

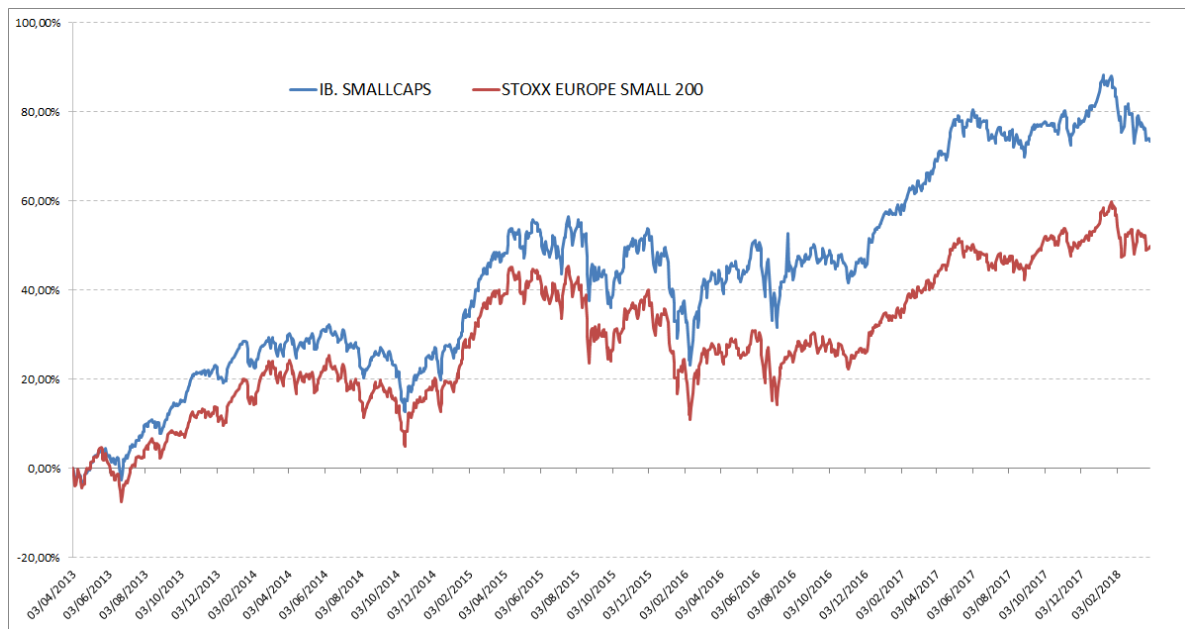
IBERCAJA SMALL CAPS – CARTA PRIMER TRIMESTRE 2018-

Estimados partícipes de Ibercaja Small Caps,

Durante el primer trimestre de este año hemos visto como **la volatilidad ha vuelto a los mercados**. Los inversores, tras un largo período de volatilidades bajas fuera de lo normal, se ponen nerviosos cuando ésta vuelve a entrar en juego, pero en ocasiones se nos olvida que lo que era excepcional era la situación anterior. Y en este entorno de reaparición de volatilidad nos encontramos cómodos, ya que “a río revuelto, ganancia de pescadores”. Con las recientes caídas hemos aprovechado para aumentar posiciones en aquellos valores que nos gustan o en otros que teníamos en el radar y por valoración aún no habíamos podido entrar. **Cuando los mercados corrigen tenemos que comprar aquello que ha sido castigado más de la cuenta y ser pacientes.**

En este entorno, **los índices de renta variable han dado rentabilidades negativas**. EL MSCI Europe Small Caps, el Stoxx 200 Small Caps y el Euro Stoxx 50 corrigieron un -2,96%, -2,72% y -4,07% respectivamente. **Ibercaja Small Caps cierra el trimestre con una rentabilidad del -4,87%.**

A pesar de que no nos gusta quedarnos por debajo de nuestras referencias, nuestras inversiones son a **largo plazo** y no podemos sacar conclusiones anticipadas. Solo podemos hacer un seguimiento exhaustivo nuestras posiciones y ver qué valores en los que estamos invertidos han lastrado la rentabilidad y si eso se debe a un motivo puntual o estructural.



