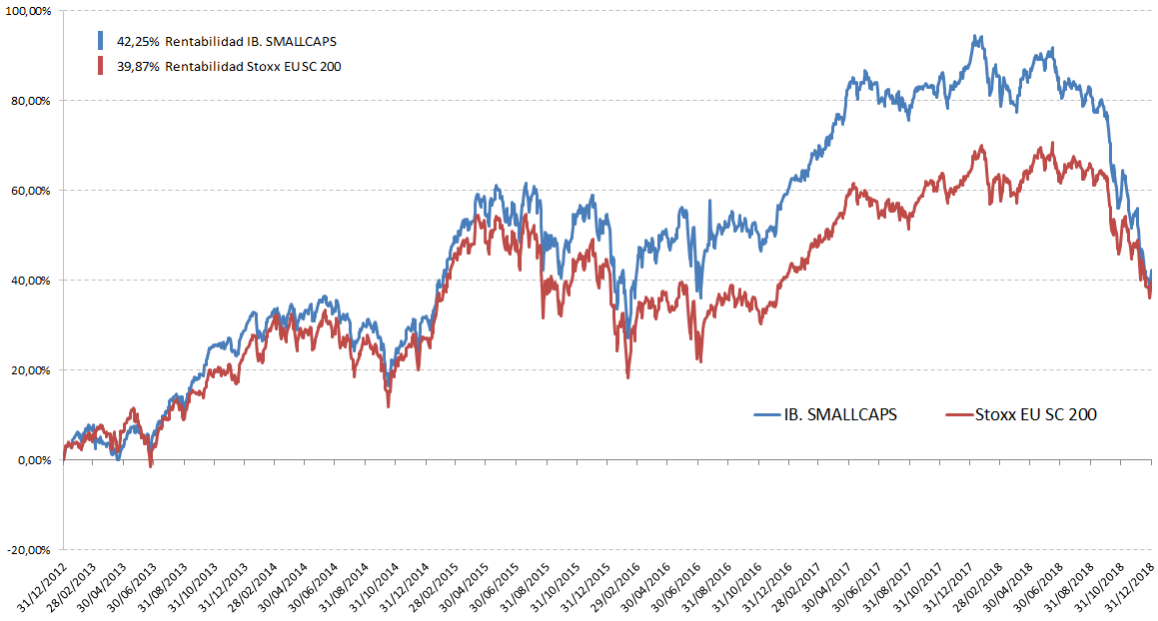
IBERCAJA SMALL CAPS – CARTA A INVERSORES DEL AÑO 2018-

Estimados partícipes de Ibercaja Small Caps,

Cerramos un año negro para los mercados financieros, con más del 90 % de los activos en territorio negativo, prácticamente salvándose solo el dólar. Para las pequeñas y medianas compañías el castigo ha sido exagerado, ya que los inversores fueron presa del pánico como consecuencia del aumento de las probabilidades de entrar en recesión, creyendo estar en el final del ciclo económico, lo que les llevó a deshacerse de las posiciones menos líquidas de sus carteras.

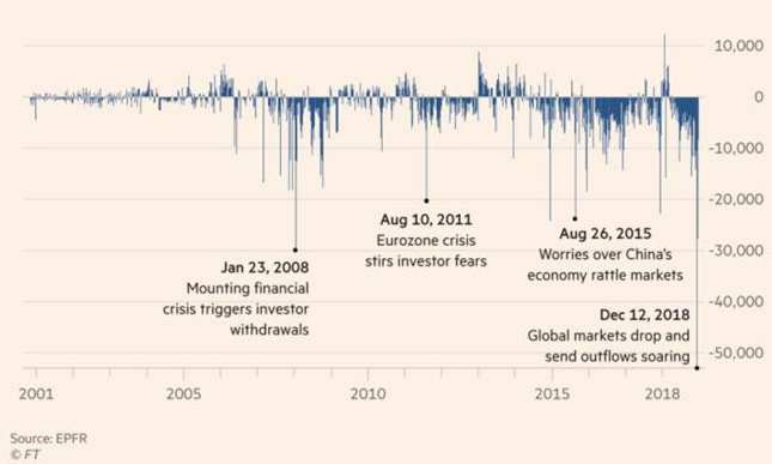
En este entorno, el Stoxx 200 Small Caps deja en 2018 unas pérdidas del –14.78% y el MSCI Small Caps del -17,67%. **Ibercaja Small Caps ha cerrado con una rentabilidad del** -23.68% en su clase B.



