



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	17,4%	19,0%
12 MESES	LIERDE	STOXX 600
Beta	0,71	
Volatilidad	8,4%	10,3%

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	-1,2%	2,8%	-3,9%
Acumulada	1744,8%	483,8%	1261,0%
Media	15,9%	9,5%	6,4%

* Stoxs 600 incluyendo dividendos

RENTABILIDAD ACULUMULADA (base 100)





COMENTARIO DE LOS GESTORES

En julio la rentabilidad de LIERDE experimentó una bajada del -0,3% frente a un +3,1% del Stoxx 600 (Net Return) y un +3,8% del Eurostoxx 50. En el año LIERDE acumula una rentabilidad de -1,2% frente a un +0,6% del Eurostoxx 50 y un +2,8% el Stoxx 600 (Net Return). El valor liquidativo de LIERDE a cierre de julio se situó en 110,87 euros/acción y la liquidez de la cartera en 13,2%. La volatilidad de los últimos doce meses se mantiene en 8,4% frente al 10,3% del Stoxx 600 y 11,4% del Eurostoxx 50.

La cartera ha tenido dos eventos excepcionales en el mes, uno positivo y otro negativo. Por un lado, nuestra última incorporación a la cartera, la compañía noruega **Link Mobility**, era opada con una prima del 30% por un fondo de capital riesgo. Esta buena noticia nos aportaba +30 puntos básicos a la rentabilidad de la cartera, pero nos dejaba un sabor agridulce ya que sólo habíamos podido construir el 50% de nuestra posición. Por el lado negativo, **Econocom** caía un -33% en el mes tras un “*profit warning*”, que tenía un impacto de -60 puntos básicos en la cartera. En definitiva, el resultado neto de ambos eventos extraordinarios era de un -0,3%. Destacar que, siendo ambos eventos excepcionales, tan sólo el primero es definitivo. La OPA sobre **Link Mobility** es firme y ya hemos comunicado que la aceptamos. La situación de **Econocom**, como explicamos más adelante, se debe en gran parte a una sobre-reacción del mercado, por lo que pensamos que puede ser recuperable.

En cualquier caso, la cartera habría tenido un comportamiento plano en el mes sin los eventos anteriores, que sigue siendo un comportamiento excesivamente débil frente al de los índices europeos. La pregunta clave a responder es qué ha pasado en el mes y cómo puede afectar a la rentabilidad futura de LIERDE. Dada la prudente diversificación de la cartera (hemos comentado anteriormente que han sido sólo dos los eventos excepcionales y su efecto ha sido reducido), la única razón posible es que el conjunto de la cartera haya sufrido en el mes. Este ha sido el motivo fundamental y, de hecho, datos como que menos de un tercio de las compañías en cartera han tenido un mejor comportamiento que los índices lo confirman. A lo largo de los ya más de 24 años de historia, hemos vivido situaciones similares en las que la cartera sufría a corto plazo sin un repunte significativo del porcentaje de errores. La razón fundamental siempre ha sido un evento macroeconómico que ha ocasionado un *de-rating* generalizado de la cartera. Por ejemplo, en junio de 2016 fue la última vez que la cartera sufrió una situación similar coincidiendo con el resultado del referéndum sobre el BREXIT. En esta ocasión, la incertidumbre sobre la posible guerra comercial entre Estados Unidos con el resto del mundo ha incrementado la incertidumbre de los inversores sobre la situación macroeconómica. En estos entornos de mayor desconfianza, los sectores más expuestos al crecimiento global o las compañías de mediana y baja capitalización sufren en sus cotizaciones, especialmente, frente a los sectores tradicionalmente más defensivos. Nuestro estilo de gestión no distingue entre defensivo o cíclico, sino entre compañías con negocios de calidad y capacidad de generar valor para el accionista a largo plazo. Lo realmente importante es analizar la capacidad de reacción de nuestra cartera en este tipo de situaciones. En los doce meses siguientes al BREXIT, LIERDE obtuvo una rentabilidad del +29,1%, superando en 11 puntos porcentuales el +18,1% del Stoxx 600 (Net Return).