Durante este trimestre, en un principio, las caídas fueron ocasionadas por los miedos a los aumentos de tipos de interés. Los inversores en el mes de febrero se preguntaban si estábamos ante una mera recogida de beneficios o si, por el contrario, nos encontrábamos ante un cambio de tendencia, dado lo avanzado del ciclo económico. Posteriormente, tomaron el relevo las preocupaciones sobre el posible impacto que una posible guerra comercial entre Estados Unidos y China podría tener sobre el

crecimiento global si esto se extendía a más regiones. En cuanto al primer foco de volatilidad, pensamos que una subida de tipos, la cual va a ser gradual, y ocasionada por una mejora económica, no debería ser negativa para la renta variable. Así mismo, en lo referente a una guerra comercial, ni a Estados Unidos ni a China les interesa que esto ocurra. El primero tiene elecciones en Noviembre a la cámara de representantes, y no querrá llegar a ellas con una economía debilitada y unos mercados sufriendo correcciones. Así mismo necesita estar en buena sintonía con los chinos de cara a posibles negociaciones con Corea del Norte. El segundo, no debería hablar mucho, ya que no ha llevado a cabo gran parte de las reformas a las que se comprometió cuando entró en la Organización Mundial del Comercio en 2001. Con lo que actualmente tenemos sobre la mesa, 50bn \$ en aranceles para 1300 exportaciones chinas (además de los 3bn \$ que recaen sobre los metales), el impacto es limitado, ya que supondría solo un 0.1% del PIB chino. De ahí que tampoco esperemos fuertes reacciones. Pero como siempre digo, no considero que pueda hacer predicciones macroeconómicas precisas o saber que va a pasar desde el punto de vista geopolítico. Lo que sí puedo hacer es identificar posibles focos de volatilidad para aprovecharnos de ella. Mi tarea como analista y gestor es hacer números y saber si una compañía está lo suficientemente barata como para comprarla.

Análisis de la rentabilidad de la cartera:

↑ MAYOR APORTACIÓN	↓ MAYOR DETRACCIÓN
FLOW TRADERS	ARYZTA
EZENTIS	TECHNICOLOR
CANCOM	GREENCORE
AMS	NEINOR HOMES

Valores que más han contribuido a la rentabilidad de la cartera:

Por el lado positivo el valor que más rentabilidad ha aportado a la cartera ha sido **Flow Traders**. La compramos tremendamente barata anticipándonos a un repunte de volatilidad que le favorece (tal y como ha comunicado el equipo directivo) y esta apuesta de valor nos ha pagado. Publicó resultados con unos ingresos un 6% mejor de lo esperado por el consenso y situó su payout en un 76%. Un claro ejemplo de cómo invirtiendo en valores que nadie quiere e infravalorados podemos obtener grandes rentabilidades. La rentabilidad que hemos acumulado en el valor es del +60%.

Grupo Ezentis ha sido otro valor que nos deja un gran sabor de boca. Consideramos que la compra del negocio de mantenimiento de redes que Ericsson tiene en España es una muy buena apuesta estratégica, ya que convierte a España en su principal mercado reduciendo su riesgo de negocio. Estuvimos reunidos hace un par de semanas con el equipo directivo en nuestras oficinas y nos gustó su apuesta por consolidar todo lo comprado hasta la fecha y centrarse en el negocio que saben hacer, reduciendo los riesgos de nuevas diluciones para los accionistas existentes vía nuevas ampliaciones de capital. Un potencial acuerdo de refinanciación de los 78 millones de euros que le deben a Highbridge reduciría considerablemente los costes financieros del grupo. Parece que las entidades financieras se muestran proclives a cerrar tal refinanciación. El mercado ha empezado a entender el potencial de esta compañía. Solo con el ahorro de gastos financieros y la activación de escudos fiscales obtenemos un precio objetivo con un potencial del +20%. Y ello, sin incluir las mejoras tanto en ventas como en

La información contenida en el presente documento es una comunicación de carácter comercial, de carácter genérico y no personalizada. En consecuencia, nada de lo contenido en el mismo debe considerarse como una recomendación, directa o indirecta, para realizar una o más operaciones relativas al instrumento financiero al que se refiere. Existe a su disposición un folleto del fondo que puede obtenerse gratuitamente en www.ibercaja.es

márgenes que estamos modelizando. Esta es una compra con un claro margen de seguridad, el cual sin duda se irá cerrando conforme los inversores recuperen la confianza en la compañía y su equipo directivo.