Tenemos un entorno económico donde hay muchas heridas abiertas (con el elevado nivel de deuda de los gobiernos siendo la que más sangra). La buena noticia es que varias de ellas ya han sido descontadas por los índices bursátiles, donde hemos visto una gran salida de dinero, alcanzando un record de reembolsos en el mes de diciembre. Si esto es el final de esta salida o no lo desconocemos, ya que vivimos en territorio desconocido. **Jamás habíamos vivido un aumento del tamaño del balance de los bancos centrales como el vivido en los últimos años, y por tanto, los efectos de la disminución y la velocidad de la liquidez inyectada, son nuevamente variables que pueden alterar la evolución de los mercados, al margen de las oportunidades derivadas de valoraciones fundamentales, que pensamos que existen en los valores elegidos en nuestra cartera.**

En la tabla de la siguiente página, podemos apreciar las salidas de dinero de los fondos de gestión activa, y vemos que han marcado máximos en el último mes del año, indicando niveles de pánico inversor. El deterioro en el nivel de liquidez de los mercados y las perspectivas de que vaya a más, como consecuencia de la normalización de las políticas monetarias, ha impactado en los activos menos líquidos, que han sufrido caídas indiscriminadas dando lugar a una **abrupta corrección alejada de los fundamentales**. Y este es un entorno donde las pequeñas compañías tienden a comportarse peor.

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



Generalmente son buenos momentos para incrementar posiciones en los valores que más nos gustan, tal y como hemos hecho. **¿A quién no le gustan las rebajas?**

¿Qué ha causado estas salidas en masa? Durante 2018, hemos pasado de hablar de crecimiento global sincronizado a desaceleración global sincronizada en un abrir y cerrar de ojos. La política fiscal aplicada por Donald Trump impulsó la economía americana, mientras la FED seguía pensando que debía subir tipos, yéndose el bono a 10 años americano por encima del 3%. Ello ocasionó movimientos de flujos hacia el activo "libre de riesgo" (viendo a USA como área geográfica de refugio) y una apreciación del dólar, ocasionando caídas en los países emergentes (sobre todo en los más endeudados en dólares). Así mismo, los miedos a una guerra comercial y sus consecuencias de segundo y tercer orden (paralización de inversiones, menores crecimientos globales..etc) incrementaron la incertidumbre, siempre negativa para la evolución de las cotizaciones.

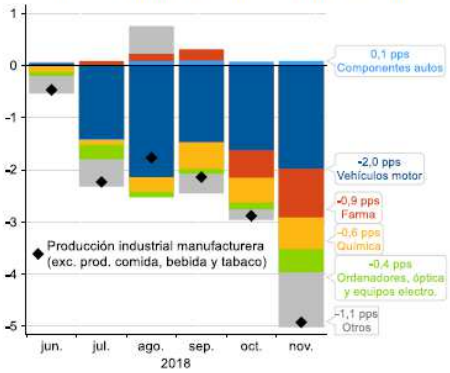
....

Y por otro lado tenemos a Europa, inmiscuida en los mismos problemas políticos de siempre, el Brexit y con elecciones en 2019 en instituciones de primer nivel como el parlamento, la comisión y el BCE en un momento en que los populismos siguen en ascenso. Así mismo, la esperanza de la reflación ha desaparecido, por ello creemos que el BCE no va a subir tipos, como mínimo, hasta el año 2020. La economía alemana, la locomotora de la UE, está ralentizándose. La producción industrial manufacturera (que no incluye agroalimentaria, construcción y energía) de este país ha caído un 5% acumulado desde mayo, como se observa en el gráfico más abajo. Este retroceso se inició en julio con la producción de vehículos a motor, que cae un 2% en acumulado, pero se ha extendido

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

posteriormente a otros sectores, como indica el último dato conocido correspondiente a noviembre. El elevado peso del sector industrial en Alemania aumenta el impacto de este acceso de debilidad en la primera economía de la zona, y ha perjudicado a nuestras acciones cotizadas en su bolsa, donde tenemos una exposición del 8.24%.

Gráfico 3. Producción manufacturera en Alemania: variación acumulada desde mayo por industria



Fuente: Afi, Macrobond

En un mundo globalizado, donde el bloque europeo ha sido uno de los principales beneficiados del comercio internacional, era de ingenuos pensar que no nos iba a afectar una guerra comercial, tal y como ha reflejado el sector industrial alemán. En función de si la guerra comercial se recrudece o no, nuestra visión sobre las compañías en cartera y nuevas oportunidades de inversión podría cambiar.

