



LIERDE Valor liquidativo 31/12/2015: 91,09

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.

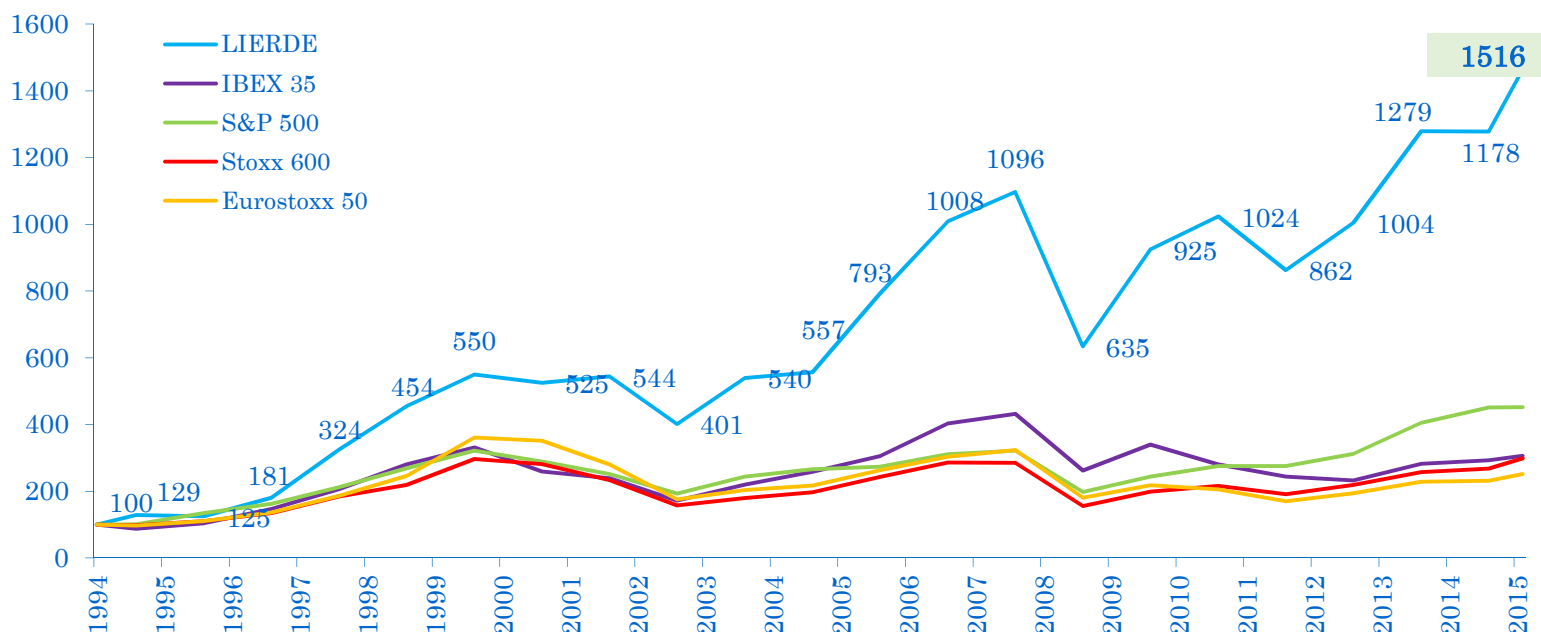
Las decisiones de inversión están basadas en el análisis fundamental: estudio del Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE) y su sostenibilidad en el tiempo.

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 | 14,8% | 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 | 18,63% | 6,79% | 11,84% |
| Acumulada | 1415,7% | 186,3% | 1229,4% |
| Media | 16,4% | 7,1% | 9,3% |

RENTABILIDAD ACUMULADA (base 100)





LIERDE Valor liquidativo 31/12/2015: 91,09

COMENTARIO DE LOS GESTORES

En diciembre Lierde bajó un -2.0% frente a una caída del -6.8% el Eurostoxx 50, un -5.1% el Stoxx 600, un -8.1% el Ibex 35 y un -1.8% el S&P 500. Lierde cerró el año con una rentabilidad del +18.63% frente al +3.85% del Eurostoxx 50, +6.79% del Stoxx 600, -7.15% del Ibex 35 y -0.73% del S&P 500. El valor liquidativo de Lierde se situó en 91.09 euros, tan sólo a un 2% del máximo histórico alcanzado el pasado noviembre. La liquidez de la cartera a final de mes era del 7.4% y la beta del 0.70. La volatilidad de la Sicav en los últimos doce meses fue del 14.8% frente al 19.6% del Stoxx 600, 22.5% del Eurostoxx 50 y 21.1% del Ibex 35. A cierre de 2015 Lierde tenía 732 inversores.

Por el lado macro, lo más significativo a finales de año fueron los buenos datos publicados en Europa frente a datos algo más débiles en América y Asia. Los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, continuaron la senda bajista hasta alcanzar nuevamente niveles no vistos desde el año 2001. No estar invertidos en compañías relacionadas con estos sectores (petróleo, eléctrico, minería o químico), en las cuales no veíamos valor, ha contribuido a la rentabilidad del año.