Cancom es otro de los valores estrella del fondo, que viene siendo uno de los que más han aportado a la cartera durante un largo período de tiempo (+111%). Publicó unos buenos resultados con unas ventas subiendo un +13,5% y un EBITDA en un +15,9%. La mayor sorpresa vino por el lado del aumento de márgenes de la división de internet en la nube (Cloud Computing), pata del negocio que más nos llamó la atención cuando decidimos abrir posición en este valor. La posición financiera con 160 millones de caja es sólida. Hemos aprovechado las recientes apreciaciones del valor para reducir la posición a medida que se acerca a nuestro precio objetivo. Actualmente tenemos un 2% de la cartera invertida en la compañía.

AMS, compañía líder en la producción de sensores 3D, que están siendo incorporados cada vez en mayor medida a los Iphone y Android, recogió importantes alzas tras realizar un conference call muy bullish elevando sus guías para 2018 elevando su crecimiento de Ingresos. El equipo directivo fue claro en el conference call en citar que 2018 será un año muy fuerte y que los crecimientos serán similares a los de 2017. Esto elimina de un plumazo los miedos de los bajistas que defendían que unas menores ventas del Iphone X llevarían a un mayor riesgo para este año para la compañía. La acción se lo tomó muy positivamente y llegó a marcar máximos de cotización. Podríamos ver crecimientos de ventas solo en la pata de señores 3D de aproximadamente un 60% en dos años. A parte de esta unidad de negocio también fabrica sensores de luz, color y audio expuestos al contenido no solo de los Smartphone sino también a aplicaciones industriales, médicas y de automoción. La compañía queda cotizando a 15 x P/E 2019 (que para el potencial de crecimiento es barato), generando un Free Cash Flow yield del 7%.

Valores que menos han contribuido a la rentabilidad de la cartera:

En la otra cara de la moneda tenemos los valores que más nos han restado en el trimestre. El que más negativamente ha pesado ha sido **Aryzta**. En marzo publicó resultados reiterando las guías para 2018 que ya dio en enero: 335 millones de euros de EBITDA y más de 450 millones de entrada de caja derivada de desinversiones. Sin embargo sigue demostrando una pobre generación de caja libre y los retos a los que se enfrenta la compañía hacen que no se puedan dar compromisos de rentabilidad del negocio en el medio plazo. Lo cual nos deja con poca visibilidad y así lo ha recogido la cotización. Nos preocupa que las presiones en márgenes derivadas del aumento de precio de las materias primas, de los costes laborales y de los costes de distribución hagan más largo el camino hacia la recuperación de márgenes por la que apostábamos.

Technicolor, a pesar de cumplir nuestras previsiones de la venta del negocio de licencias de patentes los términos de esta venta no han cumplido con nuestras expectativas. Si bien es cierto que lo venden por 450 millones de dólares, la forma de articular la operación nos deja fríos. Solo se produce un pago por adelantado de 150 millones, cantidad con la cual no dejan el balance tan limpio como nos habría gustado en nuestra tesis de inversión inicial. El resto de pagos vendrán del 42,5% de los futuros flujos de caja de estas actividades de licencias (la compañía espera que tienen un valor presente de 125 millones de dólares). Así mismo Technicolor ha llegado a un acuerdo por el que podrá beneficiarse de las existentes y futuras patentes. En 2016 y 2017 esto habría equivalido a 15 millones de euros en royalties. Basándose en estas figuras la compañía ha estimado el valor de este acuerdo. De fondo lo que tenemos es una operación estructurada de una forma complicada, que solo nos deja en la

