



LIERDE Valor liquidativo 30/09/2015: 83,60

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.

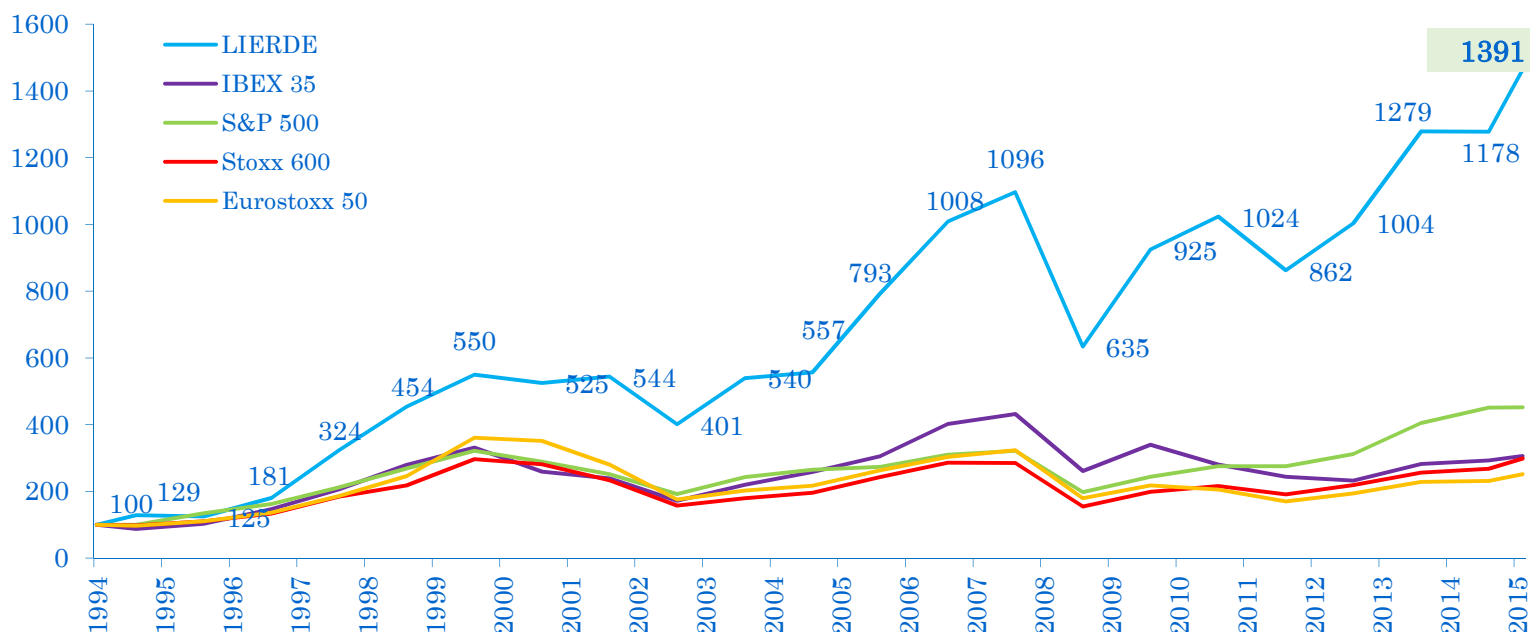
Las decisiones de inversión están basadas en el análisis fundamental: estudio del Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE) y su sostenibilidad en el tiempo.

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	0,74	
Volatilidad	15,0%	20,0%

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	8,87%	1,53%	7,35%
Acumulada	1291,0%	172,2%	1118,8%
Media	15,9%	6,9%	9,1%

RENTABILIDAD ACULUMULADA (base 100)





LIERDE

 Valor liquidativo 30/09/2015: 83,60

COMENTARIO DE LOS GESTORES

En septiembre LIERDE ha retrocedido un -3,19% frente a un -5,17% el Eurostoxx 50, -4,14% el Stoxx 600, -6,81% el Ibex 35 y -2,64% el S&P 500. En el año LIERDE acumula una rentabilidad del +8,87% frente a un -1,45% el Eurostoxx 50, +1,53% el Stoxx 600, -7,00% el Ibex 35 y -6,74% el S&P 500. El valor liquidativo de LIERDE se sitúa en 83,60. La liquidez de la cartera a final de mes era el 4.2% y la beta del 0,74. La volatilidad de la SICAV en los últimos doce meses se ha situado en el 15% frente al 20% del Stoxx 600, 23% del Eurostoxx 50 y 22% del Ibex 35. LIERDE sigue mostrando una correlación muy reducida frente a los índices y, lo que es más importante, un nivel de riesgo (volatilidad) más reducido. Finalmente, LIERDE supera los 650 inversores a cierre de mes.