Analicemos ahora cuales han sido los valores que más y menos rentabilidad han aportado a nuestra cartera:

MAYOR APORTACIÓN	MENOR APORTACIÓN
FLOW TRADERS	OHL
PETROFAC	PANDORA
ZOOPLUS	TECHNICOLOR
GRAND CITY PROP.	ARYZTA

Los valores que más han aportado a la rentabilidad de la cartera han sido **Flow Traders** (como consecuencia del repunte de la volatilidad, de lo cual se beneficia al ser un proveedor de liquidez para ETFs), **Petrofac** (recogiendo la subida que experimentó el petróleo hasta el mes de octubre), **Zooplus** (donde compramos aprovechando un castigo excesivo) y **Grand City Properties** (clara beneficiaria de las buenas dinámicas del mercado residencial alemán).

Por su lado, **los valores que más han detraído a la rentabilidad** han sido:

OHL: Explicamos la problemática del caso de inversión unas líneas más abajo, ya que ha sido un claro ejemplo de trampa de valor.

PANDORA: El valor fue muy castigado en sus resultados de mayo con ventas en linea y EBITDA 4% por debajo de consenso. Los resultados fueron algo peores, pero no justifican la caída que experimentó el valor, y de la cual no ha conseguido recuperarse. Además mantuvieron las guías 2018 de ventas (+7-

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

10% en moneda local) y márgenes del 35%. Siendo cautos en el margen EBITDA, lo estimamos en un 30% (5% por debajo de lo guiado por la compañía) y un crecimiento de ventas del 1% (asunción muy conservadora para una compañía que viene creciendo a ritmos de doble dígito y que se espera crezca en torno al 5-10% los próximos años). Teniendo en cuenta estas asunciones cautas, pensamos que el precio de la compañía podría doblar. De ahí que consideremos que la inversión tiene un importante margen de seguridad y que en el precio se están recogiendo caídas de las ventas y márgenes muy por encima de lo esperado por la compañía. El riesgo es que su producto haya quedado desfasado. Queremos monitorizar de cerca la evolución de sus ventas en tiendas físicas, ya que pensamos que su estrategia de integración vertical, teniendo puntos de venta propios, está siendo errónea.

TECHNICOLOR: La venta de su negocio de patentes, por la cual estábamos apostando a la hora de invertir en el valor, finalmente se produjo, si bien en unas condiciones peores de lo que estimábamos. Fue una venta por un precio menor de lo esperado, obteniendo 390 millones de euros, lo que se correspondía con un múltiplo de 8x EV/EBITDA. Así mismo y más importante, el pago por adelantado (150 millones de dólares) fue menor del que al mercado le habría gustado para poder reducir su elevada deuda a un nivel más confortable. El resto del pago se posponía en el tiempo.

Como reflexión, nos hemos parado a pensar qué ha sido lo que ha provocado el débil comportamiento de Ibercaja Small Caps, algo que nuestros partícipes no están acostumbrados y que por ello hemos recibido muchas preguntas. **¿Qué ha pasado?** Podríamos agruparlo en 3 causas generales:

- **Castigo a las pequeñas compañías de forma indiscriminada**, como consecuencia de su menor liquidez. Las compañías que presentaban por debajo de expectativas caían más de la cuenta y las que presentaban resultados mejor de lo esperado subían mucho menos, e incluso terminaban corrigiendo días después. Hemos visto una descorrelación de los fundamentales y el precio de cotización en un gran número de nuestras posiciones.

- Con las abruptas caídas de mercado, hemos aprovechado para aumentar posiciones en aquellos valores que más nos gustaban. Estábamos de **rebajas en los mercados** y teníamos que mantener la mente fría y comprar. Acertar cual es el suelo de mercado es una labor, que por lo menos en mi caso, se me antoja del todo complicado. Al ir incrementando posiciones, conforme veíamos oportunidades, y seguir corrigiendo el mercado, nos ha lastrado. Pero mayor será la rentabilidad a largo plazo (más adelante explico cómo aprovecharnos de las ineficiencias creadas por la psicología de los mercados). Es el caso de nuestra exposición al mercado residencial Español, que hemos acumulado una posición del 10%. Quien siga mis actualizaciones, de sobras conocerá mi tesis de inversión en este sector. Puede saltar al siguiente punto en ese caso. Tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria asistimos a la década perdida del ladrillo español. En ese periodo la oferta se ha racionalizado, expulsando a los promotores ineficientes. Por el lado de la demanda, los españoles están volviendo a comprar casas, empujados por haber pospuesto su decisión de compra y animados por una mejora económica, tener trabajo o no tener miedo a perderlo y unos tipos de interés bajos. Por ejemplo, en el caso de Neinor Homes, tras haber decepcionado al incumplir las guías que dio en su salida a bolsa, los inversores le retiraron la confianza. Ello unido a la preocupación sobre la marcha económica de nuestro país, ha causado un goteo incesante en la acción. En nuestro modelo tenemos unas asunciones cautas, por debajo de las cifras que nos confirmó el equipo de Neinor en la última reunión de seguimiento. Pensamos que en 2020 puede entregar 3.500 viviendas, a un precio medio de 320.000 € y a un 15% de margen bruto. Si le aplicamos un

