



## Lierde SICAV

Fecha: 31/01/2015  
Valor liquidativo: 81,96

### 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

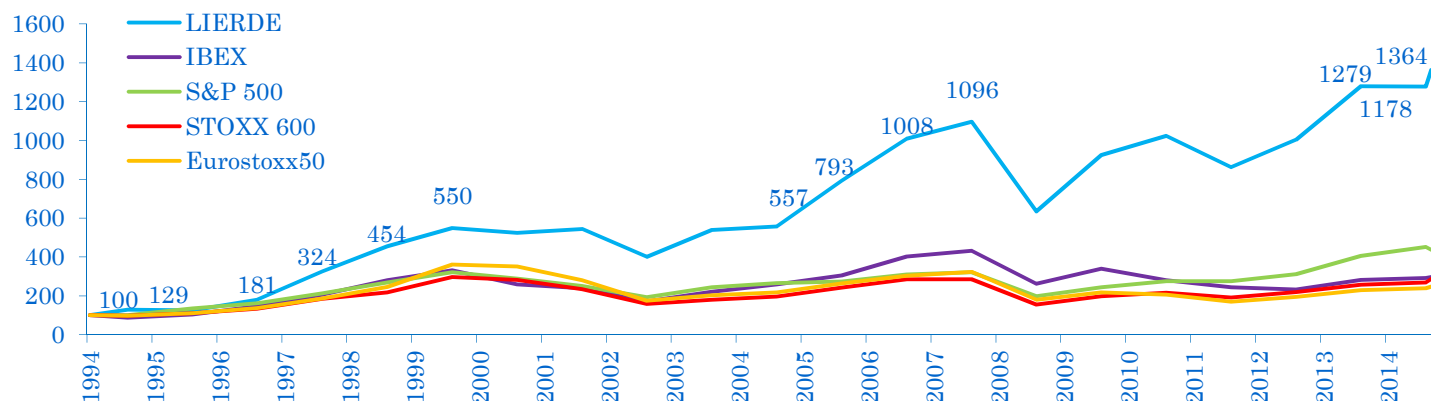
DESDE INICIO	LIERDE	STOXX 600
Alfa anual	5,17	
Beta	0,83	
Ratio Sharpe	0,85	0,31
Volatilidad	18%	20%

### 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	-0,12%	4,35%	-4,47%
2015	6,73%	7,16%	-0,42%
<b>Acumulada</b>	<b>1263,67%</b>	<b>187,27%</b>	<b>1076,40%</b>
<b>Media*</b>	<b>16,29%</b>	<b>7,12%</b>	<b>9,17%</b>

\* Hasta 2014

### RENTABILIDAD ACULUMULADA (base 100)





Augustus Capital

Augustus Capital

# Lierde SICAV

Fecha: 31/01/2015  
Valor liquidativo: 81,96

## COMENTARIO DE LOS GESTORES

Durante el mes de enero Lierde ha subido un +6.73% frente a un +7.16% el índice Stoxx600, un +6.52% el Eurostoxx50 y un -3.10% el S&P500. El valor liquidativo de Lierde alcanza los 81.96 euros, marcando un nuevo máximo histórico mensual. Lierde no sólo ha recuperado los niveles de 2007, sino que está un 15% por encima. Al contrario, el Eurostoxx50 se encuentra todavía un 37% por debajo de su máximo del 2007, el Stoxx600 un 11% por debajo del suyo y sólo el S&P500 está un 28% por encima. La liquidez de la cartera a final de mes era del 7.5% y la beta del 0.83. La volatilidad de los últimos doce meses ha repuntado ligeramente del 11.2% al 11.6%, siendo muy inferior al incremento sufrido en los principales índices: el Stoxx600 del 13.4% al 14.2%, el Eurostoxx50 del 17% al 18.10% y el Ibex 35 del 18.3% al 19%.

Enero ha sido un mes extraordinariamente positivo para la renta variable europea. Si tomamos como referencia el Stoxx600, tenemos que retrotraernos al +9.05% de 1989 para encontrar un inicio de año mejor que el +7.16% de este 2015. Desde nuestro punto de vista lo más relevante es que, al contrario que en 1989, este excelente comportamiento viene acompañado de una clara descorrelación con la bolsa americana (S&P500: -3.10% en enero de 2015 vs +7.11% en enero de 1989). Nuestros modelos de valoración en base a beneficios de tendencia llevan tiempo mostrando una sobrevaloración extrema del mercado americano, frente a una Europa que cotiza a niveles de infravaloración próximos a los mínimos históricos. Son muchos los motivos que han llevado a esta situación, pero no hay que olvidar que quedan riesgos importantes por resolver (Grecia, Ucrania,...). Es evidente que tanto la disparidad en política monetaria como la debilidad del euro deberían seguir apoyando el mejor comportamiento de Europa en 2015. Al final, el crecimiento de los beneficios es el factor fundamental a medio plazo y en 2015 Europa, por primera vez desde el inicio de la crisis, va a tener crecimientos superiores.