En cuanto a publicaciones, en septiembre reportaban seis de nuestras compañías (**Alten, Arysza, Danieli, Diageo, Mitie** y **Smiths Group**) sin grandes sorpresas. Lo más destacable es el mensaje positivo de **Alten** y **Mitie**, totalmente en línea con los comentarios positivos que ya conocíamos de otros *outsourcers* en cartera (**Econocom, Reply, Neuronas**). La externalización de servicios es uno de los temas de inversión que más está contribuyendo a la rentabilidad de LIERDE en el año. La selección individual de las compañías es la clave de este buen resultado, ya que no existe un sector determinado en el que poder englobar la gran variedad de compañías que definimos como de *outsourcing*. De forma resumida, el denominador común de todas ellas es su contribución a mejorar la eficiencia tanto del sector público como privado. La diversidad de campos en los que operan va desde servicios de bajo valor añadido como el catering, la seguridad o la limpieza, hasta otros de mayor complejidad como la logística, los servicios de IT, la ingeniería o incluso los departamentos de R&D. El hecho de que su clasificación en base a los sectores tradicionales sea compleja dificulta su valoración en base a comparables, creando interesantes oportunidades de inversión. Por ello, seguimos muy positivos a medio plazo tanto por sus excelentes perspectivas de crecimiento de beneficios como por el potencial de expansión de multiplicadores. Es cierto que esa expansión ya ha comenzado desde las 6-7x EV/EBITA a las que estaban cotizando, pero a las 9-10x EV/EBITA actuales siguen siendo precios muy atractivos para compañías con retornos sobre el capital empleado muy elevados.

Por otra parte, hemos aprovechado las caídas del mercado para incorporar a la cartera dos compañías: **Infineon** y **Andritz**. En ambos casos llevábamos tiempo esperando niveles óptimos de entrada. **Infineon** es todo un ejemplo por su transformación desde un productor no diferenciado de semiconductores en los años 2000 (RoCEs por debajo de su coste de capital), hasta el actual fabricante especializado en chips para automóviles y sistemas industriales (RoCEs superiores al 30%). La tendencia hacia los vehículos híbridos y/o eléctricos es ya una realidad que seguramente se va a acelerar después del escándalo Volkswagen. Si un vehículo actual lleva incorporados en torno a 100 euros en semiconductores, el vehículo eléctrico lleva más de 1.000 euros. Por su parte, **Andritz** es un líder global en la producción de plantas de generación hidroeléctrica, papel y metalurgia. Su *track-record* durante los últimos 16 años se resume en crecimientos acumulativos anuales del 15% en ventas y del 20% en EBITA. Todo ello gracias a un equipo directivo



LIERDE Valor liquidativo 30/09/2015: 83,60

diferencial (es también el principal accionista), así como una excelente gestión financiera (capital empleado negativo). La exposición de ambas compañías al ciclo es muy elevada, pero a los precios actuales pensamos que el mercado está infraestimando las fuertes tendencias estructurales en las que se apoyan sus tasas de crecimiento. De momento tenemos en torno a un 1% en cada una de ellas.

Respecto a las ventas, hemos cerrado las posiciones en **Bureau Veritas**, **Bechtle** y **Carl Zeiss**. En los tres casos alcanzar nuestro precio objetivo ha sido el motivo de venta. Seguiremos buscando niveles de entrada atractivos a futuro, ya que sin ninguna duda son compañías *best-in-class*.

Por lo que respecta a los mercados, la incertidumbre sobre un menor crecimiento global ha ocasionado correcciones del 20% en los índices europeos y superiores al 30% en muchos valores. Estas caídas serían razonables si estuviéramos ante una nueva recesión. En caso contrario, estaríamos ante una clara oportunidad de compra. Desde nuestro punto de vista, los indicadores económicos conocidos en el mes (PMIs, ISM, empleo,...) siguen apuntado a un escenario de expansión, ciertamente algo menor que el esperado a principios de año, pero sin duda alguna sigue siendo un escenario de crecimiento. Por otro lado, parece que los Bancos Centrales van a seguir con políticas monetarias expansivas a medio plazo. Durante el mes los mercados han vuelto a “re-testear” los mínimos de agosto como suele ser habitual en todas las correcciones. En definitiva, y en base a nuestro escenario base de menor crecimiento (no recesión), parece razonable que ya hayamos visto los mínimos del año o que estemos muy cerca.

