



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	17,5%	19,0%
12 MESES	LIERDE	STOXX 600
Beta	0,71	
Volatilidad	8,4%	10,4%

RENTABILIDADES HISTÓRICAS

AÑO	LIERDE	STOXX 600* (Net Return)	Relativo
1994	28,6%	-0,3%	28,8%
1995	-2,7%	17,2%	-19,9%
1996	44,3%	24,8%	19,5%
1997	79,5%	41,2%	38,3%
1998	40,2%	21,1%	19,1%
1999	21,0%	38,2%	-17,2%
2000	-4,6%	-3,8%	-0,7%
2001	3,7%	-15,6%	19,3%
2002	-26,3%	-30,4%	4,1%
2003	34,5%	15,9%	18,6%
2004	3,2%	12,2%	-9,0%
2005	42,3%	26,7%	15,6%
2006	27,2%	20,8%	6,4%
2007	8,7%	2,4%	6,4%
2008	-42,1%	-43,8%	1,6%
2009	45,7%	32,4%	13,3%
2010	10,7%	11,6%	-0,9%
2011	-15,8%	-8,6%	-7,2%
2012	16,4%	18,2%	-1,7%
2013	27,4%	20,8%	6,6%
2014	-0,1%	7,2%	-7,3%
2015	18,6%	6,8%	11,8%
2016	4,2%	1,7%	2,5%
2017	18,2%	10,6%	7,6%
2018	-0,9%	-0,3%	-0,5%
Acumulada	1750,7%	466,0%	1284,7%
Media	16,0%	9,5%	6,5%

* Stoxx 600 incluyendo dividendos

RENTABILIDAD ACULUMULADA (base 100)





COMENTARIO DE LOS GESTORES

En junio la rentabilidad de LIERDE experimentó una bajada del -1,0% frente a un -0,6% del Stoxx 600 (Net Return) y un -0,3% del Eurostoxx 50. En el año LIERDE acumula una rentabilidad de -0,8% frente a un -0,3% el Stoxx 600 (Net Return) y un -3,1% del Eurostoxx 50. El valor liquidativo de LIERDE a cierre de junio se situó en 111,23 euros/acción y la liquidez de la cartera en 15,4%. La volatilidad de los últimos doce se mantiene en 8,4% frente al 10,4% del Stoxx 600 y 11,5% del Eurostoxx 50.

Por el lado macro, la Reserva Federal subió los tipos 25pb según lo esperado y modificó al alza las estimaciones de crecimiento e inflación para 2018. El ECB por su parte sorprendió anunciando la extensión del QE hasta diciembre de este año y con un mensaje muy claro alejando las subidas de tipos hasta, como mínimo, después del verano de 2019 (en función de la evolución de los datos de actividad e inflación). El BoJ también envió un mensaje claramente *dovish* manteniendo el estímulo monetario y bajando su estimación de inflación actual.

En cuanto a la cartera, el peor comportamiento relativo de LIERDE en el mes se debe por una parte al *profit warning* de Ferratum, y por otra al retroceso de varios “pesos pesados” de la cartera, los cuales han registrado caídas por encima de las de los índices sin noticias relevantes en la mayoría de los casos. Valeo y Hella son ejemplos de ello. En primer lugar, Ferratum anunciaba un ajuste de su *guidance* para el año 2018 con una bajada del 9% tanto a nivel de ventas como de EBIT. La compañía justificaba ese menor crecimiento debido a una caída del ratio de créditos concedidos (12% frente al 22% el año pasado) en la primera parte del año. El motivo era que su sistema de análisis (algoritmos) había comenzado el año muy conservador, aunque ya dijeron que se había ajustado. La realidad es que el menor crecimiento en el año era algo que el mercado venía anticipando desde la publicación de resultados del primer trimestre, como reflejaba la caída del -30% que ya había registrado la acción. Por ello, el -23% de caída el día del *profit warning* nos sorprendió. Al fin y al cabo, Ferratum crece a tasas del 20% con un RoE del 25-27% y cotiza por debajo de 10x P/E 2019. En segundo lugar, el *profit warning* de Osram, compañía alemana de sistemas de iluminación que no tenemos en cartera, afectaba de forma muy significativa a todos los fabricantes de componentes del automóvil. Compañías en cartera tales como Valeo o Hella sufrían el contagio y ya acumulan retrocesos del 20% desde los máximos de mayo-junio. Hella cotiza en torno a 9x EV/EBITA 2019 y Valeo por debajo de 8x. De nuevo el mercado no discrimina a corto plazo entre compañías del sector, sin importar la calidad del negocio, el grado de exposición a tendencias estructurales y la labor de gestión de los equipos directivos.

