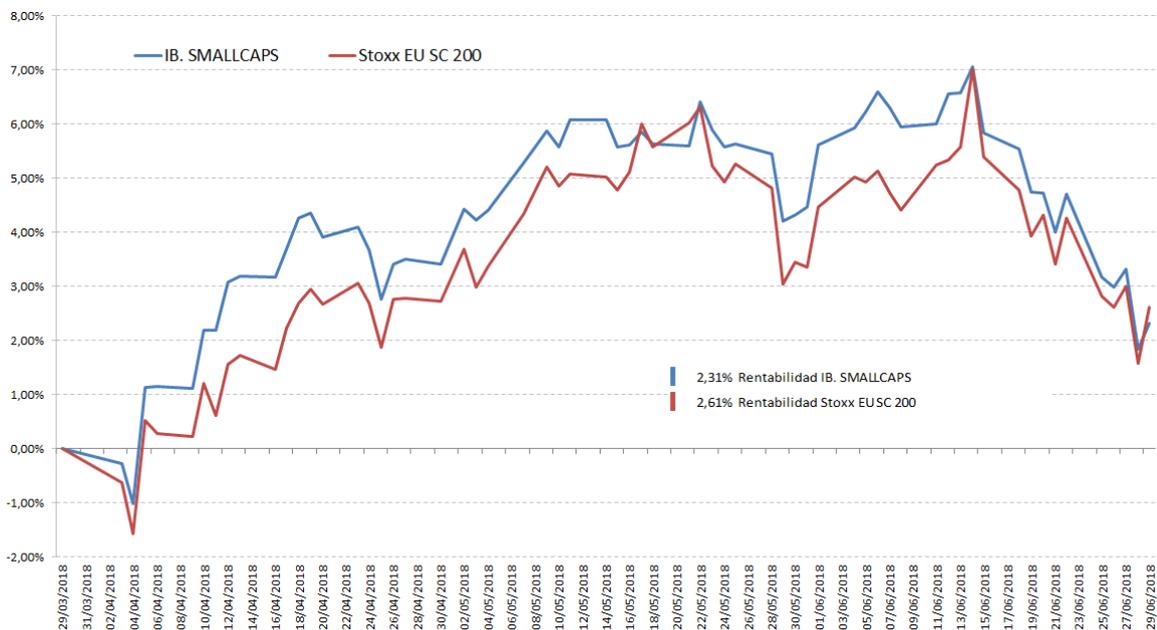


IBERCAJA SMALL CAPS – SEGUNDO TRIMESTRE 2018-

Estimados partícipes de Ibercaja Small Caps,

El segundo trimestre de este año ha estado marcado por las incertidumbres políticas que han afectado a la periferia europea y las tensiones derivadas de una posible escalada del proteccionismo, en el marco de una posible guerra comercial. Durante este período se ha pasado de hablar de crecimiento global sincronizado a divergencia entre USA y el resto del mundo. En este entorno, el Stoxx 200 Small Caps cierra con una apreciación del +2,61% y el MSCI Small Caps del +3,41%. El Eurostoxx 50 gana un +1,01%. **Ibercaja Small Caps ha cerrado con una rentabilidad del +2,31%.**



Los valores que más han aportado a la rentabilidad del fondo han sido OCI, Grencore y Babcock. Por su lado, los valores que más han lastrado el comportamiento de la cartera han sido Pandora, AMS y Gea Group.

| ↑ MAYOR APORTACIÓN | ↓ MENOR APORTACIÓN |
|--------------------|--------------------|
| OCI | PANDORA |
| GRENCORE | AMS |
| BABCOK | GEA GROUP |

OCI, cuyo caso de inversión expusimos detalladamente cuando abrimos posición, ha sido un claro ejemplo de infravaloración y desconocimiento de una compañía por el mercado. Conforme los inversores la han ido conociendo, el valor ha experimentado alzas importantes, pero aun así sigue cotizando a ratios muy interesantes: 10 x P/E y 11,5% FCFy con los estimados para 2019.

En cuanto a **Grencore**, los resultados que publicó, junto con las previsiones más optimistas que dio para este año han hecho que rebote con fuerza. Lo más importante fue el optimismo del equipo directivo frente a su negocio en USA, cuya mala situación era lo que lastraba a la acción.