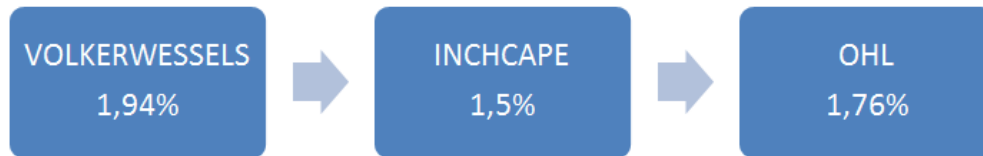
actualidad 150 millones de dólares para reducir la elevada deuda y acelerar el capex para la prometedora división de efectos especiales, donde estamos positivos. EL top management ha estado comprando acciones de la compañía, no unido al programa de stock options. Esto lanza una señal positiva al mercado, pero ponemos en revisión el modelo de negocio.

Nuestra apuesta por **Greencore** se ha visto afectada por una presentación de resultados donde el negocio de Estados Unidos vuelve a decepcionar. Las previsiones a medio plazo permanecen positivas según el equipo directivo y los objetivos de crecimiento se han confirmado. Sin embargo volver a conseguir que el mercado vuelva a tener confianza en la recuperación de la pata de USA va a ser difícil, y es un pilar fundamental de la tesis de inversión. La compañía realizaba un profit warning con una bajada de números del 6% en EBIT. Ha anunciado la reestructuración de su actividad en Estados Unidos. Va a cerrar su planta de Rhode Island donde la utilización de capacidad está en el 20%. El impacto de las antiguas operaciones en USA, los retrasos en nuevos negocios en el país y el efecto divisa son los principales causantes de la rebaja en estimaciones de beneficio para este año. El negocio en UK (71% de su EBIT) y el negocio comprado en USA de Peacock (29% EBIT) siguen funcionando bien. Los problemas se centran solo en los negocios antiguos de la compañía en USA, donde ha invertido 250 millones de dólares y no ha conseguido hacer nada de EBIT. Por ello, al tener un negocio de fondo sólido, el comportamiento de la acción quedará supeditado a que el equipo directivo consiga reestructurar con éxito el negocio legacy de estados unidos y dejen de hacer inversiones improductivas en el mismo.

En cuanto a nuestra inversión en **Neinor Homes**, conforme el precio de la acción caía hemos sido compradores agresivos de la misma. Tras la presentación de resultados, el mercado se puso nervioso por un retraso en la entrega de viviendas frente a lo inicialmente comunicado por la compañía. De entregar 3100 en el año 2019 van a entregar 2000 unidades. Estamos hablando de retrasos en entregas de unos 6 meses. Hablamos directamente con la compañía nada más publicar tales cifras y nos explicaron que se debía en el 80% de los casos a un tema de adjudicación de licencias. No hay ningún problema en el mercado subyacente, lo cual nos hace seguir positivos con nuestra tesis de inversión. Es más, nos confirman que en 2020 en adelante van a estar entregando una cifra de 4000 viviendas anuales. La pobre labor de comunicación de la compañía y la marcha de Lone Star del accionariado tampoco ha ayudado. Las preventas siguen en niveles sanos, los precios de la vivienda subiendo y el margen bruto en niveles del 28% (frente al 27% que guiaron en la IPO). Con correcciones del -16.61% en el año consideramos que la acción estaba “de rebajas” y seguimos aumentando nuestra posición, no sin antes mantener una conversación con Juan Velayos, Consejero Delegado de la compañía que nos dio luz sobre un par de extremos que nos preocupaban y pudimos seguir positivos con el caso de inversión.

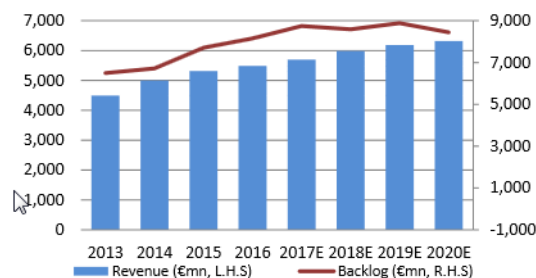
En cuanto a las **operaciones del período**, por el lado de las compras que aún no hemos comentado en las actualizaciones mensuales anteriores, tenemos como nuevas ideas Inchcape, Volkerwessels y OHL.

