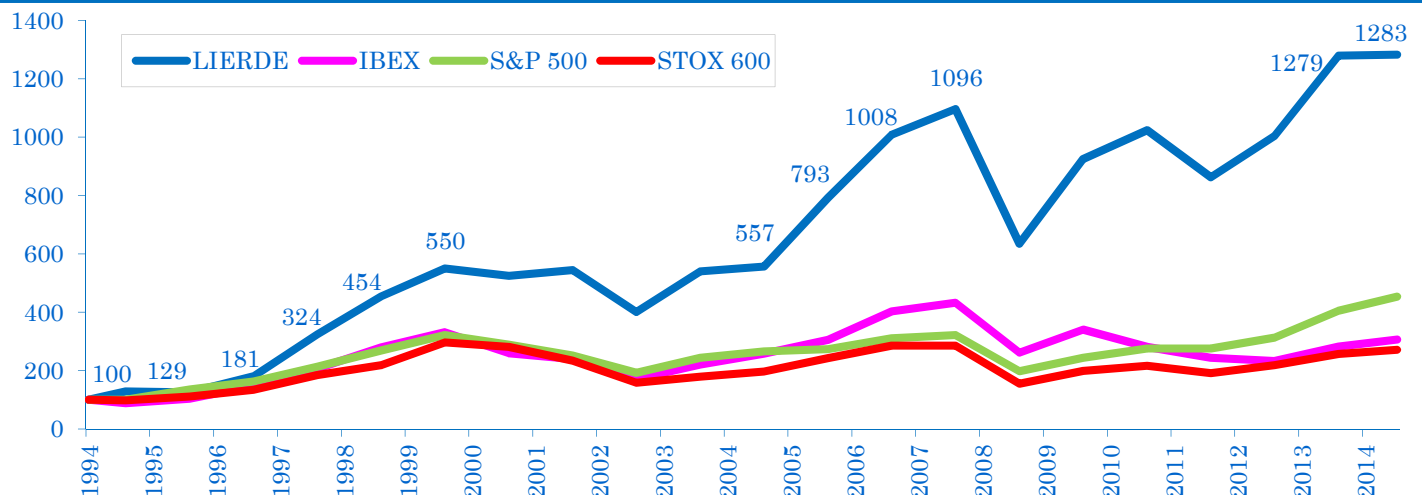
Alfa anual	5,72	
Beta	0,80	
Ratio Sharpe	0,88	0,32
Volatilidad	18%	20%

RENTABILIDADES HISTÓRICAS

AÑO	LIERDE	STOXX 600	Relativo
1994	28,55%	-2,12%	30,67%
1995	-2,67%	13,30%	-15,97%
1996	44,30%	20,90%	23,39%
1997	79,50%	37,64%	41,86%
1998	40,22%	18,41%	21,81%
1999	20,98%	35,92%	-14,94%
2000	-4,56%	-5,19%	0,63%
2001	3,68%	-16,97%	20,65%
2002	-26,26%	-32,47%	6,21%
2003	34,50%	13,68%	20,82%
2004	3,24%	9,51%	-6,27%
2005	42,28%	23,46%	18,81%
2006	27,22%	17,81%	9,40%
2007	8,75%	-0,17%	8,92%
2008	-42,13%	-45,60%	3,47%
2009	45,72%	27,99%	17,73%
2010	10,72%	8,63%	2,09%
2011	-15,76%	-11,34%	-4,42%
2012	16,44%	14,37%	2,07%
2013	27,39%	17,37%	10,02%
2014	0,30%	5,79%	-5,49%
Acumulada	1183,05%	171,78%	1011,27%
Media*	17,11%	7,26%	9,85%

* Hasta 2013

RENTABILIDAD ACUMULADA (base 100)





Augustus Capital

Augustus Capital

Lierde SICAV

Fecha: 30/11/2014
Valor liquidativo: 77,11

COMENTARIO DE LOS GESTORES

Durante el mes de noviembre Lierde ha subido un +2.29% frente a un +3.10% el índice Stoxx 600, un +4.42% el Eurostoxx50 y un +2.45% el S&P500. En el año Lierde acumula una rentabilidad del +0.30% frente al +5.79% del Stoxx 600, +4.57% del Eurostoxx50 y +11.86% del S&P500. El valor liquidativo de Lierde se sitúa a cierre de mes en 77.11 euros. La liquidez de la cartera a final de noviembre era del 5.4% y la beta del 0.82. La volatilidad de la Sicav en los últimos doce meses es 10.6%, la cual sigue siendo notoriamente inferior al 12.5% del Stoxx 600, 15.9% del Eurostoxx 50 o 17.5% del Ibx 35.