De cara al 2016 hemos considerado oportuno hacer algunas reflexiones sobre la generación de valor de nuestra cartera. A comienzos de 2015 estimábamos una generación de valor del 17.5% para el año, entendida ésta como el incremento del valor contable más los dividendos a pagar en efectivo por las compañías en cartera. A cierre de año, y a falta de conocer los resultados definitivos del 4º trimestre, la creación de valor real era del +17.7%, muy similar a la prevista. Es importante mencionar que el ROE del año 2015 ha sido del 18.1% frente al 17.8% del año 2014. Es decir, se ha creado valor sin dilución del ROE. De este análisis se extrae, por tanto, que la rentabilidad del año 2015 es el reflejo de la generación de valor.

En 2016 y de acuerdo a los modelos propios de las compañías en cartera, la generación de valor anual será del +13,8%. Esta cifra es una buena indicación de lo que la cartera debería revalorizarse asumiendo que tanto el ROE medio de 2016 como el múltiplo P/BV se mantuvieran estables hasta final de año. La diferencia entre un fondo “*Value puro*” y Lierde, gestionado con criterios de Retorno sobre el Capital Empleado, está en que nuestros valores, además de estar infravalorados, generan valor año a año y la cotización, en el peor de los casos, debe ajustarse a dicha generación de valor. Hablamos de infravaloración ya que la cartera de Lierde cotiza a 2.39x P/BV frente a las 2.6x que debería cotizar a *fair value*.

Por sectores, en el año entrante seguimos muy positivos con todo lo relacionado con la externalización, ya sea de servicios a empresas o a gobiernos, digitalización, *cloud computing*, seguridad y logística. Mantenemos en torno a un 28% de la cartera en 17 valores de este amplio sector. El segundo sector con mayor peso es ‘compañías industriales de nicho’ tales como **Andritz**, **Linde**, **Assa Abloy**, **RPS**, **Smith Group** y **Aalberts Industries**, donde tenemos en torno a un 13%; en inmobiliario español un 12%, en marcas globales un 11%, en distribución un 6%, en farma otro 6%, en financiero un 6%, en autos y componentes un 5% y, por último, en construcción un 5%.



LIERDE Valor liquidativo 31/12/2015: 91,09

Por el lado de compañías, en el último mes del año visitamos gran número de compañías en Reino Unido, Francia y Alemania. Nos gustaría destacar las alemanas de *IT Services*: **Camcon**, donde hemos incrementado posiciones, y **S&T AG** en la que hemos construido una nueva posición. Esta última nos ofrece exposición a tres tendencias estructurales: “*internet of things*” o máquinas conectadas a la red, seguridad en la red y “*smart grid*”. En Reino Unido hemos comenzado a comprar la compañía **Pendragon**, líder de la distribución *retail* tanto para vehículos nuevos como de segunda mano en UK. La compañía ofrece servicio de alquiler y postventa y una tecnología propia diferencial que le permite convertir un negocio de distribución local de autos, en uno global (todo el Reino Unido). Esta tecnología/know-how supone una barrera para los competidores y unos retornos sobre el capital empleado muy elevados.

En cuanto al sector inmobiliario español, en diciembre terminó la ampliación de capital de **Realia**. El principal accionista (FCC) acudía con su 37% de participación e Inmobiliaria Carso comunicaba que incrementaba su posición por encima del 30% frente al 25% anterior. Desde nuestro punto de vista el mejor escenario para el accionista minoritario de Realia es que la compañía siga cotizando en bolsa y que con el paso del tiempo se vaya reflejando el enorme valor que hay en esta inmobiliaria. Hemos aprovechado la ampliación para incrementar la posición vía compra de derechos. Finalmente, comentar una pequeña posición comprada en **Renta Corporación** del 0.8%. Se trata de una inmobiliaria especializada en la creación de valor mediante la compra, transformación, rehabilitación, cambio de uso y posterior venta de edificios ubicados en Madrid y Barcelona. Su modelo de negocio permite la obtención de retornos sobre el capital empleado muy elevados derivados del poco uso de capital y su elevada rotación.



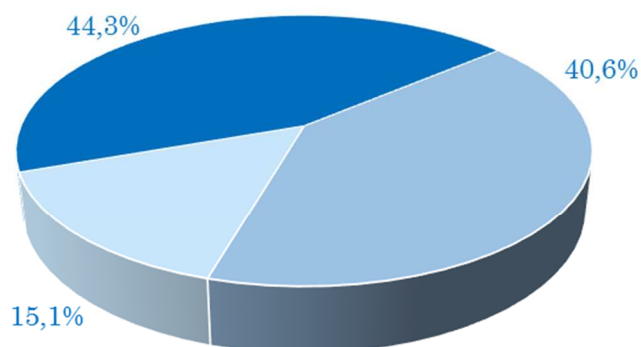
LIERDE

Valor liquidativo 31/12/2015: 91,09

PRINCIPALES POSICIONES

| | | |
|---------------------|-------------------|--------------|
| 1.- | LAR ESPAÑA | 4,58% |
| 2.- | CANCOM | 3,60% |
| 3.- | MERLIN PROPERTIES | 2,55% |
| 4.- | REALIA BUSINESS | 2,47% |
| 5.- | CARLSBERG | 2,44% |
| 6.- | ENGINEERING | 2,35% |
| 7.- | S&T | 2,31% |
| 8.- | MITIE GROUP | 2,20% |
| 9.- | MEARS GROUP | 2,20% |
| 10.- | ROCHE | 2,13% |
| TOTAL TOP 10 | | 26,8% |

DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.