NUEVAS POSICIONES



Volkerwessels es una compañía constructora holandesa que disfruta de resistentes márgenes y fuerte generación de caja. Buscan un crecimiento medio durante el ciclo del 3%, de forma que no son muy agresivos, lo cual les beneficia en momentos de contracción de su mercado. Así mismos están centrados en mantener márgenes y generar caja, lo cual antepone a las nuevas órdenes y cartera de pedidos. Nos movemos en márgenes EBITDA del 4-5 %, viendo en solo una ocasión un margen del 3,2%. Su EBITDA se divide en un 60% Holanda (40% Edificación, 30% Infraestructura, 30% Energía e industria) y 20% Canadá (realizan mantenimiento de carreteras, tienen canteras de áridos...etc. donde tienen un margen EBITDA del 18%). Es interesante su exposición aquí a British Columbia, área con un clima extremo donde nieva mucho y que todos los años debes hacer labores de reconstrucción. Un 12% del EBITDA está expuesto a UK con negocios en mantenimiento de carreteras y edificación comercial. Y un 4% EBITDA a Alemania en construcción residencial. Por actividad tenemos un 40% de los ingresos derivados de construcción (principalmente Holanda Y Alemania), un 45% infraestructuras (Holanda, Canadá y UK) y un 12% servicios industriales en Holanda.

Exhibit 3: ... resulting in healthy 3-4% annual revenue growth

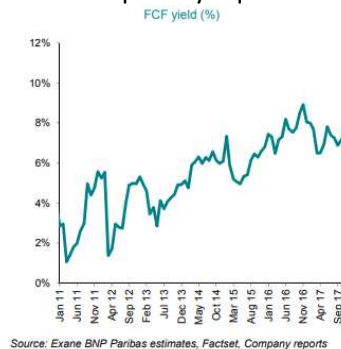


E = Morgan Stanley Research estimates. Source: Company data (historicals), Morgan Stanley Research

Nos gusta su fuerte generación de caja. Con un capex medio del 1.3% de los ingresos, y esperando que las sólidas tendencias de sus mercados continúen, esperamos que su posición de caja neta continúe en aumento. Para 2019 esta compañía podría generar 185 millones de Flujo de caja Libre (FCFY 9.7%), de los cuales, según el equipo directivo entre un 50-70% será el payout. Esperamos una rentabilidad por dividendo como mínimo del 5%. Cotiza a 6.8x EV/EBITDA frente a 8x de sus comparables y 12.9x P/E vs 15.8x de la industria.

Inchcape es un distribuidor global de coches premium y de lujo que también ofrece servicios de postventa. Es un valor que ya tuvimos en el fondo en el cual deshicimos posiciones como consecuencia de haber alcanzado nuestro precio objetivo. Las últimas correcciones del mercado nos han permitido

volver a construir posición ya que cotizando a 9,8x P/E y un FCFy del 7,7 % pensamos que se ha abierto una oportunidad de volver a invertir en la compañía ya que está barata frente a sus medias históricas.



Parece que el mercado ha castigado el valor con motivo de un ajuste en las estimaciones de crecimiento como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento de dos mercados importantes como son Singapur y Honk Kong. El mercado no está valorando correctamente el cambio hacia el segmento de distribución (actualmente 80% del beneficio del grupo y márgenes EBIT del 8%) en detrimento del negocio retail con menores márgenes (20% del beneficio y 2% de margen EBIT). Las 6 compras realizadas en los últimos 2 años han sido en el segmento de distribución.

Abrimos posición en **OHL**, ya que pensábamos que la probable venta del negocio de concesiones (que el mercado ponía en duda y que finalmente se ha producido) haría cristalizar el valor oculto de la compañía. Solo valorando la venta de este negocio en 2100 millones de euros (ya ajustado por la fluctuación de la divisa) OHL vale 5 euros por acción, un 28% por encima de nuestro precio medio de compra. Así mismo se especula que, tras la citada venta, la compañía podría dar un sustancioso dividendo extraordinario.