Respecto a la cartera, hemos reducido posiciones en Suiza vendiendo totalmente **Schindler** y reduciendo peso en **Roche, Bucher** y **Daetwyler** por la pérdida de competitividad relativa y el menor potencial en valoración. En el sector de autos, seguimos muy positivos a medio plazo pero hemos reducido algo de peso tras el fuerte *rally* desde finales de 2014. Asimismo, seguimos aprovechando la liquidez de las nuevas aportaciones para invertir en compañías tales como **DCC, Mears, Aalberts, Econocom, Reply, Alten**, etc., cuyo comportamiento en bolsa en 2014 no se corresponde con la favorable evolución operativa de sus negocios.

La novedad más importante de la cartera en 2015 es nuestra positiva visión sobre el consumo y el sector inmobiliario en España. Nuestra cartera responde a una filosofía clara de "*stock picking*" y análisis individual de cada compañía, pero siempre intentamos buscar dentro de industrias o sectores que consideramos se encuentran en una fase de crecimiento estructural (eficiencia energética, externalización, consumo emergente, digitalización, etc.). En este sentido, estos son los puntos fundamentales que nos llevan a tener dicha visión positiva:

1. Marco regulatorio: la profunda crisis inmobiliaria de España ha requerido una transformación total del sector, siendo fundamental la creación de nuevas figuras jurídicas para incentivar la inversión. Una legislación más favorable para las SOCIMIs (versión española de los REITs) ha ocasionado que en 2014 varios vehículos hayan empezado a cotizar. Nuestra posición ante los negocios con una generación de ingresos regulados siempre es cautelosa, más en un entorno de bajos tipos de interés (con costes de capital cada vez más bajos) donde es difícil determinar a partir de qué nivel de retorno el regulador puede considerar que hay un exceso a corregir. Sin embargo, en este caso estamos ante una situación diferente en la que la regulación parte con clara vocación de incentivar la inversión, tanto nacional como extranjera, al homogeneizar la normativa fiscal con la de otros países de nuestro entorno.
2. Deflación y tipos de interés: la amenaza deflacionista en España es probablemente una historia más de pasado que de futuro. La caída del precio de las materias primas (especialmente del crudo) y los menores tipos de interés van a tener un efecto positivo en una economía ya muy avanzada en su proceso de devaluación interna. Las reformas y ajustes de los últimos años han ocasionado caídas generalizadas de salarios, alquileres y precios de activos reales. La caída del crudo se traduce en una mejora directa de la renta disponible para un país altamente dependiente del



## COMENTARIO DE LOS GESTORES

exterior en sus necesidades energéticas. Asimismo, la bajada de tipos supone, por un lado, menores costes de financiación; pero por otro lado, resta atractivo a la mayoría de activos de menor riesgo, especialmente a los bonos soberanos. Y si hay un sector con exposición 100% doméstica, sin riesgo regulatorio, que se beneficie de ambos efectos de la bajada de tipos de interés y en niveles de valoración razonables, ese es el sector inmobiliario.

3. Alta correlación entre consumo y sector inmobiliario: la recuperación del empleo, la menor presión fiscal y el menor coste energético y financiero son la base de la recuperación del consumo. La mejora de rentas comerciales y de demanda de vivienda irán de la mano de esa recuperación de la demanda doméstica.
4. Visión contraria: la cobertura del sector por los equipos de análisis de los bancos de inversión se encuentra bajo mínimos. Esta situación resulta especialmente llamativa cuando más allá de nuestras fronteras el sector inmobiliario vive un auténtico *boom*. Pensamos que probablemente estamos en el bajo -tanto en precios de activos, como de rentas-, y el mayor interés inversor ya empieza a ser una realidad en 2015.

En base a los argumentos anteriores hemos subido peso en las posiciones históricas de **DIA** y **Telefónica**, y hemos incorporado las dos SOCIMIs cotizadas más grandes, **Merlin Properties** y **Lar España**, así como las inmobiliarias **Hispania** y **Realia**.

- **Merlin Properties**: con 1.300 millones de capitalización es la más grande. Su equipo directivo acumula una gran experiencia en el sector y está plenamente alineado con los accionistas. Están siendo rápidos en sus inversiones y eso les ha permitido hacerse con activos de bajo riesgo con retornos superiores al 5%. Un buen ejemplo es su lote de 880 sucursales de BBVA. Cotiza con descuento frente a su NAV y su bajo apalancamiento (38%) todavía les permite incrementar sus inversiones en unos 400 millones. No descartamos más inversiones importantes que puedan requerir nuevas aportaciones de capital. En cualquier caso, es la opción de menor riesgo y más financiera ya que su potencial depende más del diferencial frente al bono español, que de una apuesta por la recuperación.
- **Lar España**: su equipo directivo es el "más inmobiliario" de todos. Es la que ofrece mayor descuento frente a su NAV, situación que podía ser razonable al principio por el bajo porcentaje de inversión de su cartera. Los últimos meses han sido muy activos en inversiones y es previsible que a mediados de año hayan alcanzado su objetivo de 750 millones. Su cartera incluye varios centros comerciales con una importante capacidad de mejora en renta y un activo de promoción residencial en la mejor zona de Madrid.
- **Hispania**: su equipo también acumula gran experiencia y tiene el perfil más financiero. No se han acogido al régimen SOCIMI para poder realizar operaciones de compra de deuda y tener una mayor flexibilidad para invertir. Operaciones recientes de compra de hoteles o la OPA sobre Realia son buenos ejemplos. Es quizás la que ofrece menor potencial a corto plazo al cotizar con prima frente a su NAV, pero a medio plazo es una opción interesante -con o sin Realia-.
- **Realia**: sin ninguna duda la opción con mayor potencial. La OPA de Hispania nos ha permitido entrar a un precio medio de 0.525 euros en una de las mejores carteras patrimoniales del país. Es cierto que la compañía atraviesa una situación complicada de liquidez, pero no de solvencia. Prueba de ello es que el último NAV publicado a finales de 2013 era de 1.81 euros por acción. Su cartera de suelo acumula *writedowns* del 70% desde el pico (Hispania en su valoración todavía le aplica otro 80% más) y en su balance hay activos fiscales de unos 150 millones de euros. El potencial para un inversor que crea en la recuperación de España seguramente es superior a ese último NAV.