Respecto al mercado, destacar las actuaciones de los Bancos Centrales en China y Europa. Este mes se producía la primera bajada de tipos de interés en China en más de dos años. En Europa, el ECB bajaba las estimaciones de GDP e inflación para el período 2014-2016, y aunque no matizaba el cuándo, sí que confirmaba que en 2015 habrá QE. En cualquier caso, lo más relevante es que en ambos casos se ha tomado definitivamente conciencia de la situación y el crecimiento pasa a ser prioritario. Este escenario va a ser positivo para la economía europea, y especialmente para las bolsas como se ha visto en las zonas que previamente han aplicado este tipo de estímulos (USA, UK y Japón).

A estas alturas del año, se puede decir que 2014 está siendo un año muy negativo para la gestión activa basada en la selección de compañías con un enfoque de valor. El mejor comportamiento de los fondos pasivos está siendo tan elevado, que hasta es noticia en los principales medios de comunicación financieros. Por ejemplo, el periódico norteamericano *Barrons* se hace eco en su última edición, estableciendo en menos de un 15% el porcentaje de gestores activos que batan a los índices en el año. Hemos comentado durante todo el año cómo la búsqueda de *yield* en un entorno de tipos de interés extremadamente bajos, débil crecimiento económico y elevado miedo a una nueva recesión en Europa ha sido el *driver* principal de las bolsas en 2014. Esta situación es relevante para entender no sólo el comportamiento de Lierde en el año, sino por qué estamos más positivos para 2015 que a principios de 2014. En los últimos 20 años, además de 2014, hay dos períodos (1999-2000 y 2008-2009) en los que un único *driver* de mercado ha sido tan relevante que ha dejado fuera de juego los fundamentales propios de cada compañía. En el primero de ellos, 1999-2000, estábamos al principio de una nueva era y sólo tenían valor los negocios TMT y en el segundo, 2008-2009, venía el fin del mundo y prácticamente ninguna compañía tenía valor. Estos episodios acostumbra a finalizar con el mismo corolario: *"This time is different"*. La experiencia demuestra que tal proposición nunca se ha cumplido hasta la fecha, pero sí que estas situaciones son necesarias para que se produzcan importantes desajustes entre "precio" y "valor". Lierde obtuvo rendimientos discretos frente a los índices en ambos períodos, pero los diferenciales de rentabilidad en los años posteriores fueron muy elevados. Es decir, estas fases son duras, pero es inevitable sufrirlas para obtener retornos superiores a la media en el largo plazo.

En cualquier caso, lo relevante es explicar adecuadamente por qué pensamos que *"this time is NOT different"* y el potencial de Lierde a medio plazo es muy atractivo. Básicamente, porque el análisis individual tanto del pasado como del futuro de las compañías nos da un nivel de confianza en nuestras previsiones que difícilmente se puede tener al invertir en un índice de 600 o 500 compañías (Stoxx600 en Europa y S&P500 en USA). Si tomamos como referencia las estimaciones de consenso, el índice Stoxx600 está cotizando en torno a 14.3 veces el beneficio estimado para 2015 frente a unas 14 de media de la cartera de Lierde. Hasta aquí prácticamente igual, pero ¿qué pasa si miramos de dónde venimos y a dónde vamos?



COMENTARIO DE LOS GESTORES (continuación)

1. El beneficio del índice Stoxx600 sigue siendo en 2014 un 10% inferior al pico de 2007. En el mismo período la cartera actual de Lierde ha incrementado su beneficio por acción un 65%, y a pesar de ello cotiza a un P/E ligeramente inferior al del índice.

Conclusión: la calidad histórica de las compañías en cartera es muy superior dada su extraordinaria capacidad de generar valor mientras que el índice todavía no ha recuperado niveles previos a la crisis después de 7 años.

2. El consenso estima que el beneficio del índice Stoxx600 crecerá en 2015 en torno a un 11.5%. La media de la cartera de Lierde en base al mismo consenso es del 15% (nuestras estimaciones son, incluso, algo más optimistas en algunos valores). Asimismo, el ROE medio estimado de Lierde es de un 17% frente a un 11.2% del índice, con un nivel de apalancamiento financiero muy inferior.

Conclusión: la calidad futura de la cartera de Lierde es muy superior ya que ofrece un Retorno sobre el Capital Empleado medio más elevado y sostenible en el tiempo.

