



LIERDE Valor liquidativo 30/04/2015: 90,97

OBJETIVO Y ESTRATEGIA DE LA INVERSIÓN

El objetivo de la SICAV 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

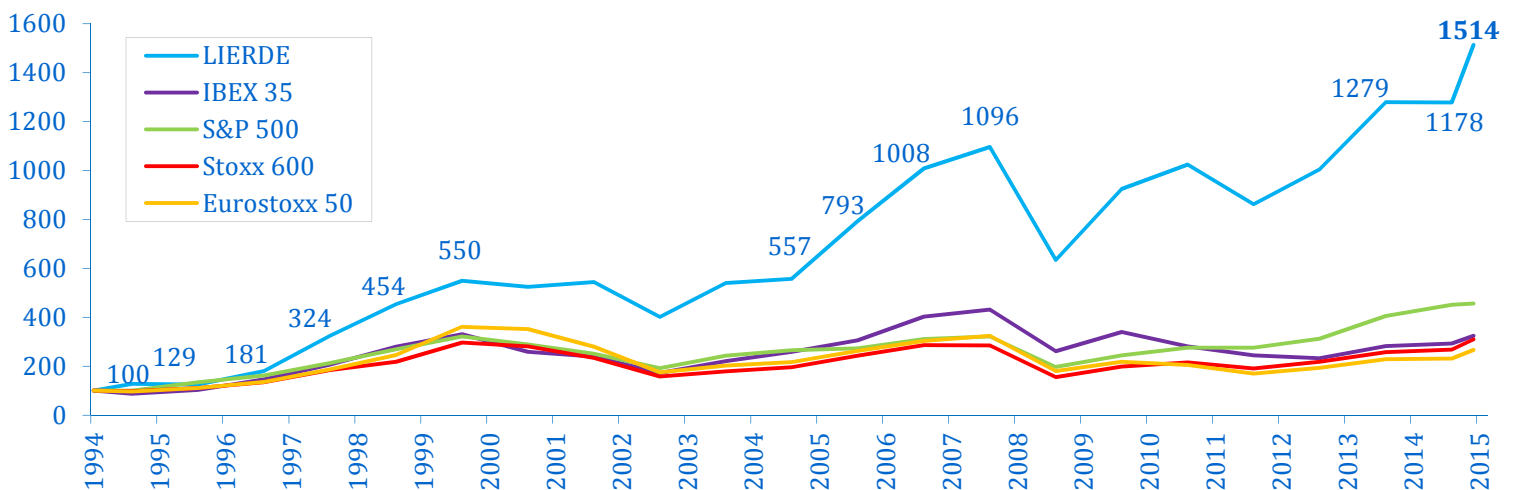
DESDE INICIO	LIERDE	STOXX 600
Alfa anual	5,17	
Ratio Sharpe	0,85	0,31
Beta	0,83	
Volatilidad	18%	20%
12M	LIERDE	STOXX 600
Beta	0,74	
Volatilidad	11%	14%

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	18,47%	15,55%	2,92%
Acumulada	1413,63%	209,77%	1203,86%
Media	16,38%	7,50%	8,88%

*Actualizado a 30/04/2015

RENTABILIDAD ACUMULADA (base 100)





LIERDE Valor liquidativo 30/04/2015: 90,97

COMENTARIO DE LOS GESTORES

En abril LIERDE ha subido un +1.22% frente a caídas del -2.21% el Eurostoxx 50, -0.38% el índice Stoxx 600, un -1.18% el Ibex 35, y un +0.85% el S&P 500. En el año LIERDE acumula una rentabilidad del +18.47% frente al +14.91% del Eurostoxx 50, del +15.55% el Stoxx 600, del +10.75% el Ibex 35 y del +1.29% el S&P 500. El valor liquidativo de LIERDE se sitúa de nuevo a cierre de mes en máximos históricos con un valor de 90.97 euros/acción. La liquidez de la cartera a final de mes era del 7.7% y la beta del 0.74. La volatilidad de LIERDE en los últimos doce meses se ha situado en el 11.1% (YTD 10.4%) frente al 14.2% el Stoxx 600, 18.2% el Eurostoxx 50 y 19.0% el Ibex 35.