Augustus Capital

Αὐγούστος Κεφάλαια

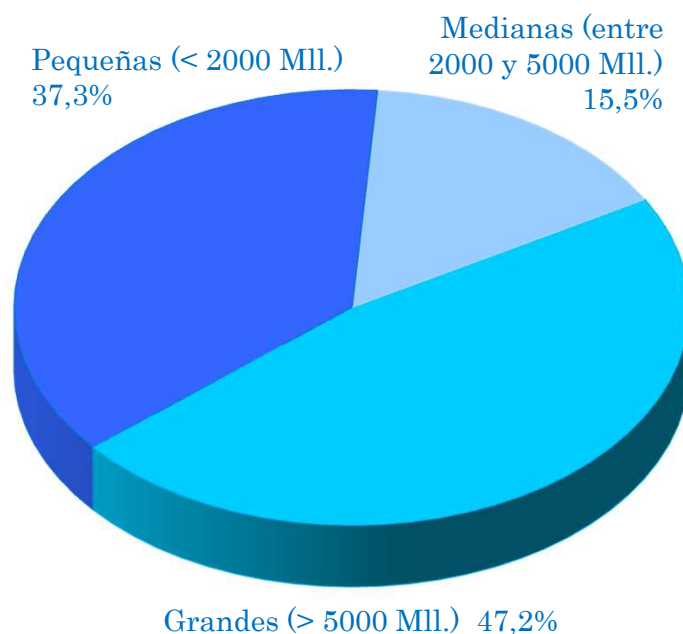
# Lierde SICAV

Fecha: 31/01/2015  
Valor liquidativo: 81,96

## PRINCIPALES POSICIONES

ADVEO	2,92%
REPLY	2,81%
AALBERTS INDUSTRIES	2,54%
REALIA	2,50%
TELEFONICA	2,46%
ASSOCIATED BRITISH FOODS	2,45%
DANONE	2,44%
ARCADIS	2,43%
DCC	2,42%
ARYZTA	2,41%
<b>TOTAL TOP 10</b>	<b>25,4%</b>

## DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



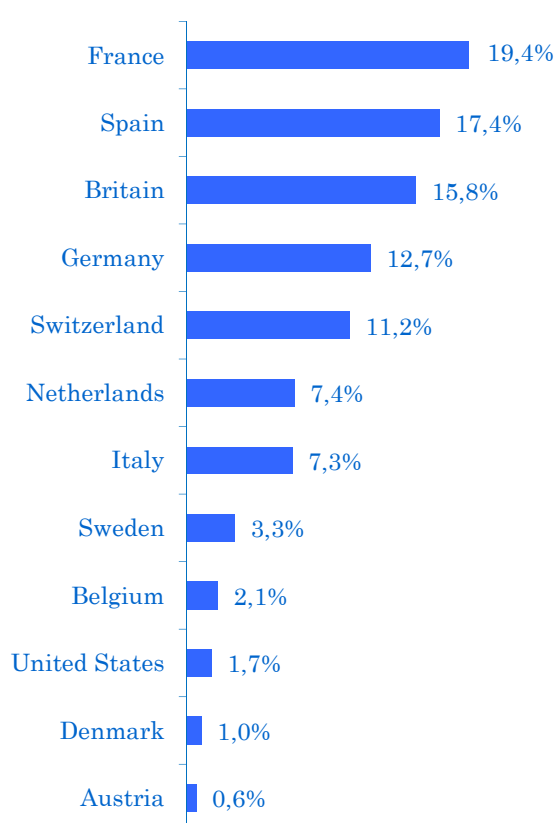
## DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

Renta Variable	92,5%
Liquidez	7,5%

## EXPOSICIÓN SECTORIAL



## EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





Augustus Capital

Augustus Capital

# Lierde SICAV

Fecha: 31/01/2015  
Valor liquidativo: 81,96

## INFORMACIÓN GENERAL SOBRE LIERDE SICAV

Fecha lanzamiento	01/01/1994
Patrimonio *	EUR 106,34 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 31/01/2015

### 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.