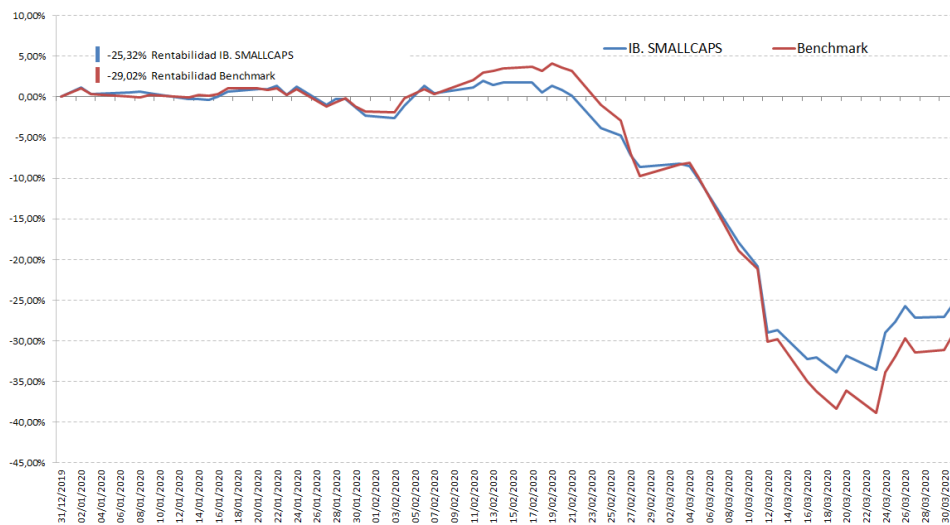


Estimados partícipes de Ibercaja Small Caps,

El motivo de escribir estas líneas aduce a querer estar cerca de ustedes, que seguro y con razón, estarán preocupados por la rentabilidad ante esta difícil situación. Nuestro objetivo es dar perspectiva y transparencia, tal y como siempre hemos hecho.

El MSCI Small Caps cierra el primer trimestre del año con una rentabilidad del -29,02%, mientras que **Ibercaja Small Caps ha superado a su referencia, cerrando con una rentabilidad del -25,32%.**



Ante todas las incertidumbres que acechaban a los mercados (Guerra Comercial, Brexit, elecciones...etc.) mi reflexión era siempre la misma. Una corrección fuerte de los mercados no vendría ocasionada por una carta ya sobre la mesa, sino por un **cisne negro** (tal y como lo definió Nassim Taleb), un hecho que nadie espera y que tiene un fuerte impacto socioeconómico. Este cisne negro ha sido el COVID-19.



Durante la profunda sacudida que están experimentando los mercados en este periodo de crisis sanitaria, vemos como han comenzado a aparecer oportunidades reales de inversión. Sin embargo, debemos invertir con pies de plomo, ya que la pregunta clave, la cual creo que nadie está en condiciones de responder con exactitud es: **¿Hasta cuándo durará esta crisis sanitaria?** ¿Se prolongará tanto como para causar una crisis económica? A la primera cuestión no puedo dar respuesta, en la

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

segunda puedo, humildemente, dar mi opinión, y es que la economía se va a ver seriamente afectada, y **la incertidumbre es saber si se va a reducir a una recesión normal o a una más severa acompañada de problemas de crédito y financiación de las compañías**. Valga como ejemplo las estimaciones que casas de la talla de JP Morgan y Goldman Sachs están haciendo sobre el GDP norteamericano: caídas del 6% en el primer trimestre del año y de entre el 24 y el 30% en el segundo. El Secretario del Tesoro americano, Steve Mnuchin, ha alertado que el desempleo podría irse por encima del 20%, el doble que el pico en la crisis financiera.

Esta situación podemos compararla con la Gran depresión que siguió el crack del 29 o la Segunda Guerra Mundial, con la excepción de que en ninguno de los casos anteriores la mayor parte de la economía quedó paralizada como vimos en China en su día o en Europa y USA actualmente. De ahí que sea muy importante saber cuándo se va a poner fin a esta parálisis económica para poder hacer números precisos.