Por el lado macro, durante las últimas semanas algunos de los factores que han influido positivamente en el crecimiento global han perdido algo de fuerza. El crudo, que tocó los \$45 a comienzos de año, ha subido hasta niveles de \$67 en el mes, el euro se ha vuelto a apreciar desde niveles de 1.05 a 1.13 frente al dólar y los bonos tanto en EE.UU. como en Europa han repuntado en los últimos días, quizá descartando el escenario deflacionista que los más pesimistas pronosticaban (el 10 años alemán se iba del 0.05% al 0.6%). A pesar de todo lo anterior, el crecimiento continúa en Europa y especialmente en la periferia. Los indicadores de actividad (PMI) están consolidando niveles altos en Europa y el resto de variables parece que comienzan a normalizarse. En USA factores estacionales han limitado el crecimiento en los últimos meses, pero desde nuestro punto de vista el crecimiento volverá a acelerarse en la segunda parte del año. Finalmente, en Asia (concretamente China) nuevas medidas de estímulo se están tomando para evitar un mayor deterioro del crecimiento. En resumen, diríamos que aunque la tracción del crecimiento se ha ralentizado, no pensamos que sea como consecuencia de un parón en el ciclo, sino más bien de que las fuerzas que actúan sobre la economía soplan con menos fuerza.

Como comentamos en informes anteriores, debido al elevado nivel de optimismo entre los inversores y la fuerte sobrecompra de mercado, no descartábamos una toma de beneficios o consolidación de niveles. En el mes de abril y primeros días de mayo, con la excusa de Grecia y el repunte de las rentabilidades de largo plazo de los bonos, los mercados parecen que finalmente se están tomando un respiro. El buen posicionamiento de la cartera, algo más defensiva, nos ha permitido afrontar estas correcciones con un buen comportamiento relativo. Entendemos que nos encontramos ante una corrección normal dentro de una tendencia alcista que continuará más adelante. Mantenemos la idea de aprovechar correcciones para incrementar peso de cara a la segunda parte del año.

Respecto a los valores en cartera, lo más significativo del mes ha sido el incremento de exposición al mercado español. Hemos acudido a la ampliación de capital de **Merlin Properties** y con ello ha pasado a



LIERDE Valor liquidativo 30/04/2015: 90,97

ser el valor con más peso de la cartera. También hemos incrementado peso en **Banco Popular** al ser el valor bancario con mayor apalancamiento a la recuperación del sector inmobiliario doméstico, tanto por el lado del balance como por el lado operativo. Pensamos que con un ratio de capital del 10.4% y con las coberturas actuales que tiene, no debería tener problemas adicionales de cobertura frente al consenso de analistas que ven todavía falta de provisiones. Por el lado de los resultados, vemos un enorme potencial de mejora al consumirle los activos no productivos (adjudicados y *non-performing*) el 21% del capital actual. Estos activos no solo no generan ingresos, sino que generan gastos de más de 300 millones anuales (el beneficio neto de 2014 fue poco más de 300 millones). El riesgo de M&A parece limitado a alguna compra pequeña en Latinoamérica. En definitiva, Popular sigue siendo la mejor franquicia de banca para PYMEs y autónomos en España (cuota del 17.1%), sigue cotizando por debajo de *book value*, está todavía cerca de los mínimos históricos y sigue siendo el valor más odiado por los analistas con tan solo el 20% de las recomendaciones en compra). El elevado potencial que vemos justifica el mayor nivel de riesgo y volatilidad del valor frente a la media de la cartera.

Adicionalmente, las caídas del mercado nos han permitido comprar valores que ya poseíamos pero que o bien habíamos bajado peso por su buen comportamiento, o no habíamos comprado lo deseado (**Bechtle**, **Econocom**, **LVMH**, **Carl Zeiss Meditec**, **Carlsberg**, **Aryzta** y **Valeo**). Por el lado de las ventas, en el mes hemos vendido la totalidad de las acciones del fabricante francés de baterías **Saft** y el banco español **BBVA** tras alcanzar ambos valores nuestro precio objetivo.