Por otro lado, tras la publicación de resultados del tercer trimestre, estamos satisfechos con la evolución general de nuestras compañías en cartera. Parece que el miedo del mercado a una desaceleración en 2015 no ha sido tal en las cuentas de las compañías y que la divisa, un factor muy negativo en 2014, empieza a sumar desde el cuarto trimestre y debería ser muy positiva para las compañías exportadoras en 2015. En cuanto a valores concretos de la cartera, hemos vendido la posición en **Kingfisher** y hemos incorporado **IAG** y **Vinci**.

- **Kingfisher** nos sigue pareciendo una historia interesante a medio plazo, pero el nivel de riesgo implícito ha subido considerablemente para el mismo retorno esperado. B&Q -su negocio principal en UK- sufre un exceso de capacidad que corre el riesgo de ser estructural. Hemos visto que ha pasado con una situación similar en Tesco y no nos parecía razonable asumir ese riesgo.
- Por otra parte, llevamos tiempo mirando compañías con exposición al sector de infraestructuras en Europa ya que estamos convencidos de que su crecimiento va a ser superior al PIB los próximos años. Los principales motivos son: 1. es un sector que genera gran cantidad de empleo, 2. es un sector que permite realizar transferencias de capital de la Europa core a la periferia y 3. son inversiones que mejoran la competitividad de la economía. A lo anterior hay que añadir que este mes Juncker, presidente de la Comisión Europea, anunciaba un plan de infraestructuras con un potencial de unos 300.000 millones de euros, lo que equivale a un 0.8% del PIB anual de la Eurozona durante tres años. En este contexto, la compañía francesa **Vinci** se une a las posiciones que ya teníamos en **Arcadis** y **RPS Group**, siendo previsible que incorporemos nuevas inversiones en el sector en los próximos meses. **Vinci** es un mix de constructora y concesionaria con un *track record* envidiable en su gestión.
- **IAG** se ha incorporado a la cartera dado el potencial que ofrecen las mejoras operativas en la antigua Iberia. Además, en un negocio muy competitivo y con escasas barreras a la entrada, la posición de **IAG** es claramente diferencial: sus dos *hubs* principales (Terminal 4 de Barajas y Heathrow) le permiten liderar los vuelos entre América y Europa. En cambio, su presencia es muy reducida hacia el Este, donde están presentes las aerolíneas asiáticas. Por último, en Europa, Vueling es una alternativa eficiente frente a las compañías de bajo coste.



Augustus Capital

Αὐγούστος Κεφάλαια

Lierde SICAV

Fecha: 30/11/2014
Valor liquidativo: 77,11

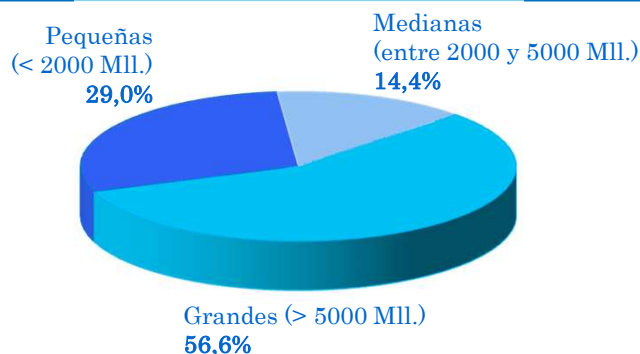
PRINCIPALES POSICIONES, TOP 10

ADVEO GROUP	2,8%
ASSOCIATED BRITISH FOODS	2,8%
HEXAGON	2,6%
CONTINENTAL	2,3%
SCHINDLER HOLDING	2,3%
ARYZTA	2,3%
DANONE	2,3%
ARCADIS	2,3%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL	2,3%
NORBERT DENTRESSANGLE	2,3%
TOTAL TOP 10	24,3%

