



## Lierde SICAV

Fecha: 30/09/2014  
Valor liquidativo: 76,27

### 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

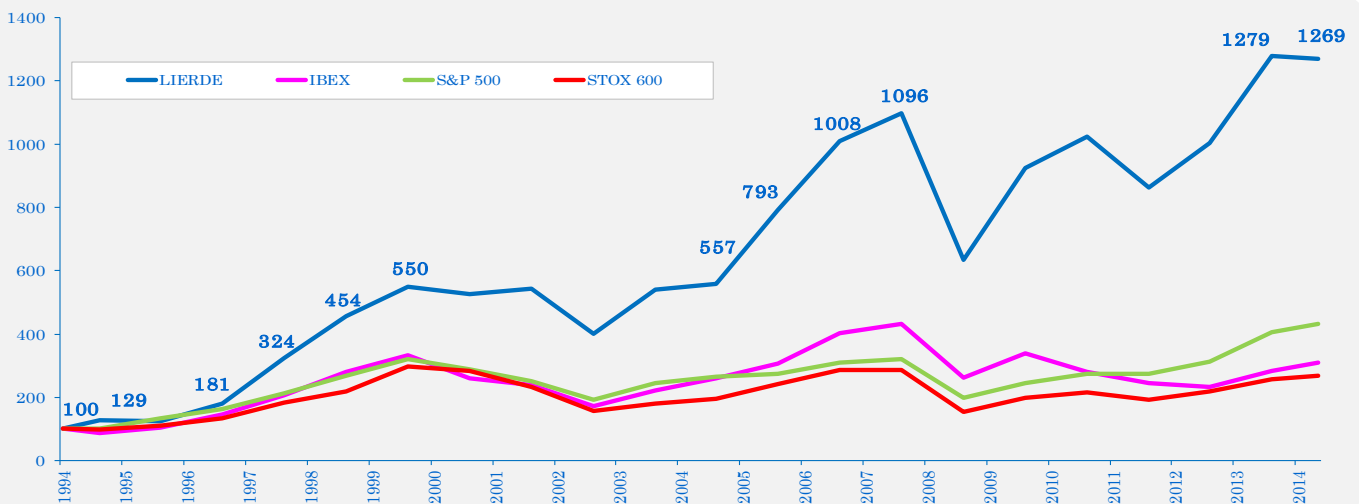
DATOS DE RIESGO		
DESDE INICIO	LIERDE	STOXX 600
Alfa anual	5,72	
Beta	0,80	
Ratio Sharpe	0,88	0,32
Volatilidad	18%	20%

### 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	-0,80%	4,51%	-5,32%
<b>Acumulada</b>	<b>1169,03%</b>	<b>168,51%</b>	<b>1000,51%</b>
<b>Media*</b>	<b>17,11%</b>	<b>7,26%</b>	<b>9,85%</b>

\* Hasta 2013

### RENTABILIDAD ACUMULADA





## COMENTARIO DE LOS GESTORES

Durante el mes de septiembre Lierde ha retrocedido un -1.53% frente a un +0.32% el índice Stoxx 600, un +1.68% el Eurostoxx 50, y un -1.55 el S&P 500. En el año Lierde acumula una rentabilidad del -0.80% frente al +4.51% del Stoxx 600, +3.76% del Eurostoxx 50 y +6.70% del S&P 500. El valor liquidativo de Lierde se sitúa a cierre de mes en 76.27 euros. La liquidez de la cartera a final de mes era del 11.8% y la beta del 0.74. Es destacable que, a pesar de un repunte superior al 1% en la volatilidad de los índices europeos durante el mes, Lierde se mantiene en un 9.3% frente al 10.9% del Stoxx 600, 14.1% del Eurostoxx 50 y 15.6% del Ibex 35.

La búsqueda desesperada de *yield* en un entorno de fuerte bajada de los tipos de interés en Europa (especialmente en la periferia), está siendo el principal *driver* de los mercados en 2014. Este escenario nos ha perjudicado en el año, aunque es irrelevante a medio plazo para nuestra filosofía de inversión. De forma resumida: los valores más sensibles a la evolución de los tipos de interés o “*bond proxies*” (compañías con deuda elevada, negocios regulados, financieras, etc.) son los que están liderando las subidas de los índices. La pregunta clave es: ¿estamos ante una nueva tendencia estructural de creación de valor o es un fenómeno que afecta de forma puntual a la valoración? Es cierto que el menor coste de financiación ha permitido al grupo “*bond proxies*” mejorar su beneficio neto de 2014 (y por tanto su ROE), a la vez que bajaba su coste de capital por un menor coste de la deuda. El problema es que esta situación no es sostenible a largo plazo (la reversión a la media de esta laxa situación financiera tendrá el efecto contrario en las valoraciones), aunque a corto plazo tenga un efecto muy positivo en las cotizaciones (precio). En cualquier caso, lo realmente importante es que el Retorno sobre el Capital Empleado de dichas compañías no ha cambiado, por lo que el crecimiento de sus beneficios (valor) no ha mejorado tras el “*one-off*” de 2014.