Dentro de los cambios más relevantes, hemos de destacar que hemos subido peso en varias compañías de calidad tales como **Samsonite**, **Roche**, **Andritz** y **Coats Group**. Por el lado de las ventas, seguimos reduciendo peso en **Avon Rubber** y **S&T AG** tras el excelente comportamiento de ambas compañías (+52% y +430% respectivamente desde su incorporación a la cartera). Adicionalmente, hemos vendido la posición en **Rieter** dada la peor evolución operativa del negocio frente a nuestras expectativas.

Respecto a **Econocom**, la compañía anunciaba un “*profit warning*” que suponía una caída del -32% en el día tras haber bajado un -26% las semanas previas, llevando a más de un -60% la caída acumulada desde máximos. Si tenemos en cuenta que la bajada de estimaciones de beneficio operativo anual era del -23% (de 120 millones frente a los 155 millones estimados), es evidente que la cotización ha puesto en precio un escenario muy negativo. Hablábamos con la compañía para entender las causas de la peor evolución del negocio. De forma resumida, varios retrasos en la firma de algunos contratos y una aceleración del proceso de reestructuración parecen ser las razones fundamentales. Asimismo, en las conversaciones percibíamos que el nuevo “*guidance*” para 2018 podría ser demasiado cauto. Por otro lado, la compañía mantenía los objetivos de su ambicioso plan estratégico hasta 2022. Hemos modelizado un entorno de estrés en el que la compañía sólo logra ganar 170 millones de euros en 2022 frente a los 300 de su plan estratégico y los 154 que obtuvieron el año pasado. Si tenemos en cuenta el crecimiento orgánico de la compañía y la ya anunciada mejora de márgenes una vez finalizada la reestructuración, no parece un escenario difícil de alcanzar. El potencial a los precios actuales es inusualmente elevado para la calidad de la compañía. Cotiza a EV/EBIT 8,3x y P/E 7,5x del año 2019. Hemos comprado acciones en el mes tras la fuerte caída de la cotización, pero la posición actual (1,4%) sigue siendo inferior al 1,9% que teníamos a principios de mes. La realidad es que después de hablar con su equipo directivo, seguimos confiando en el futuro de una compañía familiar que ha cumplido los dos anteriores planes estratégicos. Desde que invertimos en la compañía hace 5 años siempre hemos mantenido una línea de comunicación muy directa, pero los próximos trimestres vamos a estar muy atentos a la evolución del negocio ante el elevado potencial en un escenario de recuperación.

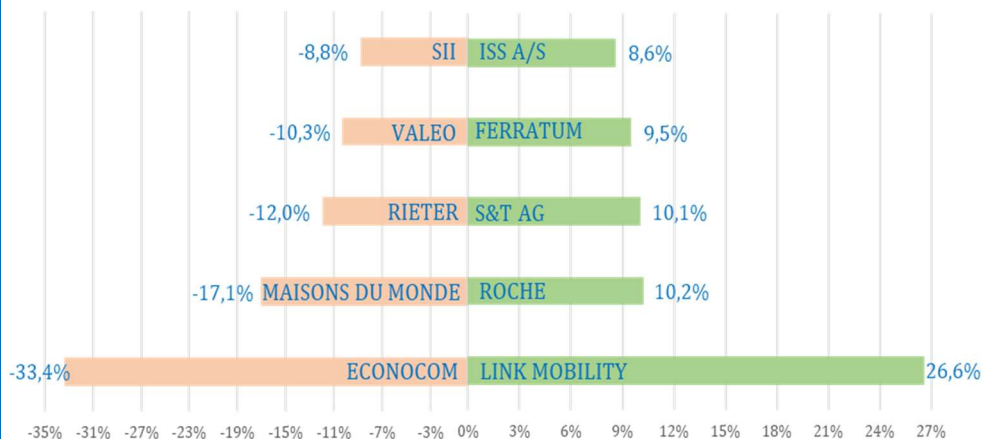
En definitiva, nuestro método no es infalible a corto plazo, pero hasta la fecha con paciencia los resultados a medio y largo plazo siempre han sido positivos. Nuestra filosofía consiste en que el método siempre prevalezca sobre las ideas individuales. La experiencia nos demuestra que es la mejor fórmula para minimizar las pérdidas que puedan ocasionar los posibles (e inevitables) errores. Como en otras ocasiones, seguimos aprovechando el “ruido” macroeconómico para incrementar peso en valores de calidad. Por otro lado, es cierto que ante la mayor incertidumbre de los mercados hemos adoptado una posición algo más conservadora en nuestros modelos, bajando la estimación de generación de valor media anual del +13% al +11,7%. Curiosamente, a pesar de ello el potencial medio anual de la cartera a 4 años ha subido frente al mes anterior. Es decir, la cartera ha sufrido un “*de-rating*” mayor que la teóricamente menor generación de valor o, dicho de una forma más simple, la cartera está más infravalorada hoy que a principios de año incluso con estimaciones más conservadoras.