Los bancos centrales están reaccionando rápidamente para atajar los problemas del mercado de crédito y los gobiernos mostrando mayor determinación en cuanto a un mayor gasto fiscal se refiere. Esto podría hacer que cuando hayamos vencido al virus, la economía se recupere fuertemente. La semana pasada conocimos los datos de PMI manufacturero y de servicios en China, que dieron sorpresas positivas. Marcaron el nivel de 52 y 52,3 respectivamente (por debajo del nivel de 50 indican contracción económica), frente a los 35,7 y 29,6 anteriores. Estos datos son esperanzadores, ya que muestran la rápida recuperación de la actividad económica en el primer país donde el virus causó estragos. Pero como he comentado en líneas anteriores, es importante que el parón económico acabe lo antes posible en el resto de países.

Estas son algunas de las **medidas tomadas por los bancos centrales y gobiernos**:

- El BCE lanzó un nuevo programa para adquirir €750bn de deuda pública, privada y pagares al menos hasta final de este año, a lo que hay que sumar los €120bn anunciados la semana anterior y €20bn ya activos desde el último trimestre del año anterior.
- La FED comunicó que va a comprar de forma ilimitada toda la deuda que sea necesaria, incluso a través de ETFs.
- Tipos bajos tanto en Estados Unidos como en Europa.
- Plan de inversión en infraestructuras en USA de 2 trillones de dólares, que podría incluso ser superior.
- En Europa, de forma no coordinada, se han ido aprobando paquetes fiscales entre el 2-3% del PIB junto con avales a empresas que supondrían entre un 10-20% del PIB en cada país.

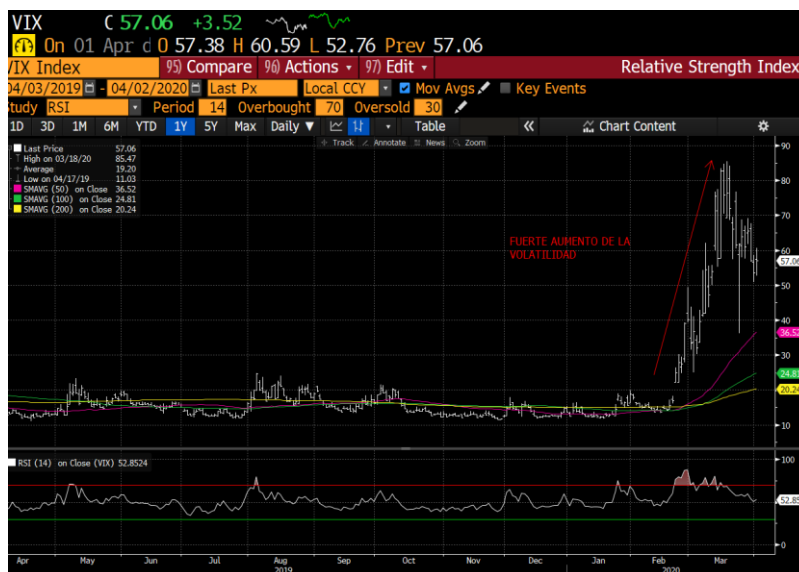
*Nos referimos a billones y trillones americanos. 1 billón americano= 1.000.000.0000 euros

Estamos en un momento donde algunos negocios realmente buenos cotizan a valoraciones atractivas. Como es difícil discernir la magnitud del parón económico, debemos apostar por compañías de calidad, negocios resistentes, con ventajas competitivas, sin elevada deuda o vencimientos de deuda cercanos y que no puedan tener problemas con su capital circulante. Estas compañías se han mostrado más resistentes en estas caídas, así como seguro gozarán del beneplácito de los inversores en un potencial rebote de mercados. En este momento **tenemos que ser cautos ya que las disrupciones en las cadenas de suministro globales podrían estresar los balances a niveles sin precedentes.** También podemos apostar por, siempre con un detallado análisis, acciones cíclicas que encierren mucho valor (a precios extremadamente atractivos) con balances sólidos para jugar la siguiente fase de recuperación con un mayor potencial de revalorización.

