



## LIERDE Valor liquidativo 30/11/2015: 93,03

### OBJETIVO Y ESTRATEGIA DE LA INVERSIÓN

El objetivo de LIERDE es la generación de valor para el inversor en el largo plazo a través de la inversión en negocios de calidad con sesgo Europa.

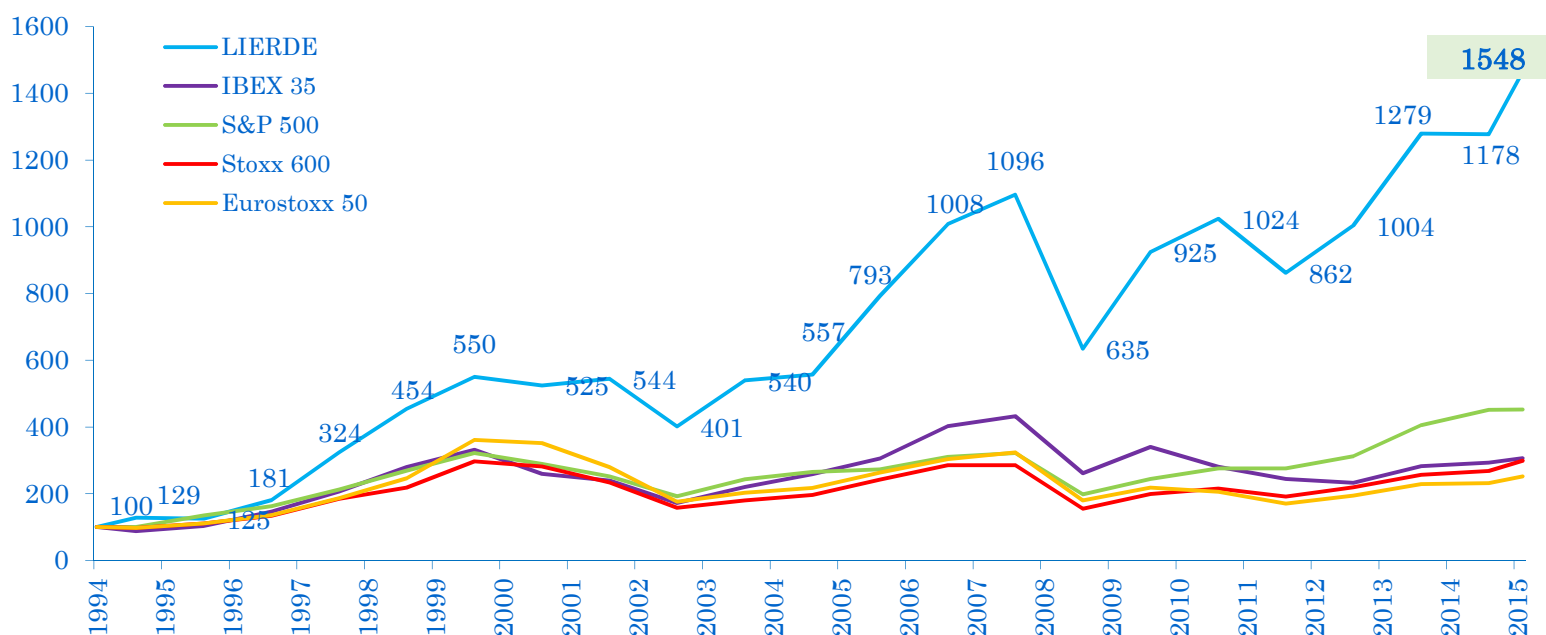
Las decisiones de inversión están basadas en el análisis fundamental: estudio del Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE) y su sostenibilidad en el tiempo.

### DATOS DE RIESGO

DESDE INICIO	LIERDE	STOXX 600
Alfa anual	5,17	
Ratio Sharpe	0,85	0,31
Beta	0,83	
Volatilidad	18,2%	20,0%
12M	LIERDE	STOXX 600
Beta	0,70	
Volatilidad	15,0%	19,6%

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	21,15%	12,52%	8,63%
<b>Acumulada</b>	<b>1447,9%</b>	<b>201,7%</b>	<b>1246,2%</b>
<b>Media</b>	<b>16,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,1%</b>