Por el lado de las compras, incorporamos a la cartera la compañía Link Mobility. Tras nuestro viaje a Estocolmo y reunirnos con el CFO, Thomas Berge, decidíamos construir una posición en esta compañía noruega especializada en *Mobile Messaging*. Se trata del líder europeo en el envío de mensajes (B2C) tanto por SMS como por otros medios (Whatsapp, Facebook Messenger...) por el que las compañías envían a sus clientes todo tipo de información y avisos (paquetería, promociones, ofertas, tarifas, horarios, etc). La compañía crece orgánicamente al +25% anual y los beneficios crecen a tasas superiores por el fuerte apalancamiento operativo. Adicionalmente al crecimiento orgánico, la compañía realiza numerosas adquisiciones y en un mercado muy atomizado con idea de alcanzar una cuota de mercado en Europa del 40%. Es decir, su estrategia se centra en comprar competidores a múltiples muy atractivos (media de 6x EV/EBITDA) y que ya tienen una buena relación con los operadores de la zona. Asimismo, no sufre riesgo de disrupción tecnológico dado que si surge una nueva forma de comunicación sería tan sencillo como integrarla en su software (y por ende a sus clientes), como una forma más de comunicación. Además, los contratos que firman no están acotados a una única área geográfica (su mayor cliente DHL presente en 200 países) y que el 99% de sus clientes son únicos. En cuanto a la sostenibilidad del negocio, al ser un agregador de sistemas de mensajería presenta una ventaja en precio respecto a los operadores de mercado o incluso de Whatsapp, ya que su *target* de clientes es más reducido (sólo aquellos clientes que usan Whatsapp pueden recibir mensajes cada vez que reciean un paquete de Amazon). Todo lo anterior unido a una valoración muy atractiva (comenzamos a comprar a EV/EBIT 8.5x de 2019), fue lo que nos llevó a comprar el 2% del fondo en el valor. A principios de julio, cuando habíamos construido la mitad de la posición, el fondo de *private equity* Abry Partners lanzó una oferta sobre la compañía con una prima del 30% sobre la cotización (NOK 225), dejándonos un sabor agri dulce ya que se sitúa lejos de nuestro precio objetivo.

Por último, subíamos peso en Dürr dado que las acciones volvían a caer otro -7.4% en el mes (1,7% de la cartera). Seguimos pensando que no está justificado que una compañía de esta calidad (negocio industrial con RoCEs del 30-40%) esté cotizando a 8x EV/EBITA del 2019. Asimismo, decidíamos aumentar la posición en Danone, Ferroviario, Roche, Samsonite y Dominion.

Por el lado de las ventas, como comentábamos en mayo, liquidamos totalmente las posiciones de Grammer y Renta Corporación. Ambas con rentabilidades muy atractivas, del 50% en 9 meses en el caso de Grammer y del 230% en el caso de Renta Corporación desde que comenzamos a comprar en mayo de 2015. Igualmente vendíamos la posición residual que aún teníamos en Restaurant Group. Por último, comentar que seguimos reduciendo posición en Avon Rubber ya que la acción ha tenido un excelente comportamiento y pensamos que el potencial es reducido a estos precios.