¿Qué estamos haciendo en la gestión de Ibercaja Small Caps?

1. Asegurar la liquidez a cualquier partícipe que quiera realizar reembolsos.
2. Intentar valorar el impacto en las compañías de su apalancamiento operativo y seguir de cerca su capacidad de generación de caja, así como la resistencia de sus balances. Aquí no se trata de ser “el más listo” y “dar un pelotazo”. Tenemos que intentar salir airosos de esta marejada y que no se hunda ningún barco.
3. Aprovechar las abruptas caídas para comprar buenos negocios a una valoración atractiva. La rotura del mercado lo ha hecho más viable que en momentos anteriores en el tiempo.

Será muy importante ver el pico de contagios en Europa, de cara a ver una menor volatilidad en los mercados. El mercado suele pensar en lo que va a pasar a varios meses vista, y hace suelo cuando las noticias son más negativas. Las recesiones bursátiles no terminan cuando los datos malos desaparecen, si no cuando los datos malos comienzan a decaer. Y en último estadio necesitamos que se encuentre una vacuna o un tratamiento eficaz para la enfermedad. En el universo de las Small Caps, deberíamos volver a ver flujos de inversión una vez que la situación se estabilice. Es necesario que los niveles de volatilidad (VIX) se reduzcan más, por lo menos a niveles de 40, para frenar las ventas forzadas de carteras que sobrepasan sus niveles de riesgo.



Índice VIX como medida de la volatilidad

Como demuestra un estudio del banco de inversión UBS, las pequeñas compañías lo han hecho peor que las de grande capitalización en mercados bajistas, especialmente los 6 meses antes al punto más bajo en una fase de mercado. Sin embargo, lo hacen mucho mejor tras esas fases bajistas.

Figure 21: Smallcap and Largecap performance after bear markets (Europe)

Bea market low dates	Performance post 12m		Performance post 24m		Rel. Performance	
	Largecap	Smallcap	Largecap	Smallcap	Small / Large 12m	Small / Large 24m
Oct-98	41%	29%	68%	55%	-12%	-13%
Sep-01	-15%	-3%	-5%	20%	12%	25%
Mar-03	44%	69%	58%	104%	25%	46%
Mar-09	59%	82%	64%	116%	24%	52%
Nov-11	18%	24%	41%	66%	6%	25%
Feb-16	24%	27%	26%	40%	3%	15%
Dec-18	23%	30%	NA	NA	7%	NA
Average	28%	37%	42%	67%	9%	25%

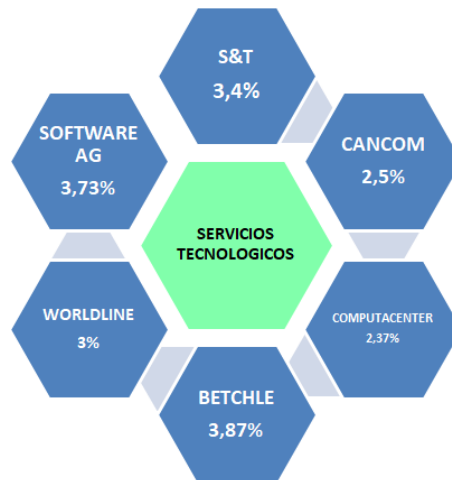
Source: UBS, Thomson Datastream

En la tabla de arriba podemos ver como las pequeñas compañías (Smallcap) lo hacen mejor que las grandes compañías (Largecap) 12 meses después de alcanzar el mercado su punto más bajo en cada fase bajista (2 primeras columnas) y mejor aún cuanto más largo es el periodo (3ª y 4ª columna, 24 meses después del punto más bajo). En las dos últimas columnas vemos como la diferencia de rentabilidad a favor de las pequeñas compañías está en el 9% y 25% en los 12 y 24 meses después.