En este escenario, el valor liquidativo de Lierde apenas ha cambiado en el año (-0.80%). Es decir, o bien los valores en cartera han reducido de forma generalizada su generación de valor a largo plazo, o el *gap* entre “precio” y “valor” se ha ampliado considerablemente. El porcentaje de errores en el año se mantiene en la media histórica, por lo que sólo nos queda analizar la generación de valor en el año. Para ello, hemos realizado un estudio pormenorizado de los valores en cartera con datos de consenso para que el análisis fuera lo más objetivo posible. Básicamente hemos seguido fielmente la doctrina de Warren Buffet: analizar el incremento de *book value* por acción más dividendo pagado en *cash* de todo el portfolio y su sostenibilidad a medio plazo (cambios en el nivel de ROE).

	Generación de valor 2014 <sup>(1)</sup>	ROE 2013	ROE 2014	DEUDA 2013 <sup>(2)</sup>	DEUDA 2013 <sup>(2)</sup>	P/E 2015
LIERDE	14,32%	17,89%	17,76%	0,85x	0,78x	13,40%
STOXX 600	9,54%	8,97%	11,47%	4,88x	4,77x	13,25%
EUROSTOXX 50	6,81%	6,61%	10,19%	7,78x	8,04x	12,60%
IBEX 35	3,99%	6,97%	8,65%	7,02x	7,20x	14,13%
S&P 500	7,71%	15,08%	15,52%	1,62x	1,50x	14,70%

(1) Incremento de *Book Value* por acción + dividendo pagado en *cash*

(2) Deuda neta / EBITDA



Augustus Capital

Augustus Capital

# Lierde SICAV

Fecha: 30/09/2014  
Valor liquidativo: 76,27

## COMENTARIO DE LOS GESTORES (continuación)

La tabla anterior confirma la excelente generación de valor de la cartera de Lierde en 2014 (+14.32%) y la estabilidad del ROE medio. Asimismo, es destacable el reducido nivel de deuda de la cartera (más del 25% de las compañías tienen caja neta); la cual, incluso, ha disminuido en 2014 (justificando el ligero descenso del ROE). Los índices europeos destacan por su elevado apalancamiento debido al peso de los sectores financieros y negocios regulados (*bond proxies*) en los índices. La bajada de los costes financieros les ha permitido mejorar el retorno a un nivel próximo a su coste de capital (en el caso del Ibex-35 todavía es inferior) pero notoriamente inferior al de Lierde. Finalmente, la bolsa americana destaca por su elevado ROE frente a la europea aunque, pagando casi 15 veces beneficios del 2015, está más que descontado.

En definitiva, la cartera de Lierde en 2014 habrá generado más de un 14% de valor, que se mantiene en línea con la T.A.E. obtenida durante los últimos 20 años. En el corto plazo es normal que se produzcan desajustes entre “precio” y “valor”, pero en el largo plazo las cotizaciones siempre son un fiel reflejo del valor generado a lo largo de los años.

Respecto a la cartera, no se han producido cambios relevantes. Hemos vendido la posición en **BMW** tras su buen comportamiento, ya que dentro del sector vemos más valor en los fabricantes de componentes (**Continental, Michelin, Valeo y CIE Automotive**). También hemos liquidado nuestra posición en **Premier Farnell** ante la amenaza que supone internet (Amazon,...) para su modelo de negocio. Finalmente, hemos incorporado la compañía holandesa **Aalberts**, industrial de nicho de máxima calidad, tras la reciente corrección del valor.



Augustus Capital

Augustus Capital

# Lierde SICAV

Fecha: 30/09/2014  
Valor liquidativo: 76,27

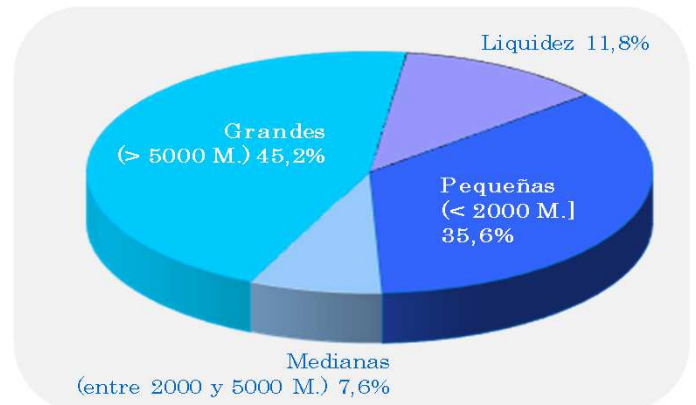
## PRINCIPALES POSICIONES

TOP 10 HOLDINGS	
ADVEO GROUP	3,1%
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	2,9%
ECONOCOM GROUP	2,6%
ARCADIS NV	2,5%
NORBERT DENTRESSANGLE	2,5%
HEXAGON AB	2,4%
REPLY SPA	2,4%
ENGINEERING SPA	2,3%
CONTINENTAL AG	2,2%
CARLSBERG AS	2,2%
<b>TOTAL TOP 10</b>	<b>25,2%</b>

