



---

## Incometric EQUAM Global Value

### Informe trimestral septiembre 2016

### Una cartera preparada para distintas eventualidades.

---

Después de la situación de pánico tras el resultado del referéndum en el Reino Unido, los mercados han vuelto a una cierta normalidad y han recuperado los niveles previos a la votación.

La situación continúa siendo incierta y desde luego veremos nuevos episodios de volatilidad. Los precios siempre fluctuarán y nosotros seguiremos aprovechando estas fluctuaciones para comprar empresas sólidas a precios atractivos y venderlas cuando coticen a precios cercanos a nuestra valoración, porque creemos que la aplicación disciplinada de este método ofrece los mejores resultados posibles.

---

*Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.*

*Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.*

*El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión.*

*Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, alineando totalmente nuestros intereses con los de los partícipes del fondo.*

*Incometric EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS IV, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.*

## Consistencia en el proceso de inversión.

Durante el trimestre nos hemos dedicado plenamente al análisis de compañías europeas que operan en nichos de mercado, protegidas de la dura competencia del mundo globalizado. Hemos conversado con decenas de directivos de empresas líderes en su mercado y analizado en detalle sus resultados históricos y sus perspectivas de negocio, para llegar a lo que creemos es una valoración razonable de cada una de ellas. En muchos casos estas compañías cotizaban a precios no muy distantes de nuestra valoración y simplemente las hemos incluido en nuestra lista de empresas a seguir.

Sin embargo, algunas de estas compañías medianas han tenido problemas temporales, ya sea por cuestiones internas de gestión o por la debilidad cíclica de sus mercados y otras están inmersas en procesos de reestructuración operativa que debilitan temporalmente la rentabilidad de la empresa. El castigo que han sufrido estas compañías en el mercado ha sido, en algunos casos, extraordinario. Nadie quiere mantener una inversión en acciones que bajan ni en empresas que pasan por momentos de incertidumbre. Todos quieren vender, pocos quieren comprar, y los precios se desploman.

Nos hemos centrado especialmente en estos casos, empresas buenas con problemas temporales, para tratar de identificar las mejores oportunidades. Hemos descartado algunas de estas posibles inversiones porque no cumplían nuestros criterios de seguridad; tenían demasiada deuda, operaban en negocios muy competitivos o sus negocios podían estar dañados de forma estructural.

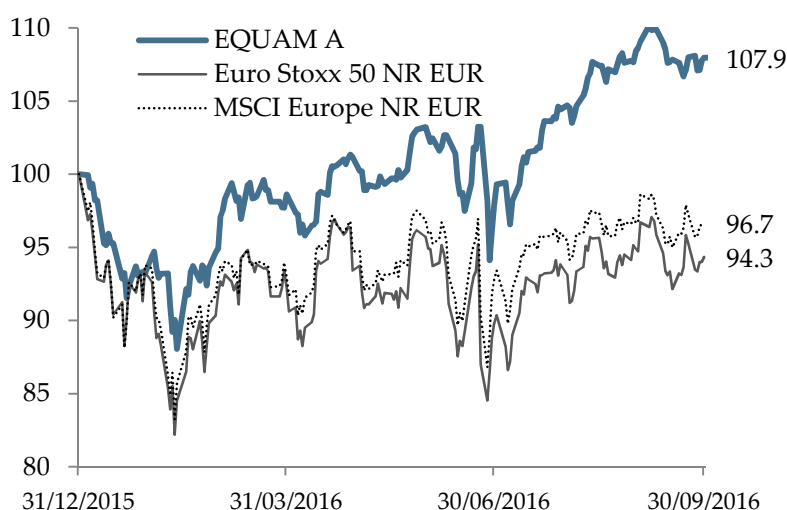
De todas las compañías analizadas hemos decidido invertir en Navigator, Swatch, Sports Direct y Coface. Todas ellas han presentado caídas significativas desde máximos y

tienen problemas temporales, pero mantienen una posición fuerte en sus mercados y las valoraciones a las que cotizan son de derribo.