PRINCIPALES POSICIONES

TOP 10	
1.- DEVOTEAM	3,2%
2.- LAR ESPAÑA	3,2%
3.- MERLIN PROPERTIES	3,1%
4.- REALIA	2,6%
5.- GLOBAL DOMINION	2,5%
6.- VINCI	2,5%
7.- SOFTWARE AG	2,3%
8.- ING GROEP	2,3%
9.- ISS	2,2%
10.- BNP PARIBAS	2,2%
TOTAL TOP 10	26,1%

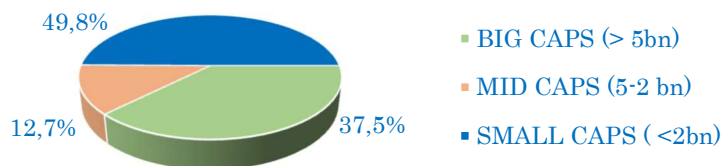
RENTABILIDAD MENSUAL (5 mejores y 5 peores valores)



DISTRIBUCIÓN SEGÚN ACTIVOS

Renta Variable	86,8%
Liquidez	13,2%

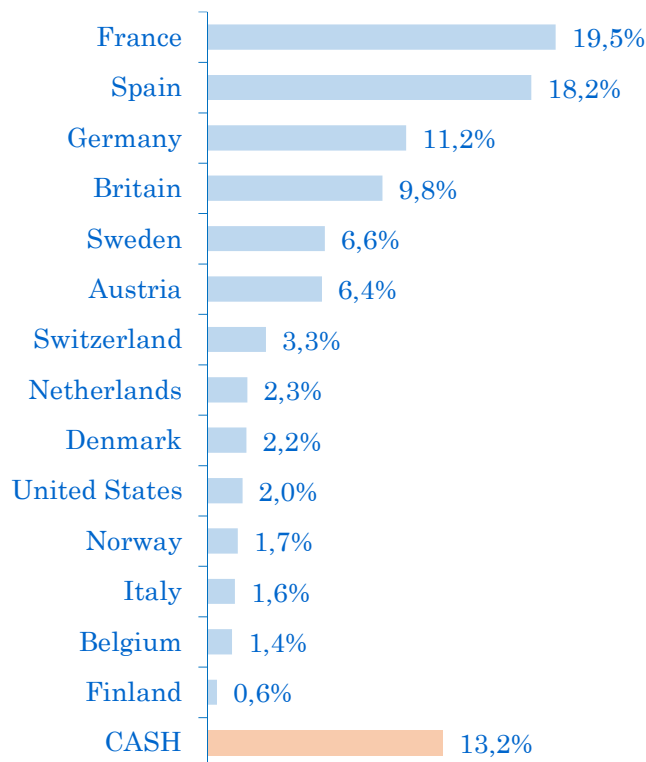
DISTRIBUCIÓN SEGÚN MARKET CAP.



EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA





INFORMACIÓN GENERAL

Fecha lanzamiento	1994
Patrimonio *	EUR 390 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 31/07/2018

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 contenido 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 considerará que asume estos riesgos. Los datos personales facilitados durante las comunicaciones comerciales con clientes y proveedores serán tratados por AUGUSTUS CAPITAL (delegadpd@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.