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

múltiplo de 10 x P/E, nuestro precio objetivo está un 60% por encima, lo que es un más que aceptable margen de seguridad. En 2020 esperan pagar un dividendo de 1.86 € por acción (a los precios actuales es un 14% de rentabilidad por dividendo) y generar una EBITDA de 260 millones y una caja de 195 millones. Por el camino la empresa sí que está cumpliendo con las nuevas guías de entrega de viviendas.

- La selección de valores donde no hemos aplicado correctamente nuestra **"Checklist"** y que, como consecuencia, nos ha pillado en un renuncio. El término Checklist hace referencia a una lista de parámetros que los pilotos tienen que examinar antes del despegue, para evitar accidentes. Hasta el piloto más avezado y con mayor experiencia debe comprobarlo antes de emprender el viaje con el fin de evitar errores humanos. En nuestro método de inversión también tenemos una checklist que usamos antes de invertir en las compañías para intentar reducir nuestros potenciales errores de juicio. Dentro de esa Checklist tenemos unas condiciones que nuestras potenciales inversiones deben cumplir en gran medida: que tengan un balance sólido, poco endeudadas, que generen caja, tengamos al frente un buen equipo directivo, tengan barreras de entrada, que las podamos comprar con un margen de seguridad, que sea un negocio que entendamos y que veamos operando en un futuro..etc. En los casos de OHL (equipo directivo en el que nos equivocamos al depositar nuestra confianza), DIA (apostar por una operación corporativa y darle menos importancia al balance y generación de caja de la que debíamos) y ARYZTA (a pesar de salir a tiempo y evitar más pérdidas, en este caso invertimos en una compañía demasiado endeudada y sin poder de fijación de precios)

En la siguiente tabla, podemos ver los valores que más pesan en la cartera:

Valores más Significativos de Renta Variable			
Instrumento	Efectivo	%s/RV	%s/Pat
ACCIONES NEINOR HOMES SA	11.266.918,00	4,19%	3,87%
ACCIONES PROSEGUR CASH	8.865.069,20	3,29%	3,04%
ACCIONES OCI NV	8.758.263,41	3,25%	3,01%
ACCIONES KONECRANES OYJ	7.917.000,00	2,94%	2,72%
ACCIONES AEDAS HOMES SAU	7.892.394,80	2,93%	2,71%
ACCIONES GREENE KING PLC	7.805.201,28	2,90%	2,68%
ACCIONES SOFTWARE AG	6.855.030,00	2,55%	2,35%
ACCIONES GREENCORE GROUP PLC	6.510.024,06	2,42%	2,23%
ACCIONES BEFESA	6.114.750,00	2,27%	2,10%
ACCIONES INCHCAPE PLC	6.031.825,48	2,24%	2,07%

En cuanto a los **movimientos más representativos del año** tenemos:

1.Las compras de:

-**Maisons du Monde**, diseñador y vendedor de mobiliario y decoración, que habiendo registrado unas caídas del 46% en el año, nos parece que se quedó realmente atractiva cotizando a un ratio P/E de 12.6x, Free cash flow Yield del 6.5% y con crecimientos en ventas de entre el 7-10%. Las ventas online son del 21% de su cifra total, siendo la más expuesta a este canal de su sector. Su margen bruto (67%) también es el mayor del sector. Nos gusta su modelo de negocio, que apuesta por la unión entre la moda y el mobiliario y decoración para el hogar.

-**Siltronic:** Es un fabricante de silicon wafers ("obleas de silicio"). Desarolló la primera oblea en 1962 y hoy es uno de los líderes globales. Ofrece obleas de alta calidad e innovadoras, posicionando a la compañía como un importante socio comercial para la industria de semiconductores de alta calidad.