## Evolución del fondo

En lo que va de año el fondo acumula una rentabilidad del +8%, comparado con una caída de los índices europeos de entre el -3 y el -6% (incluyendo dividendos).

EQUAM frente a los índices\*\* europeos en 2016  
(base 100)



\* NAV Clase A correspondiente a 1 de octubre, calculado con precios de cierre de 30 de sept.

\*\* Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

En cualquier caso, como siempre insistimos, lo importante no son los resultados a corto plazo, sino mantener la constancia en la búsqueda y análisis de oportunidades y la disciplina en la ejecución de las compras y las ventas. Estamos convencidos de que la metodología que estamos aplicando con consistencia es la que en el largo plazo ofrecerá los mejores resultados.

## Comentario de mercado

El mercado ha recuperado los niveles previos al referéndum del Reino Unido, pero sin embargo la situación general de incertidumbre no ha terminado

Después de la negativa reacción de los mercados al inesperado resultado de la votación en el Reino Unido, durante el trimestre recién terminado los mercados han vuelto a una cierta normalidad y han recuperado los niveles previos al referendun.

La volatilidad continuará, ya que la situación económica general sigue distorsionada por la insistencia de los bancos centrales en intentar solucionar los problemas de falta de crecimiento con políticas monetarias excesivamente laxas. Todo ello lleva a situaciones aberrantes, como el que, aún encontrándonos en niveles de deuda históricamente altos, una cuarta parte de la deuda soberana mundial se esté emitiendo con tipos negativos; o que el Banco de Japón sea uno de los diez principales accionistas del 90% de las empresas cotizadas en ese país.

Nosotros seguimos pensando que la mejor forma de proteger el patrimonio en los distintos escenarios que pueden darse es invertirlo en empresas de la economía real. Los negocios predecibles y rentables, que producen bienes y servicios imprescindibles para la sociedad y que cotizan a precios atractivos seguirán creando valor en el tiempo para sus propietarios aunque haya momentos de crisis.

Y eso a pesar de que, muy probablemente, en un eventual pinchazo de la burbuja de la renta fija o en el caso de que entremos en otra fase recesiva del ciclo, las cotizaciones caerán. Sin embargo, desde una perspectiva más a largo plazo, seguimos siendo optimistas, y pensamos que la fuerza innata del mercado y de la acción empresarial seguirán permitiendo el crecimiento de la economía a nivel mundial.

## Radiografía de nuestra cartera

Pero, ¿cumple la cartera de Equam los requisitos que mencionábamos anteriormente para protegerse de un entorno como el actual? Haciendo un repaso a los cuatro criterios que mencionábamos anteriormente, pensamos que sí.

- **Tenemos buenos negocios.** Preferimos centrarnos en industrias que, aunque puedan tener ciclicidad, sean estructuralmente “sanas”, porque operan en régimen de oligopolio o monopolio o porque las relaciones con sus clientes son estables en el tiempo. Aproximadamente 2/3 de nuestras inversiones tienen negocios de nicho, oligopolísticos o con relaciones a largo plazo con sus clientes. Algunos ejemplos:
  - Hunter Douglas, líder mundial en fabricación de estores, se beneficia del control que ejerce de los instaladores locales.
  - Brodrene Hartmann, Crown y Vetropack operan en sectores en el que el coste de transporte ejerce de barrera de entrada a otros competidores.
  - Verisign, Abertis o Thessaloniki Water son monopolios regulados.
  - Meggit o Rolls Royce actúan en oligopolios en los que el negocio de mantenimiento tiene unas fuertes barreras de entrada.
  - En el caso de JLT y Origin las relaciones personales con los clientes resultan fundamentales e incentivan poco a los clientes a cambiar.