Las **principales posiciones** de la cartera son las que siguen:

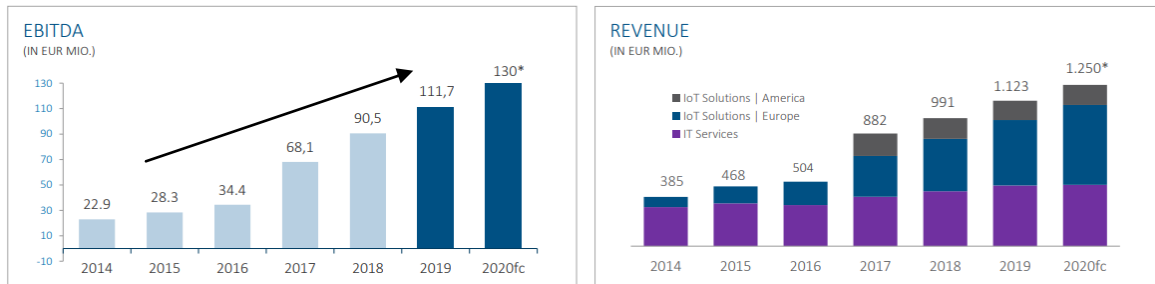
Bechtle AG [Telecomunicaciones]	3,87 %
Software AG [Tecnología]	3,73 %
S&T AG [Servicios]	3,43 %
AEDAS Homes SAU [Inmobiliarias]	3,27 %
Worldline S.A. [Tecnología]	2,96 %
Flow Traders [Servicios]	2,88 %
Maisons du Monde S.A. [Comercio]	2,71 %
Gerresheimer AG [Equipos]	2,49 %
Cancom SE [Servicios]	2,48 %
Computacenter PLC [Tecnología]	2,37 %
% acciones en 10 mayores posiciones	30,19 %
Número total acciones diferentes en cartera	52

De esta crisis, sin duda, saldrán reforzadas compañías que ofrezcan servicios tecnológicos: soluciones de teletrabajo, internet en la nube, seguridad de transacciones...etc. Se ha puesto de manifiesto la necesidad de dirigir recursos en las organizaciones hacia estas formas de trabajo. Así mismo, esta experiencia, además de dejar patente que es necesario invertir en este tipo de soluciones, nos va a demostrar que es viable teniendo los medios adecuados. Ibercaja Small Caps está bien posicionado para capturar esta tendencia. Llevamos tiempo apostando por esta temática, que se va a ver reforzada a futuro. Lo jugamos a través de las siguientes compañías:



Como muestra vamos a citar, brevemente, un par de ejemplos:

S&T es una compañía tecnológica austriaca expuesta globalmente al Internet of Things y la Industria 4.0, operando en 32 países. En el internet de la nube coopera con Microsoft Azure. Su dividendo es creciente y tiene un programa de recompra de acciones en curso. El año pasado su EBITDA creció un 23%, superando las guías dadas al mercado, y su cash flow operativo un 235%. Nos gusta su foco en la rentabilidad del negocio, la optimización de la eficiencia y la generación de caja. Su cartera de pedidos está en un nivel sano, con un aumento del 39% hasta los 841 millones de euros en 2019. El balance es robusto con una posición de caja neta de 29,5 millones de euros.



Fuente: Presentación de la compañía, guías antes de ajustes por crisis Covid-19

Software AG, como su nombre indica, es un proveedor de software centrado en que las organizaciones traten adecuadamente sus datos integrándolos, con la información adecuada y en el tiempo adecuado de cara a una mejor toma de decisiones. Lleva ejerciendo su labor 50 años. Ayudan a conectar e integrar todos los sistemas, ya sean apps, sensores usados en el Internet of Things, aparatos y la nube. En medio de esta crisis sanitaria, la compañía ha propuesto un aumento del dividendo hasta los 0,76 euros (2,8% de rentabilidad por dividendo) frente a los 0,71 anteriores, cuando otras compañías lo están suspendiendo, lo que demuestra la fortaleza del negocio. Tiene un free cash flow yield del 7%, posición de caja neta y cotiza a 15 x P/E y EV/Ebitda de 8,5x.