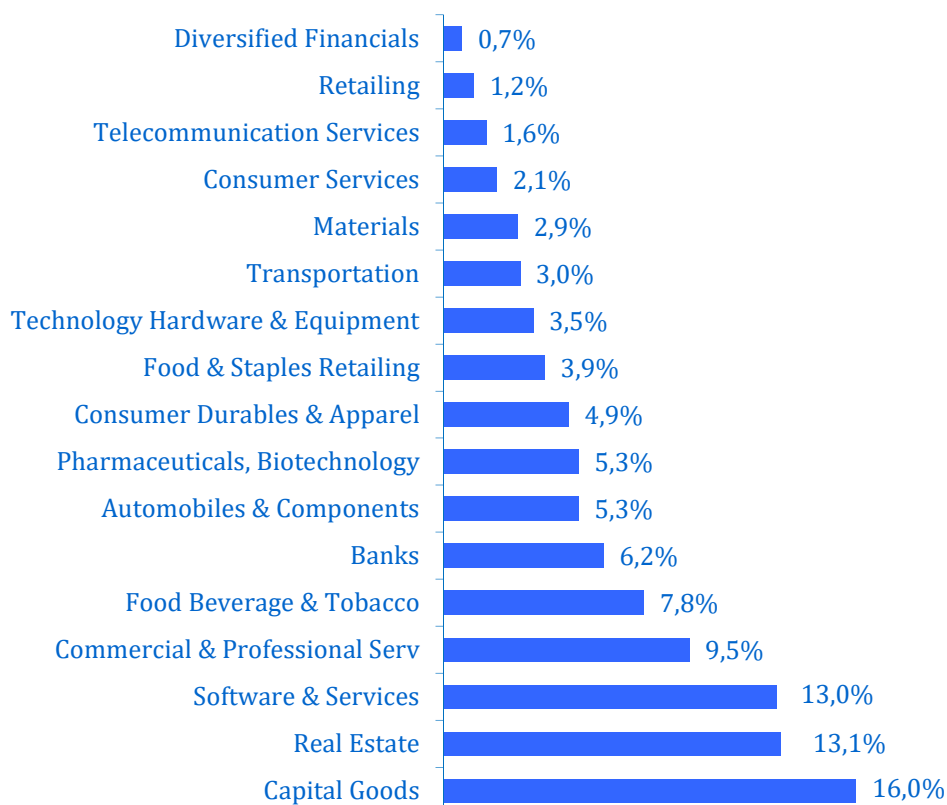


■ BIG CAPS (> 5bn) ■ MID CAPS (5-2 bn) ■ SMALL CAPS (<2bn)

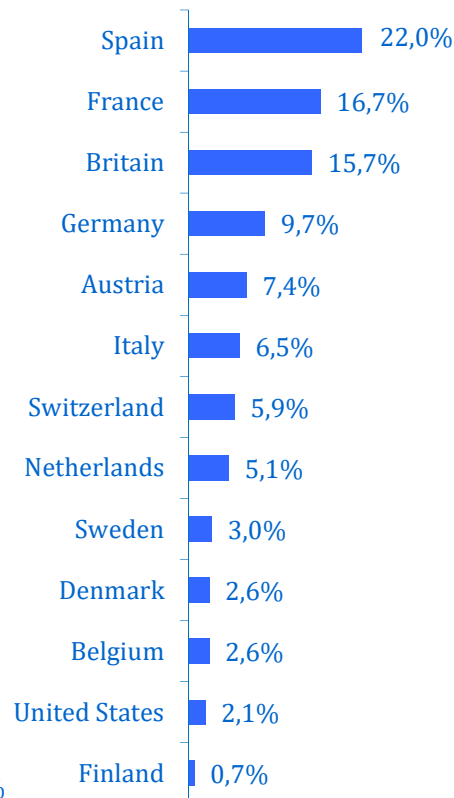
DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

| | |
|----------------|-------|
| RENDA VARIABLE | 92,6% |
| LIQUIDEZ | 7,4% |

EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





LIERDE Valor liquidativo 31/12/2015: 91,09

INFORMACIÓN GENERAL

| | |
|---------------------|---|
| Fecha lanzamiento | 1994 |
| Patrimonio * | EUR 172,07 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 31/12/2015

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.