- **Evitamos el riesgo de la deuda.** Intentamos evitar compañías con un nivel de apalancamiento excesivo ya que una deuda alta puede provocar una pérdida permanente de capital si sobreviene una situación adversa. El nivel de apalancamiento medio de la cartera es de 0.99x deuda neta / EBITDA y tan solo un 10% de la cartera tiene un apalancamiento superior a 3x.
- **Equipos directivos bien alineados.** Una gran parte de las compañías del portfolio son de carácter familiar o se encuentran gestionadas por equipos directivos muy alineados con los accionistas.
- **Precios atractivos.** La cartera está cotizando a un FCF yield medio del 8,2% y PER 11x, que consideramos muy atractivo teniendo en cuenta la calidad de los negocios y el bajo nivel de apalancamiento.

Además, ponemos una especial atención en diversificar las inversiones, evitando concentrar varias inversiones en un riesgo específico.

El resultado de todo ello es que tenemos una cartera muy sólida que crea valor tanto por la buena evolución y en algunos casos recuperación de sus negocios como por el aumento de precio de sus acciones, compradas siempre a descuento.

## Actividad Inversora

Durante el trimestre hemos continuado encontrando interesantes oportunidades de inversión, aprovechando los buenos precios que ofrecían las situaciones de caída de las cotizaciones.

Hemos iniciado una inversión en la compañía portuguesa **Navigator Company** (antigua Portucel), aprovechando el fuerte castigo (injustificado desde nuestro punto de vista) que había experimentado la cotización como consecuencia de la bajada en el precio de la celulosa. Se trata del mayor productor de papel no estucado en Europa y aunque opera en una industria madura que lleva varios años decreciendo, Navigator se ha aprovechado de i) la reconversión de una parte significativa de la capacidad productiva del sector hacia otros segmentos (cartón de embalaje principalmente); y ii) de tener unas plantas productivas muy eficientes, sin grandes necesidades de inversión y totalmente integradas, siendo con gran diferencia el productor más eficiente y rentable. Todo ello le permite conseguir unos buenos retornos de capital y una gran capacidad de generación de caja. En los últimos años la compañía ha iniciado un proyecto de diversificación hacia nuevas áreas de mayor crecimiento reinvertiendo la caja que genera su negocio principal. De este modo, ha entrado en el negocio de papel tissue con la compra de una pequeña empresa del sector en Portugal y ha invertido en aumentar la capacidad productiva, ha invertido en una planta de pellets en Estados Unidos y ha comprado plantaciones forestales en Mozambique con la opción de desarrollar en el medio plazo una planta de celulosa para suministrar al continente asiático. Todos estos proyectos van a permitir a la compañía reinvertir de manera atractiva la caja generada por su negocio principal y conseguir el crecimiento que el negocio principal no le estaba dando. Aunque es cierto que se trata de una industria con marcada volatilidad en el corto plazo,

Navigator es líder europeo y el operador más eficiente en la industria de papel no estucado.

hemos realizado la inversión a un precio que consideramos muy atractivo (FCF yield medio del ciclo del 13%).

También hemos invertido en **Swatch**. Tradicionalmente se vincula a Swatch con la fabricación de relojes de plástico baratos, pero sin embargo la compañía genera la mayor parte de sus beneficios (alrededor del 90%) de sus marcas de prestigio (Breguet, Longines, Omega o Hamilton entre otras). Recientemente la compañía ha sufrido por una combinación de circunstancias adversas: apreciación en 2015 del franco suizo, incertidumbre económica en China (su principal mercado) y riesgo de competencia de los smart watches. Sin embargo, creemos que los dos primeros son en gran parte problemas temporales y el tercero no lo vemos realmente como una amenaza. Una vez más la cotización ha experimentado una caída muy significativa en el último año (más del 50%) lo que nos han permitido invertir en esta compañía de gran calidad a un precio muy interesante desde una perspectiva a largo plazo. La capitalización actual está por debajo de la suma de los valores del inventario a precios de mercado, la caja en balance y las propiedades inmobiliarias de la compañía.