### RENTABILIDAD ACUMULADA (base 100)





## LIERDE Valor liquidativo 30/11/2015: 93,03

### COMENTARIO DE LOS GESTORES

En noviembre Lierde ha subido un +3.34% frente a un +2.65% el Stoxx 600, un +2.58% el Eurostoxx 50, un +0.25% el Ibex 35, y un +0.05% el S&P 500. En el año Lierde acumula una rentabilidad del +21.15% frente al +11.44% el Eurostoxx 50, +12.52% el Stoxx 600, +1.04% el Ibex 35 y +1.04% el S&P 500. El valor liquidativo de Lierde a cierre de mes ha marcado máximos del año en 93.03 euros, que también supone un nuevo máximo histórico. Por el contrario, los índices europeos Stoxx 600 y Eurostoxx 50 se encuentran todavía un 7% y 9% por debajo de sus máximos del año. La liquidez de la cartera a final de mes era del 7.8% y la beta del 0.70. La volatilidad de la sicav en los últimos doce meses es del 15.0% frente al 19.6% del Stoxx 600, 23.0% del Eurostoxx 50 y 21.7% del Ibex 35.

Respecto a los cambios en la cartera, han sido más importantes las variaciones en peso de valores ya presentes que las salidas y entradas de nuevas compañías. El mes anterior ya comentamos que nuestros modelos de valoración nos mostraban un mercado de renta variable dividido en dos bloques: un primer bloque que incluye a grandes compañías “defensivas” que cotizan a ratios históricamente altos, y otro segundo bloque de compañías más pequeñas o menos predecibles cotizando con importantes descuentos. En esta línea, hemos bajado peso en compañías “*best-in-class*” tales como **LVMH**, **Richemont**, **Hexagon** o **DCC**; las cuales tras un excelente comportamiento han visto minorado su potencial. Y por otro lado, hemos subido peso en un grupo amplio de compañías de calidad (**Mears**, **Mitie**, **Econocom**, **Alten**, **Neurones**, **PORR**, **Strabag**, **Andritz** y **Cancom**). Estas últimas a los niveles actuales ofrecen a medio plazo retornos superiores a la media histórica de Lierde. Es importante resaltar que esta gestión activa (que no rotación) de la cartera, no sólo contribuye positivamente a su rentabilidad, sino que reduce considerablemente su riesgo (volatilidad). La empresa suiza **Kuoni** es la única posición que hemos vendido completamente en el mes, aprovechando el fuerte rally desde los mínimos de octubre. La compañía va de reestructuración en reestructuración, siendo muy complicado construir un caso de inversión con un mínimo de visibilidad.

Como nueva incorporación en el mes destacamos la compañía alemana **S&T AG**. Llevábamos tiempo buscando empresas con negocios de calidad enfocados en seguridad de redes informáticas (*Internet of things*) y eléctricas (*Smart grid*). S&T AG ha sido un gran descubrimiento ya que nos ofrece exposición a ambas tendencias estructurales. Hablar de *Internet of things* es hablar de máquinas interconectadas a través de internet. De una forma sencilla, la reciente escalada en el número de ataques terroristas nos permite entender la importancia de evitar accesos no deseados (hackers) a equipos tan críticos como aviones, equipos médicos o robots industriales. S&T AG está especializada en ese nicho con clientes tan relevantes como Siemens, General Electric o Bosch. Por otro lado, su división de *Smart grid* es otra joya con un gran potencial de crecimiento (40% en 2015). De momento, están centrados en Europa del Este donde ya han ganado contratos sustanciales en Polonia. 2016 es un año importante en nuevas licitaciones y es previsible que vengan nuevos contratos relevantes. El resto de su negocio es muy similar al de Cancom y Bechtle. En definitiva, todos ellos negocios de gran recurrencia por incluir contratos de mantenimiento a largo plazo. A pesar de su excelente posicionamiento, S&T es todavía una compañía pequeña (capitalización de 230 millones de euros) que sólo cubren dos analistas. Seguramente ésta sea la razón por la que cotiza a 9x EV/EBITA con crecimientos de doble dígito (20%) y ROCEs del 40%.