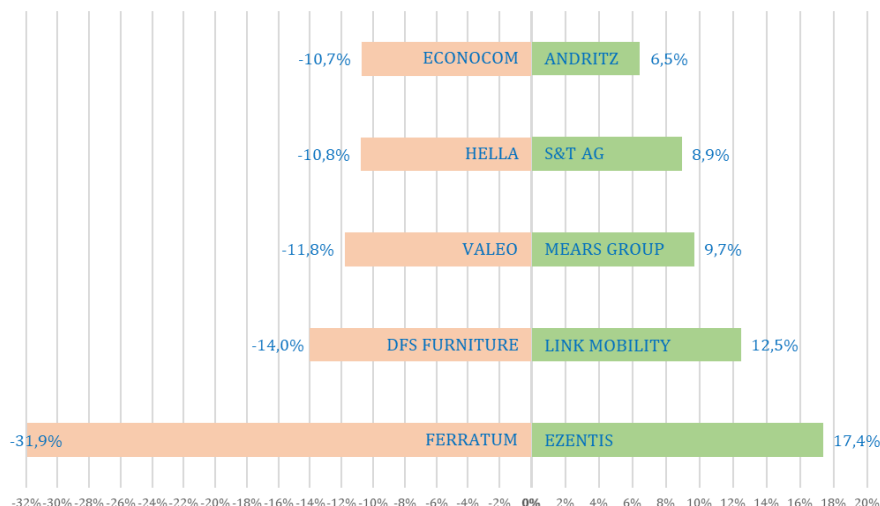
Para concluir, comentar que la política y geopolítica ha tenido un impacto en las bolsas a nivel mundial durante el mes de junio: en Italia con la posibilidad de que se saltase los compromisos sobre déficit y deuda adquiridos con Europa por un lado, en España la incertidumbre sobre la formación de gobierno en España y por último, la escalada tensión comercial entre Estados Unidos y China y Europa. Después de leer todo tipo de titulares estamos deseando que empiece la temporada de resultados en Europa para poder evaluar en qué medida todo esto es simple ruido o si ha afectado a nuestras compañías. Al fin y al cabo, las correcciones en mercado por simple ruido lo que genera son extraordinarias oportunidades de compra.



PRINCIPALES POSICIONES

TOP 10	
1.- LAR ESPAÑA	3,3%
2.- MERLIN PROPERTIES	3,1%
3.- DEVOTEAM	2,9%
4.- REALIA BUSINESS	2,6%
5.- S&T	2,5%
6.- GLOBAL DOMINION	2,4%
7.- VINCI	2,2%
8.- SOFTWARE AG	2,2%
9.- ING GROEP	2,2%
10.- FRESENIUS SE & CO	2,1%
TOTAL TOP 10	25,5%

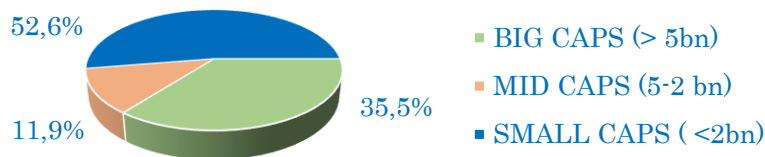
RENTABILIDAD MENSUAL (5 mejores y 5 peores valores)