Para finalizar, comentar que la compañía americana XPO Logistics lanzó una OPA sobre uno de nuestros valores favoritos, la compañía francesa **Norbert Dentressangle**. La prima del 38% que paga la americana supera nuestro precio objetivo, así como el de la familia Norbert que ya ha firmado la venta de su paquete de control. Acudiremos a la OPA con nuestra posición del 3.4% del fondo. El crecimiento estructural del sector logístico queda patente en el elevado precio pagado en esta operación. En este sector mantenemos una posición en otra compañía francesa **ID Logistics**, cuya subida es ya del 51% en el año. Norbert Dentressangle representaba perfectamente nuestra filosofía de inversión: compañía familiar, buen *track record*, compañía líder y consolidador en un sector de crecimiento estructural, excelente equipo directivo e infravaloración. Afortunadamente, pensamos que tenemos más compañías con este perfil en el fondo.



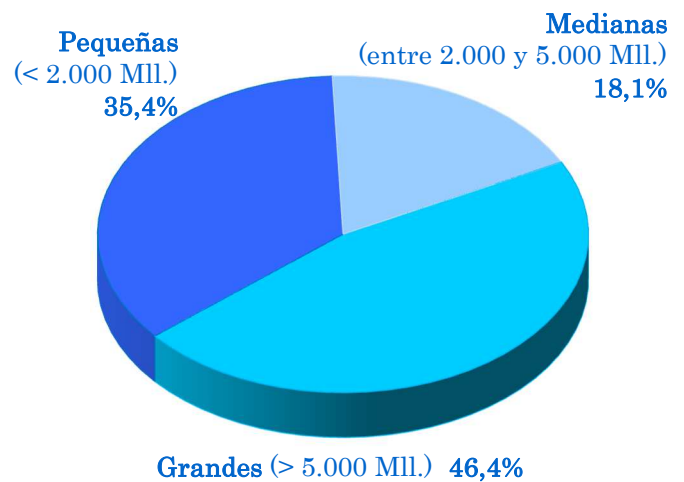
LIERDE

Valor liquidativo 30/04/2015: 90,97

PRINCIPALES POSICIONES

MERLIN PROPERTIES	3,83%
NORBERT DENTRESSANGLE	3,46%
LAR ESPAÑA	3,42%
REPLY	3,00%
ASSOCIATED BRITISH FOODS	2,53%
BANCO POPULAR	2,33%
REALIA	2,26%
ENGINEERING	2,20%
TELEFONICA	2,20%
HEXAGON	2,11%
TOTAL TOP 10	27,3%

DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



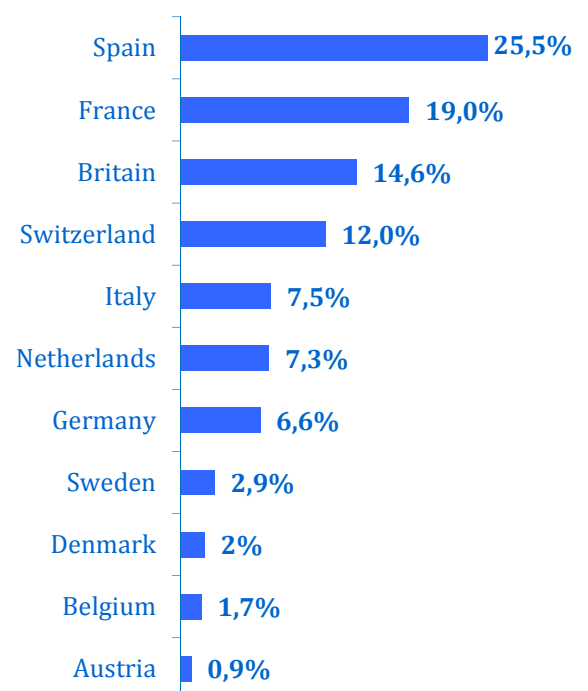
DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

Renta Variable	92,3%
Liquidez	7,7%

EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





LIERDE **Valor liquidativo 30/04/2015: 90,97**

INFORMACIÓN GENERAL SOBRE LIERDE

Fecha lanzamiento	01/01/1994
Patrimonio *	EUR 144,37 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 30/04/2015

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.