Babcock también recogió muy bien los resultados publicados, tal y como apuntamos en la pasada carta actualización mensual. Era muy importante ver que la compañía era capaz de generar caja y eso quedó reflejado en la presentación de números, lo cual le permitió incluso bajar su endeudamiento a unos niveles de 1,7x DN/EBITDA en los que estamos más cómodos.

Estudiando **Pandora**, la compañía que más está lastrando nuestros resultados, no entendemos como la cotización está en unos niveles tan deprimidos. Parece que el mercado no se cree su estrategia, pone en precio un decrecimiento de sus ventas y unos márgenes en unos niveles irrisorios. Seguimos positivos en el valor y pensamos que la compañía puede doblar.

Gea Group se encuentra en un momento de cambio. La entrada en el capital los activistas GBL y Elliot hará que se monitorice de cerca la situación y pienso es posible intenten reforzar al máximo sus posiciones para influenciar en la medida de lo posible en la elección del nuevo management. 10% del capital está en posiciones cortas, cuyo principal argumento era que el management actual no iba a marcharse. Pensamos esta compañía puede valer Eur50 asumiendo ventas +3% y márgenes 14-15% vs los 12-13% actuales.

¿Cuáles han sido los **movimientos más significativos** durante el trimestre?

Como nueva idea, hemos decidido abrir una posición del **1,12%** en la empresa de publicidad online **Taptica**. Voy a desarrollar el caso de Inversión:



Taptica ofrece una tecnología dinámica de impacto en los usuarios de sitios web, social media y Apps con el objetivo de convertirlos en clientes de pago. Se encarga de optimizar las campañas publicitarias de sus clientes. La compañía se ve beneficiada del claro aumento de la publicidad móvil y del mayor gasto publicitario en el social media. Su modelo de precio según rendimiento es muy atractivo para sus clientes. Esperamos que los presupuestos de publicidad pasen a invertirse desde los canales tradicionales hacia la publicidad móvil. En 2017 Taptica fue acreditada por Instagram como Marketing Partner, reflejando su claro liderazgo en servicios de marketing en canales de social media. Tras la adquisición de AreaOne en 2015, también pasó a ser Marketing Partner de Facebook.

Taptica tiene como clientes a marcas líderes globales como Amazon, Disney, Facebook, Twitter, Opentable, Expedia y Zinga. Aunque los principales clientes de Taptica tienen mucha exposición a móvil y tecnología, también trabajan con negocios tradicionales que quieren comenzar su transición hacia móvil.



Taptica works with many of the world's top brands



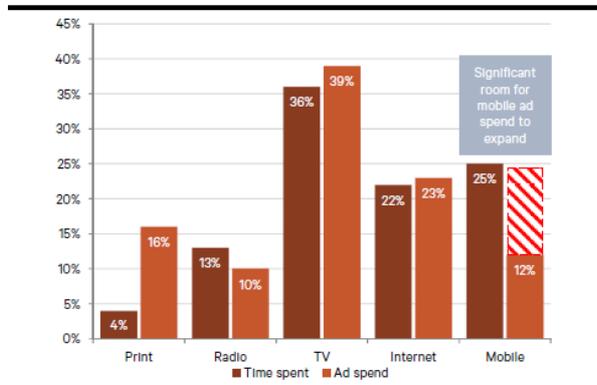
Source: Taptica, Berenberg

Básicamente Taptica incrementa el ROI de sus clientes de dos maneras: 1. Alcanzando nuevos usuarios identificados usando su base de datos que les permite saber cuáles están más interesados en los productos de su cliente. 2. Volviendo a alcanzar a usuarios que previamente o han mostrado un interés en ese producto o servicio o se han bajado productos similares o Apps en el pasado.

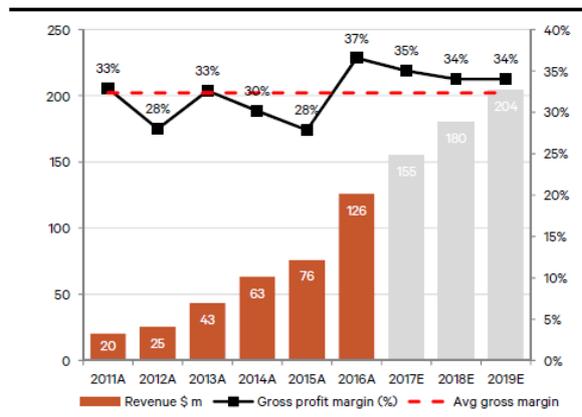
Estudiando el entorno competitivo, vemos que hay barreras naturales de entrada, y también específicas de Taptica, como ser partner acreditado de Facebook e Instagram. Un nuevo entrante no puede acceder a este estatus. Las plataformas tienen que demostrar su valor añadido al mercado y la calidad de su desempeño a lo largo de los años. Para poder captar clientes Tier1 necesitas demostrar un track record sólido en aumentar el ROI sobre el gasto en publicidad.