En cuanto a **incrementos en posiciones ya existentes** destacaría el fuerte incremento de la exposición del fondo a los promotores españoles **Neinor Homes** (3,29% de la cartera) y **Aedas** (2,19% de la cartera). Tras lo que me gusta llamar “la década perdida del ladrillo español”, comienza a aparecer una demanda sana, de familias que han pospuesto su decisión de compra durante la crisis y que ahora se plantean la decisión de compra de vivienda, ayudados por unas mejores perspectivas económicas y unos tipos de interés en mínimos históricos. Así mismo la crisis expulsó del mercado a los promotores menos eficientes dando lugar a una relación entre oferta y demanda muy atractiva para el mercado inmobiliario español. Apostamos por invertir en promotoras que han comprado un banco de suelo a precios muy atractivos, como es el caso de Neinor Homes y sus adquisiciones en 2014.



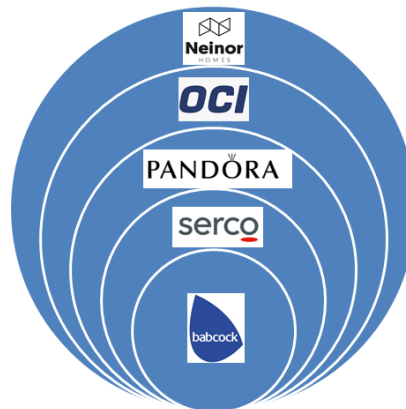
Así mismo también hemos aumentado exposición a la química **OCI**, una vez más, aprovechando la debilidad del mercado hasta alcanzar un 3% de la cartera. No quiero aburrirles con el caso de inversión que ya les explicamos cuando abrimos posición en la compañía.

También hemos aprovechado para ir aumentando nuestra posición en **Software AG** hasta el 2.24%. Nos parece una buena compañía para ganar exposición al “Internet of Things” cotizando a 16x P/E, generando un 5,5% de Free Cash Flow Yield y con caja neta.

Por último hemos comprado más acciones de la gestora de 1769 pubs y fabricante de cerveza inglesa **Greene King**. Nos gusta el plan de negocio que está aplicando de refocalización de marca. Las acciones cotizaban a 8x EV/EBITDA, nivel de cotización en plena crisis de 2008. Siendo que en la crisis sus ventas comparables cayeron tan solo un 1%, y en los últimos 12 meses sus ventas han subido un 1,5%. Genera un 8% de Flujo de Caja, suficiente para cubrir su atractivo dividendo del 5%. Han ido rotando a un modelo donde controlan más el negocio, reduciendo las franquicias del 33.5% en 2011 a 21.5% en 2017. Estamos positivos en el valor, tanto por su valoración como por la capacidad de la compañía para capear una caída del consumo.

Las principales posiciones de la cartera a cierre de trimestre son Neinor Homes (3.29%), OCI (3%), Pandora (2.86%), Serco (2.3%) y Babcock (2.27%)

PRINCIPALES POSICIONES



Continuamos positivos en la inversión en pequeñas compañías europeas y nuestra cartera sigue ofreciendo un potencial de revalorización muy atractivo, más aún tras las recientes compras realizadas aprovechando las caídas del mercado. Viendo los datos de crecimiento de PIB, el mundo sigue creciendo a buen ritmo y de forma sincronizada. Y estos son datos objetivos, lo que tenemos sobre la mesa y sobre lo que debemos trabajar. Y, a pesar de la ligera desaceleración de algún indicador económico adelantado a principios de año, seguimos positivos con el mercado europeo ya que siguen marcando expansión económica. Incluso me atrevería a decir que podríamos ver crecimientos de beneficios empresariales de doble dígito para este año, siendo consecuentes con un crecimiento de nuestro PIB por encima de la tendencia.

Como siempre, cierro esta carta trimestral con mi más sincero agradecimiento por confiar en Ibercaja Small Caps y en quien escribe estas líneas.

Un saludo,



Pedro Lacambra Prieto