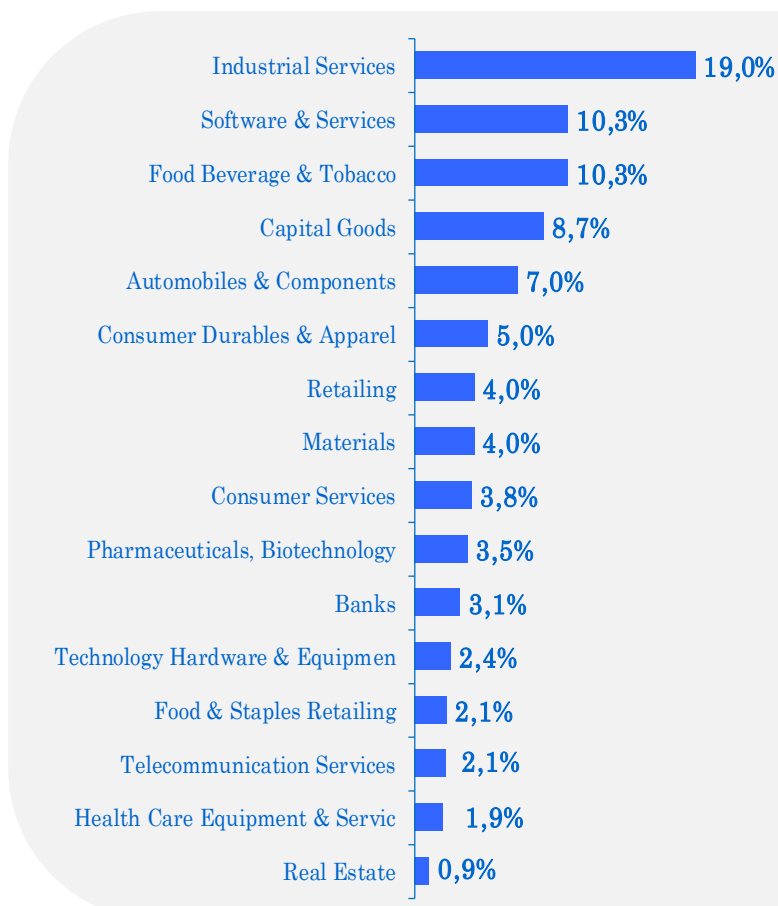
## DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

ACTIVOS	
Renta Variable	88,2%
Liquidez	11,8%

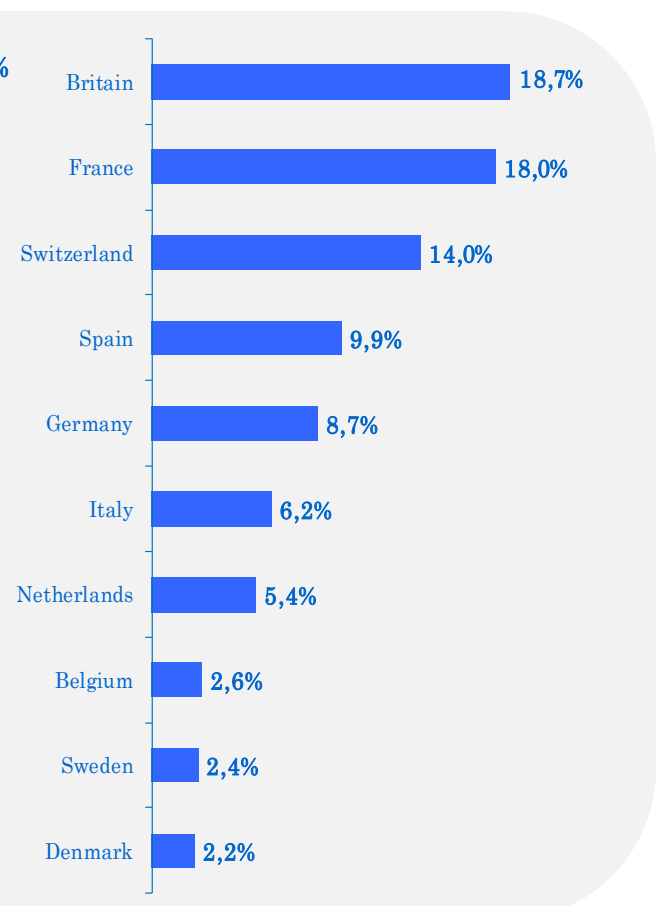
## DISTRIBUCIÓN SEGÚN CAPITALIZACIÓN



## EXPOSICIÓN SECTORIAL



## EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





Augustus Capital

Augustus Capital

# Lierde SICAV

Fecha: 30/09/2014  
Valor liquidativo: 76,27

## INFORMACIÓN GENERAL SOBRE LIERDE SICAV

Fecha lanzamiento	01/01/1994
Patrimonio <sup>(1)</sup>	EUR 94,15 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

(1) Actualizado a 30/09/2014

### 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.