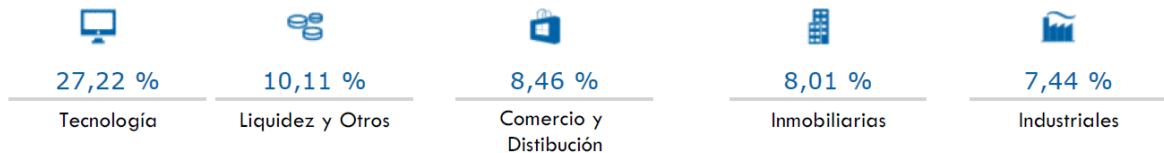
El valor que más ha aportado a la rentabilidad del fondo durante este periodo ha sido **Flow Traders**, un proveedor de liquidez de ETFs que se ha visto muy beneficiado por el fuerte aumento de la volatilidad de los mercados. Llevábamos meses esperando este aumento de la volatilidad, y al final el mercado nos ha pagado, subiendo el valor un 25,9% en el año. Como mejores valores le siguen **Hellofresh** (entrega de packs de comida a domicilio bajo suscripción) y **Sartorius** (productor de equipamiento para la industria farmacéutica).

Por su lado, los valores que más han lastrado la rentabilidad han sido **Maisons du Monde**, **Gestamp** y **Anima**.

↑ MAYOR APORTACIÓN	↓ MAYOR DETRACCIÓN
FLOW TRADERS	MAISONS DU MONDE
HELLO FRESH	GESTAMP
SARTORIUS	ANIMA

Por sectores ha aportado positivamente nuestra exposición a Tecnología (27% del fondo) y equipamiento sanitario (3% del fondo) y negativamente la exposición al sector de automoción (3%) y comercio/distribución (8,5% del fondo). Nuestra exposición a Libra nos ha lastrado por su depreciación frente al euro, la cual pensamos debería remitir.

✓ Principales sectores



En el apartado de nuevas incorporaciones y ventas totales, las más representativas serían:

+	NUEVAS COMPRAS	-	VENTAS TOTALES
	GUERRESHEIMER +2,5%		SERCO
	SARTORIUS +1,9%		FAURECIA
	HELLOFRESH +1,5%		ONTEX
	CTS EVENTIM +1%		TUBACEX
	ROTORK +1,7%		PLASTIC OMNIUM

Desaparece de la cartera una de nuestras principales y más queridas ideas **Volker Wessels**, largamente comentada en anteriores cartas y donde llegamos a ser uno de sus mayores accionistas, con motivo de acudir a la OPA que lanzaron sobre la compañía. Sale de la cartera **Sophos**, tras ser objeto también de una OPA. El ser pacientes y aguantar en contra de la opinión general de mercado finalmente ha cristalizado el valor de estas dos apuestas. Uno de los principales catalizadores de las pequeñas compañías que están infravaloradas son las OPAS. De ahí que una parte de la estrategia del fondo sea

buscar acciones que están excesivamente penalizadas por el mercado. Si los inversores no se dan cuenta de ello, posiblemente una compañía competidora lo haga.

Para terminar esta carta solo puedo pedirles una cosa y desearles otra. Pedirles paciencia, ya que la bolsa es un mecanismo que transfiere dinero del paciente al impaciente. No dejen que las pérdidas latentes se conviertan en definitivas tomando decisiones bajo presión. Y desearles que tanto ustedes como familiares y amigos tengan buena salud.

Un saludo y ánimo,



Pedro Lacambra Prieto