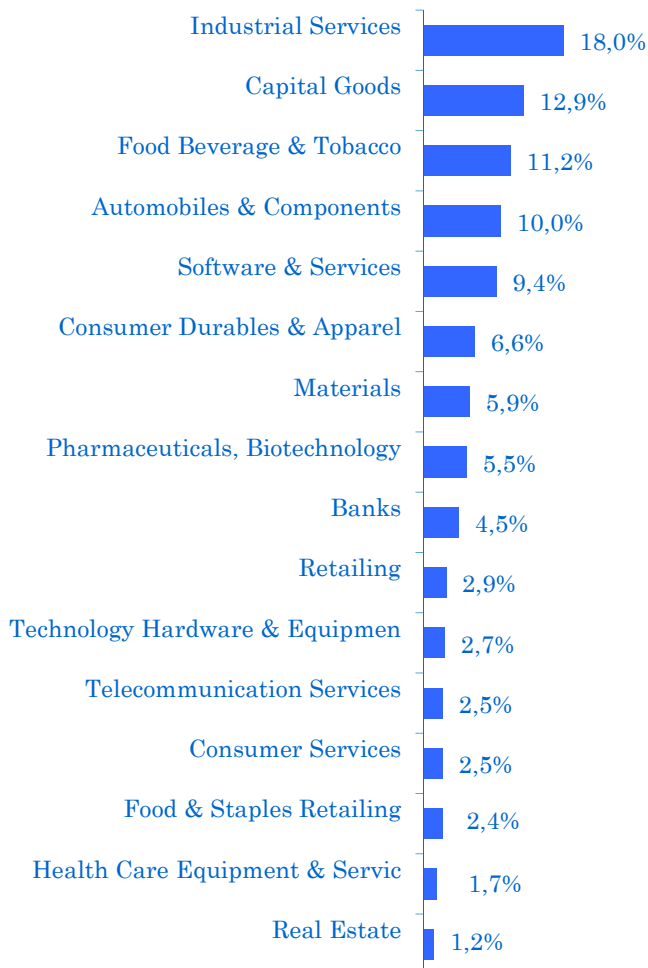
DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

Renta Variable	94,6%
Liquidez	5,4%

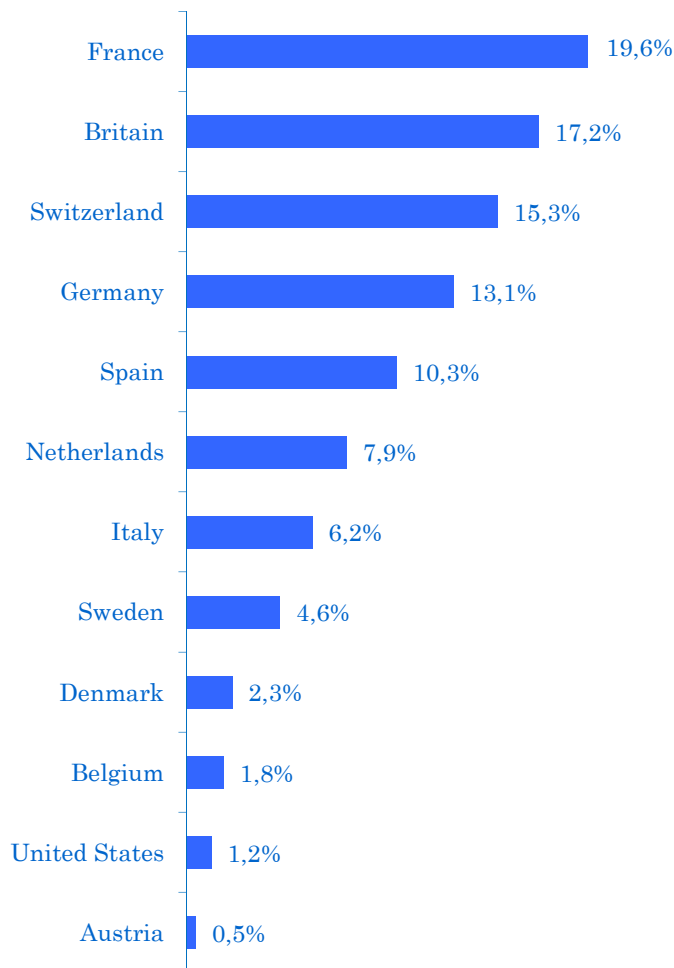
DISTRIBUCIÓN SEGÚN CAPITALIZACIÓN



EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





Augustus Capital

Augustus Capital

Lierde SICAV

Fecha: 30/11/2014
Valor liquidativo: 77,11

INFORMACIÓN GENERAL SOBRE LIERDE SICAV

Fecha lanzamiento	01/01/1994
Patrimonio *	EUR 101,76 Mn
Nº registro CNMV	2467
Liquidez	Diaria. Liquidación en d + 2
Comisiones	Gestión 1,40% anual. Depositario 0,125% anual
Gestora	Mercados y Gestión de Valores / Banco Sabadell Urquijo
Depositario	Banco Sabadell Urquijo
Administrador	Banco Sabadell Urquijo
Auditor	Deloitte
Divisa	EUR
Código ISIN	ES0158457038
Ticker de Bloomberg	LIE SM Equity

*Actualizado a 30/11/2014

DISCLAIMER

Este documento es informativo y no constituye una recomendación o invitación a invertir en los productos mencionados en el mismo. Los documentos y opiniones son válidos en el momento de su redacción, pudiendo ser modificados en cualquier instante y sin preaviso. La información contenida se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero sin que ello constituya un compromiso. Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.