Por otro lado, noviembre ha sido un mes muy relevante a nivel de análisis de compañías por la cantidad de nueva información. No sólo han reportado resultados la mayoría de nuestras posiciones, sino que además hemos visitado un número importante de compañías en cartera (**Danone**, **Valeo**, **Linde**, **Societe Generale**, **Arcelor Mittal**, **Vinci**, **Cancom**, **Reply**, **Ferrovial**, **Lar España**, **Renta Corporación**, **Bucher Industries**, **S&T AG**, **Daimler**, **Adveo** y **Engineering**) y de nuevas ideas que estamos actualmente analizando. De forma resumida, estas son las principales conclusiones tras un mes intenso:

1. Las compañías mantienen una visión positiva tanto para el último trimestre del año como para el ejercicio 2016, destacando un mayor optimismo en las que tienen mayor exposición a demanda interna europea.



## **LIERDE** Valor liquidativo 30/11/2015: 93,03

2. Por sectores, todo lo relacionado con servicios de IT (digitalización, *cloud computing*, seguridad, medios de pago, etc.) va a seguir varios años con tasas de crecimiento muy superiores al PIB (doble dígito en muchos casos). Los sectores relacionados con materias primas (crudo especialmente) siguen sin ver la luz en el ya largo túnel.

3. La calidad de los balances sigue siendo muy alta con un número importante de las compañías en cartera con caja neta en balance. Por ello, seguimos viendo mejoras en la remuneración al accionista (dividendos y recompra de acciones) a lo largo de 2016.

Por el lado macro, en Estados Unidos los datos conocidos en el mes (empleo, ventas retail y PMIs fundamentalmente) confirman la buena evolución de su economía, avalando que finalmente la Reserva Federal se incline por una primera subida de tipos. En Europa, conocíamos un dato definitivo de PIB del tercer trimestre (1.6%), lo que supone una décima peor a lo esperado, pero los datos más recientes muestran cierta mejora. En base a esos datos, Draghi se mostraba algo más confiado con la evolución de la zona Euro y decidía acelerar, pero sin pisar a fondo. El mercado reaccionaba inicialmente de forma negativa por el menor estímulo monetario. En nuestra modesta opinión, lo importante es que la recuperación sigue su curso y, de momento, la posible desaceleración queda como un hecho aislado del tercer trimestre.

En definitiva, tanto la macro como la micro nos llevan a mantener una visión positiva de la evolución de Lierde en la recta final del año. 2015 ha sido un año donde la correcta selección de compañías ha sido el principal generador de retorno, y nada nos lleva a pensar que 2016 vaya a ser diferente. En cualquier caso, es cierto que en diciembre el calendario incluye eventos relevantes como la previsible primera subida de tipos en Estados Unidos o las elecciones generales en España, que pueden generar un repunte de la volatilidad en el corto plazo.



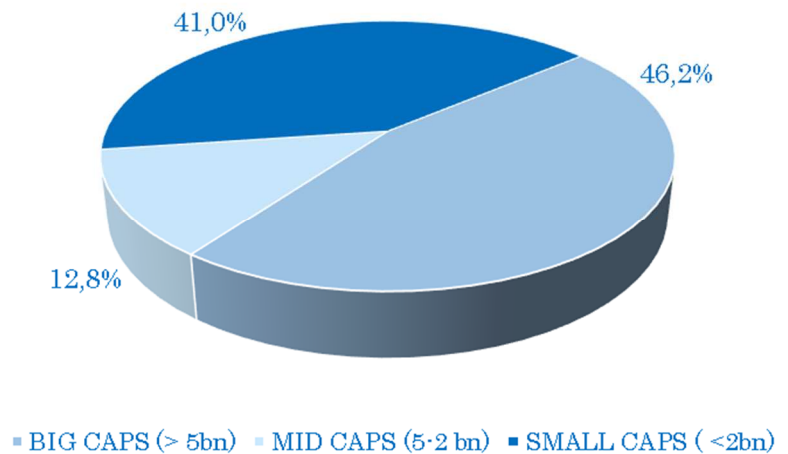
## LIERDE

Valor liquidativo 30/11/2015: 93,03

### PRINCIPALES POSICIONES

1.-	LAR ESPAÑA	4,79%
2.-	CANCOM	3,22%
3.-	MERLIN PROPERTIES	2,86%
4.-	REALIA	2,27%
5.-	MEARS GROUP	2,22%
6.-	ALTEN	2,21%
7.-	SOCIETE GENERALE	2,20%
8.-	ROCHE	2,18%
9.-	MITIE GROUP	2,15%
10.-	AALBERTS INDUSTRIES	2,11%
<b>TOTAL TOP 10</b>		<b>26,2%</b>