Otra de nuestras nuevas inversiones es **Sports Direct**, el mayor vendedor de material deportivo del Reino Unido (473 tiendas) y con presencia en varios países europeos (260 tiendas). Tiene un modelo de negocio basado en precios agresivos, con una combinación de marcas propias y de terceros, lo que le ha permitido convertirse en el líder indiscutible en Reino Unido con un crecimiento continuado durante muchos años. Por otro lado, aunque las políticas de remuneración de los empleados han generado bastante polémica en el Reino Unido y algunos parlamentarios han criticado al fundador y principal accionista de la compañía (Mike Ashley), pensamos que éste ha demostrado a lo largo del tiempo una buena capacidad de gestión, un gran espíritu emprendedor que



ha impregnado a la organización y una excelente capacidad para la correcta asignación de capital. Después de presentar unos resultados algo peores de lo esperado (crecimiento del 2,5% en ventas y Ebitda estable) la cotización ha caído bastante y hemos podido invertir a PER 6x.

Coface opera en un sector oligopolístico y hemos invertido a un precio de 0,4x valor en libros.

**Coface** es uno de los tres competidores principales del sector de seguro de crédito. En el sector hay tres grandes competidores, Euler Hermes, Catalana Occidente y Coface, que están protegidos con fuertes barreras de entrada ya que es necesario tener una buena información crediticia de la compañías que operan con sus clientes, y esto sólo se puede conseguir después de muchos años operando en la industria y haciéndolo en muchos países. Por otro lado, aunque es verdad que es un sector dependiente del ciclo económico, el negocio tiende a autocorregirse en las fases bajas, ya que después de un periodo de impagos, los clientes tienden a buscar mayor cobertura y se suben las primas, a la vez que se reduce la exposición a sectores más arriesgados. Por otro lado, es un sector en crecimiento y donde los tres grandes continúan ganando cuota de mercado frente a operadores más pequeños. Coface ha tenido una serie de problemas internos (perdida de un negocio con el gobierno francés) y ha presentado pérdidas como consecuencia de su mayor exposición a mercados emergentes y la industria de materias primas. Sin embargo la compañía se encuentra bien capitalizada (ratio de solvencia de 155%) y tiene al frente a un nuevo equipo directivo. El mercado ha reaccionado virulentamente en los últimos meses con una fuerte caída de la cotización lo que nos ha permitido invertir a un nivel de precio de 0,4 veces el valor en libros.

## Comportamiento de las compañías en el primer semestre

Los resultados semestrales de las compañías en cartera han sido en líneas generales satisfactorios.

Las compañías de nuestra cartera han presentado, en general muy buenos resultados, lo que se ha traducido en una positiva evolución de sus cotizaciones y del fondo.

Tan sólo dos compañías han presentado unos resultados peores de lo esperado:

- Mitie, compañía que opera en el sector de outsourcing de servicios de gestión de instalaciones en el Reino Unido, se ha visto afectada por una ralentización de las decisiones de sus clientes como consecuencia del Bréxit y por problemas derivados de dos de sus divisiones más expuestas al sector público (gestión residencias de personas de la tercera edad y gestión de carteras de edificios). En cualquier caso seguimos confiando en la estabilidad de las relaciones con sus clientes y en la tendencia cada vez mayor a la externalización de servicios. La acción ha caído más de un 30% después de los resultados y hemos aprovechado para aumentar nuestra inversión.
- En el caso de Cegedim, compañía de software para el sector médico / farmacéutico, la compañía sigue en su proceso de transición del negocio de paquetes de software a soluciones en la nube, lo que en el corto plazo está lastrando los resultados y ha llevado a una revisión a la baja de las estimaciones para el presente año. Sin embargo, creemos que entran dentro de lo esperable y que nuestra tesis de inversión continúa intacta.