Entre 2011-2016 ha multiplicado por 6 sus ingresos. Los márgenes brutos han estado en la banda del 28-33% y en 2016 aumentaron al 37%. Ello se ha debido al mayor focus en clientes Tier 1, que gracias a su penetración de marca tienen mayores ratios de conversión. En este periodo el EBIT se ha quintuplicado. Estas cifras nos muestran el éxito de su estrategia de virar hacia móvil. Nos deja tranquilos ver como el equipo directivo tiene la habilidad de reconocer y entender como el mercado está evolucionando y ajustar su modelo de negocio apropiadamente.

We expect media budgets to continue to be reallocated away from traditional channels towards mobile as advertisers look to match media consumption (%)



Source: eMarketer; IAB data

Historical and forecast revenue and gross margin

Source: Berenberg, company data

La conversión de caja de la compañía impresiona, con un ratio de conversión OpFCF/EBITDA del 83% desde 2013. Tiene un ROCE del 27% y un FCFY 8%. P/E de 12x , pagando una rentabilidad por dividendo del 2,5%.

De otro lado, hemos vendido nuestra posición en **Prosegur** (matriz) para cambiarla por **Prosegur Cash**. En el medio plazo el crecimiento va a venir por la pata de gestión de efectivo y, además, lo había hecho peor en relativo.

También salimos de nuestra posición en **Zooplus**, el vendedor de alimentos para animales por internet. Ha vuelto a cotizar en máximos tras presentar, tal y como esperábamos, unos buenos resultados y confirmar guidance. Sin embargo los múltiplos de valoración actuales son exigentes para lo que a nosotros nos gusta pagar. Y siempre les queda la amenaza de que Amazon quisiera competir en este segmento apalancando sus competencias logísticas.

Otras compañías de las que nos hemos salido por haber alcanzado nuestro precio objetivo han sido **Befesa, Autotrader y Comhem**.

De la cartera sale **Aryzta**, que pese a que pensamos que hay mucho valor oculto en la compañía, tras otro profit warning, hemos perdido la confianza en el equipo directivo, condición "sine qua non" para mantener nuestras inversiones. Ahora todo apunta a que tengan que ampliar capital.

Hemos aumento exposición en **Greene King** e **Inchcape**, ideas de inversión ya expuestas en la carta del primer trimestre.



Las principales posiciones del fondo a cierre de trimestre son las que siguen:

| Valores más Significativos de Renta Variable | | | |
|---|----------------------|---------------|---------------|
| Instrumento | Efectivo | %s/RV | %s/Pat |
| ACCIONES NEINOR HOMES SA | 12.228.077,96 | 4,12% | 3,72% |
| ACCIONES OCI NV | 11.143.131,93 | 3,75% | 3,39% |
| ACCIONES BABCOCK INTERNATIONAL GROUP PL | 8.687.611,60 | 2,92% | 2,65% |
| ACCIONES SOFTWARE AG | 8.660.470,00 | 2,92% | 2,64% |
| ACCIONES SERCO GROUP PLC | 8.067.212,81 | 2,72% | 2,46% |
| ACCIONES GREENCORE GROUP PLC | 7.941.391,86 | 2,67% | 2,42% |
| ACCIONES INCHCAPE PLC | 7.779.587,84 | 2,62% | 2,37% |
| ACCIONES GREENE KING PLC | 7.462.771,15 | 2,51% | 2,27% |
| ACCIONES AEDAS HOMES SAU | 7.082.075,20 | 2,38% | 2,16% |
| ACCIONES S & T AG | 6.880.702,08 | 2,32% | 2,10% |
| Totales | 85.933.032,43 | 28,93% | 26,17% |

Pensamos que la cartera tiene un buen potencial de crecimiento, y estamos comprando negocios con una valoración muy atractiva. La paciencia nos permitirá disfrutar de rentabilidades positivas.

Un saludo,

Pedro Lacambra Prieto