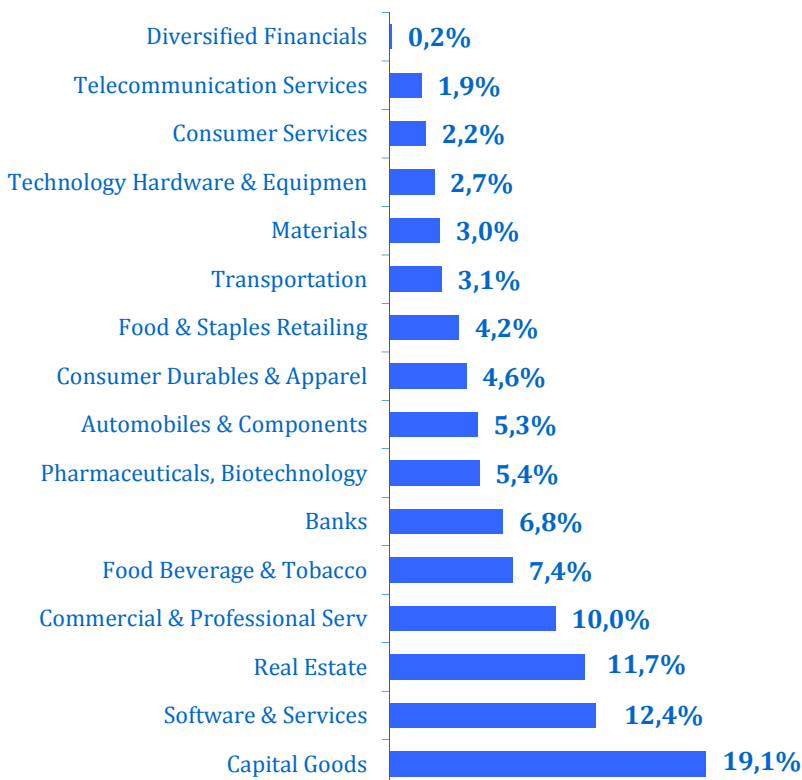
### DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



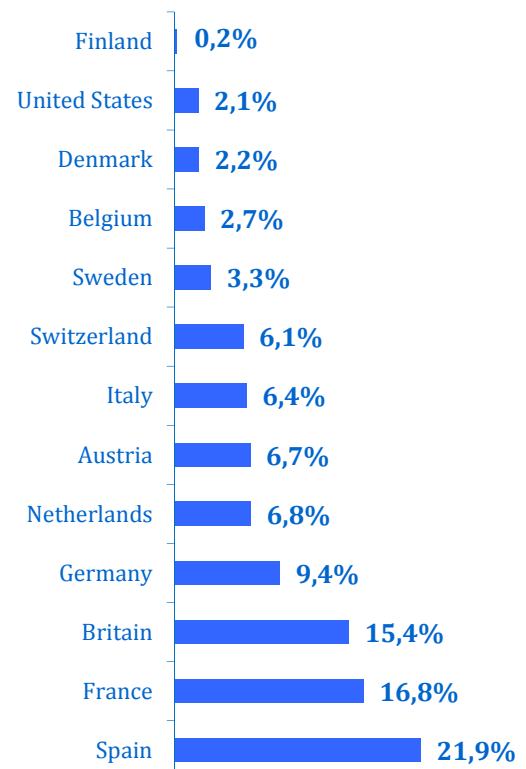
### DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

RENTA VARIABLE	92,2%
LIQUIDEZ	7,8%

### EXPOSICIÓN SECTORIAL



### EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA







## **LIERDE** Valor liquidativo 30/11/2015: 93,03

### INFORMACIÓN GENERAL

Fecha lanzamiento	1994
Patrimonio *	EUR 167,9 Mn
Nº registro CNMV	2467
Liquidez	Diaria. Liquidación en d + 2
Comisiones	Gestión 1,40% anual. Depositario 0,125% anual
Gestora	Urquijo Gestión / Mercados y Gestión de Valores
Depositario	Banco de Sabadell
Administrador	Banco de Sabadell
Auditor	Deloitte
Divisa	EUR
Código ISIN	ES0158457038
Ticker de Bloomberg	LIE SM Equity

\*Actualizado a 30/11/2015

#### 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.