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

Los 5 principales productores abastecen más del 90% del mercado en todos los diámetros. El negativismo sobre la industria de semis que hemos tenido durante el año pasado la ha dejado cotizando a ratios muy atractivos: 5x P/E, 12% FCFy, 5,4% DY y con caja neta. El aumento de la demanda de aparatos electrónicos y nuevas aplicaciones dirigen el crecimiento de los semiconductores, a la par que los beneficios de Siltronic.

Prosegur Cash: Pensamos que el valor fue sobrecastigado por los miedos sobre la evolución de las divisas latinoamericanas. Pero lo cierto es que el negocio subayecente sigue creciendo a ritmos elevados. Las presiones inflacionistas no le perjudican, ya que se las trasfieren al cliente via subida de precios del servicio, con revisiones de contratos 2 veces al año. Es un negocio muy bien gestionado.

-Valores con exposición al mercado **residencial Español**. El racional de tal inversión ya ha sido compartido más arriba y en otras cartas anteriores.

2.Las ventas de:

-OHL: Decidimos cerrar toda nuestra posición como consecuencia de la desconfianza en el mensaje del equipo directivo y en la valoración contable de sus activos. Ambos extremos no nos permiten hacer un modelo de valoración que refleje un precio objetivo realista. Nos atrajo la venta de su división de concesiones, que dio un giro a su perfil financiero (mayor fortaleza de balance). Compramos en momentos donde la caja era igual a su capitalización bursátil. Con los números que en su momento, barajábamos que la inversión era atractiva y con margen de seguridad. La caja en balance y los proyectos de Mayacobá y Canalejas hacían la valoración toda una apuesta de valor. Sin embargo sus antiguos proyectos de construcción continuaron quemando caja (tuvimos sorpresas negativas en el proyecto del hospital CHUM de Canadá, donde el grupo ha perdido 76.7 millones como consecuencia de sobrecostes incurridos en la subsanación de incidencias incurridas en el periodo de arranque) y vendieron Mayacobá a un precio muy por debajo de los 150 millones de euros a los que la compañía lo valoraba. El equipo directivo daba proyecciones de los proyectos futuros sin dar aproximaciones claras de los proyectos anteriores y que aún pesaban en su negocio. Todo ello hizo que OHL se convirtiese en un Value Trap. Puede que la compañía valga más, pero también que valga mucho menos. No estamos cómodos estando invertidos ante un escenario binario como este.

-NH: decidimos acudir a la OPA de Minor sobre el grupo hotelero NH, vendiendo toda nuestra posición.

En los momentos donde el mercado nos pone contra las cuerdas, debemos actuar con racionalidad y ser fieles a nuestro estilo de inversión. Es muy importante como inversores, **conocer cómo está programado nuestro cerebro** para no caer en perversas tentaciones de compra o venta a destiempo. Nuestro cerebro se divide en dos partes, la racional y la subracional.

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

La racional es nuestra mente numérica, con la que pensamos fríamente y analizamos las distintas opciones, con sus probabilidades y consecuencias. Es la que nos han enseñado a entrenar en el colegio o la universidad. Por otro lado la subracional, con la amígdala a la cabeza, es la que desde nuestros ancestros nos ha protegido de los peligros del entorno, es la que nos hace actuar de forma instintiva para protegernos de eventuales peligros. Y en cuestiones de dinero e inversiones, generalmente siempre actúa nuestra parte subracional. Conocer este aspecto, natural como la vida misma, nos hará evitar comprar cuando el mercado está muy alto y todo el mundo compra, o vender en momentos de pánico, que es donde realmente tenemos que comprar para obtener elevados retornos a largo plazo. Para todo aquél que esté interesado en lo que describo, le recomiendo que lea el libro de Daniel Kahneman, "pensar rápido, pensar despacio". En definitiva, **no dejar que nuestro yo subrracional se apodere de nuestro yo racional, y tener un pensamiento independiente es lo que nos hará cosechar rentabilidades extraordinarias a largo plazo. ¡No debemos invertir con emociones!**

Tengan cautela, no dejen llevarse por los titulares e inviertan a largo plazo. Me despido dejándoles una viñeta que les lleve a la reflexión sobre el momento de pánicos en mercado, titulares negativos cuando los mercados han corregido y comportamiento posterior de los mismos. Juzguen por su cuenta.

Muchas gracias por su confianza y paciencia.

Un saludo,

Pedro Lacambra Prieto

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