En cualquier caso, nuestro optimismo se basa en el potencial que vemos en la cartera de LIERDE después de la corrección, y habiendo revisado las estimaciones a un escenario más conservador. En términos absolutos, nuestros modelos de valoración RoCE cifran el potencial de la cartera a 4 años en un 90% o un 17.5% equivalente anual. La comparativa respecto a los índices es más interesante ya que no sólo pone de manifiesto la infravaloración de la cartera, sino también una mayor calidad. En base a las estimaciones del próximo año, LIERDE cotiza a 13.0x P/E con un RoE medio del 17.80% frente a las 14.2x beneficios del Stoxx 600 para un RoE inferior del 11.2%. El S&P 500 con un RoE también inferior (15.3%) cotiza a un múltiplo muy superior de 15.2x P/E.

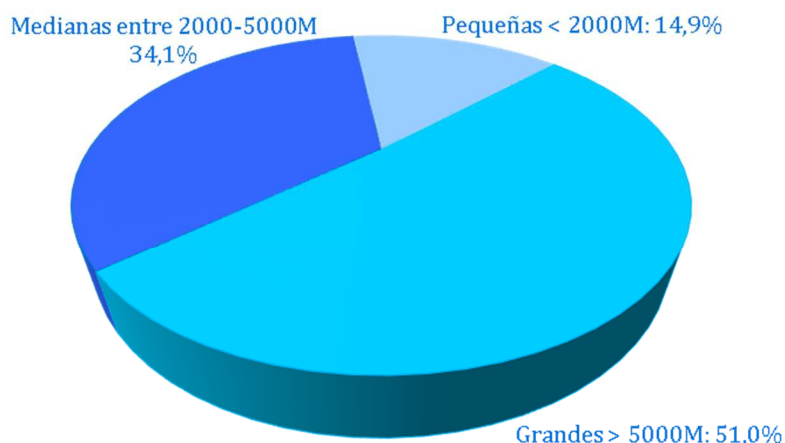


LIERDE Valor liquidativo 30/09/2015: 83,60

PRINCIPALES POSICIONES

LAR ESPAÑA	4,34%
MERLIN PROPERTIES	3,25%
VINCI	2,46%
REPLY	2,44%
SAMSONITE	2,39%
DANONE	2,34%
ING GROEP	2,34%
REALIA	2,30%
SOCIETE GENERALE	2,28%
LVMH	2,11%
TOTAL TOP 10	26,3%

DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



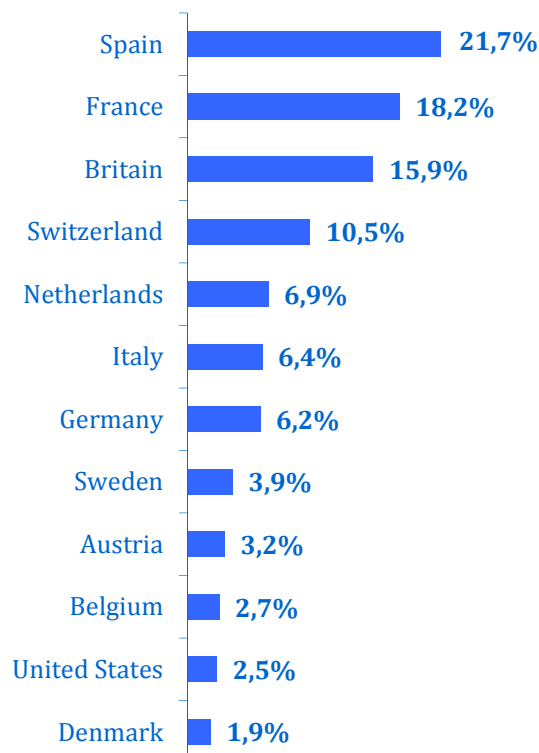
DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

RENDA VARIABLE	95.8%
LIQUIDEZ	4.2%

EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





LIERDE Valor liquidativo 30/09/2015: 83,60

INFORMACIÓN GENERAL

Fecha lanzamiento	1994
Patrimonio *	EUR 143,2 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 30/09/2015

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.