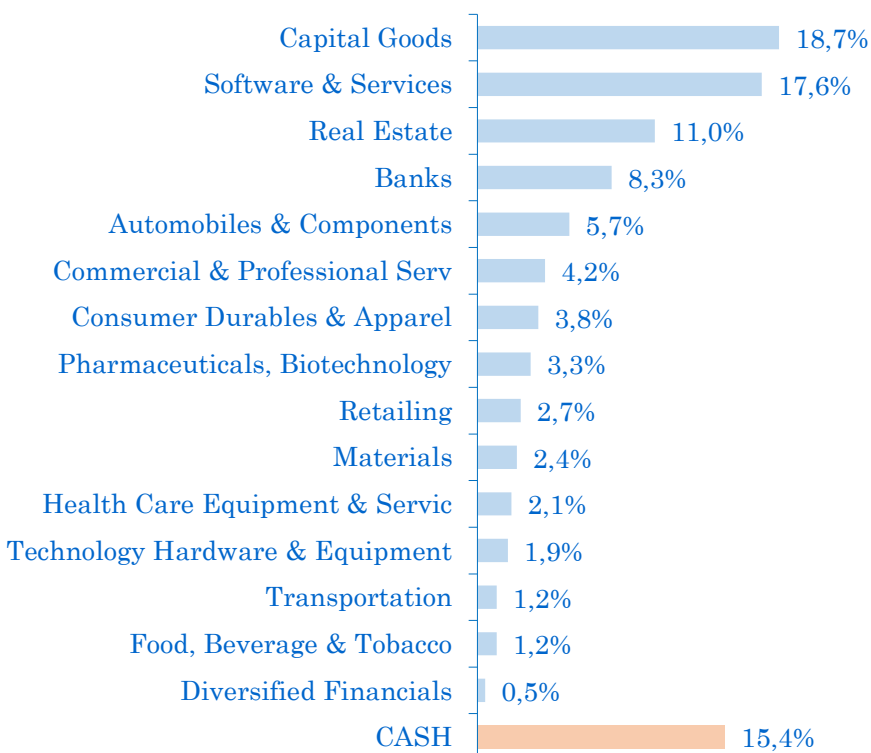
DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

Renta Variable	84,6%
Liquidez	15,4%

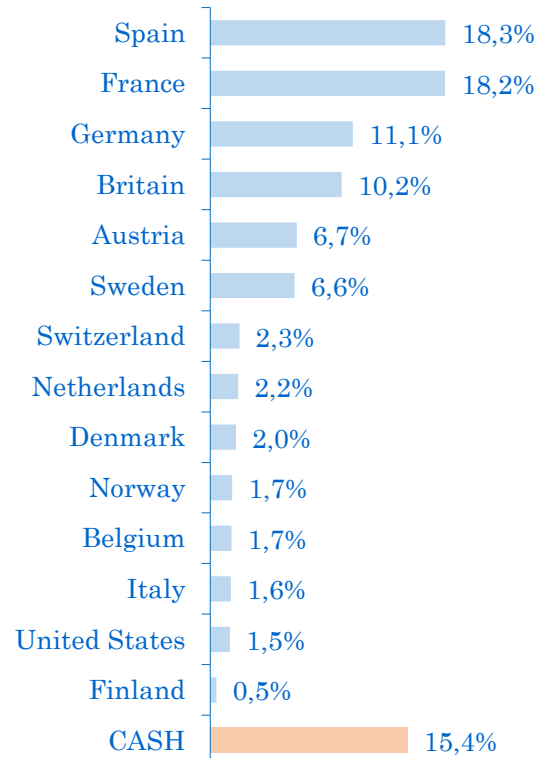
DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





LIERDE

 Valor liquidativo 30/06/2018: 111,23

INFORMACIÓN GENERAL

Fecha lanzamiento	1994
Patrimonio *	EUR 390,3 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 30/06/2018

DISCLAIMER

Este mensaje se dirige exclusivamente a su destinatario, y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional, o cuya divulgación está legalmente prohibida. Cualquier opinión en el contenida es exclusiva de su autor y no representa necesariamente la opinión de la empresa. Si ha recibido este mensaje por error, le rogamos nos lo comunique de forma inmediata por esta misma vía y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. El correo electrónico vía Internet no es seguro y no se puede garantizar que no haya errores ya que puede ser interceptado, modificado, perdido o destruido, o contener virus. Cualquier persona que se ponga en contacto con nosotros por correo electrónico se considerara que asume estos riesgos. Los datos personales facilitados durante las comunicaciones comerciales con clientes y proveedores serán tratados por AUGUSTUS CAPITAL (delegadopd@augustuscapital.es) con la finalidad de permitir la gestión contable, fiscal y administrativa de la relación contractual o precontractual. Los datos se conservarán mientras no se solicite su supresión por parte del interesado. Tiene derecho a acceder a sus datos personales, rectificar los datos inexactos o solicitar su supresión mediante petición escrita, adjuntado copia de su D.N.I o cualquier otro documento identificativo equivalente.

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.