## Desinversiones

Continuamos siendo muy disciplinados en los procesos de desinversión.

Aunque no hemos desinvertido totalmente ninguna compañía en la cartera, sí hemos hecho algunas ventas:

- Hemos vendido la mayor parte de nuestra inversión en Naturhouse, después de una revalorización muy rápida que ha llevado el precio muy cerca de nuestro valor objetivo. Entramos a un FCF yield del 11,5% y estamos vendiendo a un 7% de FCF yield, que consideramos razonable. La compañía tiene una gran capacidad de generación de caja pero su modelo de negocio es muy dependiente del ciclo económico y el crecimiento futuro depende del éxito en la entrada en nuevos mercados.
- También hemos aprovechado la fuerte subida en la cotización de algunas de nuestras participadas para ajustar los pesos al objetivo.

## Situación de la cartera y evolución del fondo.

Fruto de las nuevas inversiones realizadas, continuamos manteniendo un potencial de revalorización elevado.

Después de las cuatro nuevas inversiones realizadas, tenemos 44 compañías en cartera. Consideramos que estamos en el límite máximo y esperamos ir reduciendo el número de compañías invertidas conforme algunas inversiones vayan madurando y poniéndose en valor.

A pesar de la revalorización del trimestre, el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivo es del 52%.

10 principales posiciones de la cartera a 30 de septiembre.

Compañía	Peso	Precio	Potencial
Hunter Douglas N.V.	5,3%	49,3	40%
Chargeurs SA	3,6%	14,1	20%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,5%	27,6	81%
Stallergenes Greer	3,3%	28,2	81%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	3,2%	144,0	134%
ING Groep NV Cert. of Shs	3,1%	11,0	50%
Aryzta AG	3,0%	43,1	85%
Swatch Group Ltd. Bearer	2,9%	274,7	46%
MITIE Group PLC	2,9%	1,9	103%
Serco Group plc	2,8%	1,3	51%
<b>Top 10</b>	<b>33,6%</b>		<b>67%</b>
<b>Portfolio</b>	<b>95,4%</b>		<b>54,8%</b>
<b>Cash</b>	<b>4,6%</b>		

Las posiciones que han tenido mejor evolución en el trimestre son Chargeurs, Leoni, Naturhouse, Técnicas Reunidas y Coface.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre <sup>1</sup>



<sup>1</sup> Variación de la cotización de 30/6/2016 a 30/9/2016. En el caso de las nuevas incorporaciones hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición.

Cabe mencionar el excelente comportamiento de Chargeurs, una de nuestras principales compañías en cartera y líder mundial en fabricación de films de protección y tejidos especiales. Impulsada por la entrada

A pesar de la importante revalorización durante el trimestre, creemos que Chargeurs tiene todavía margen de mejora.

de un nuevo grupo accionarial y equipo directivo que sobre la base de negocio existente ha lanzado nuevas iniciativas, la cotización ha subido un 41% en el trimestre y un 105% desde nuestra entrada en abril del año pasado. A pesar de este comportamiento la compañía sigue cotizando a un FCF yield del 8% y pensamos que el negocio tiene todavía margen de mejora y posibilidades de crecimiento. Es un ejemplo de compañía que a pesar de tener una posición de liderazgo y operar en un nicho interesante, era poco seguida por el mercado (2 analistas) y se encontraba muy infravalorada. En estas situaciones, con el tiempo el mercado acaba reconociendo el valor.

Finalmente recordar que como ya comentamos a principios de septiembre, se han modificado algunos aspectos de la estructura de comisiones. La buena evolución del fondo en el trimestre ha generado una comisión de éxito en la clase A, pero hemos renunciado a parte de ella, entre 100€ y 105€ de valor liquidativo, para no perjudicar a inversores que entraron a ese nivel. A partir de ahora el "High Watermark" queda fijado en 107,3€ y solo se devengará una comisión de éxito si se supera dicho nivel.

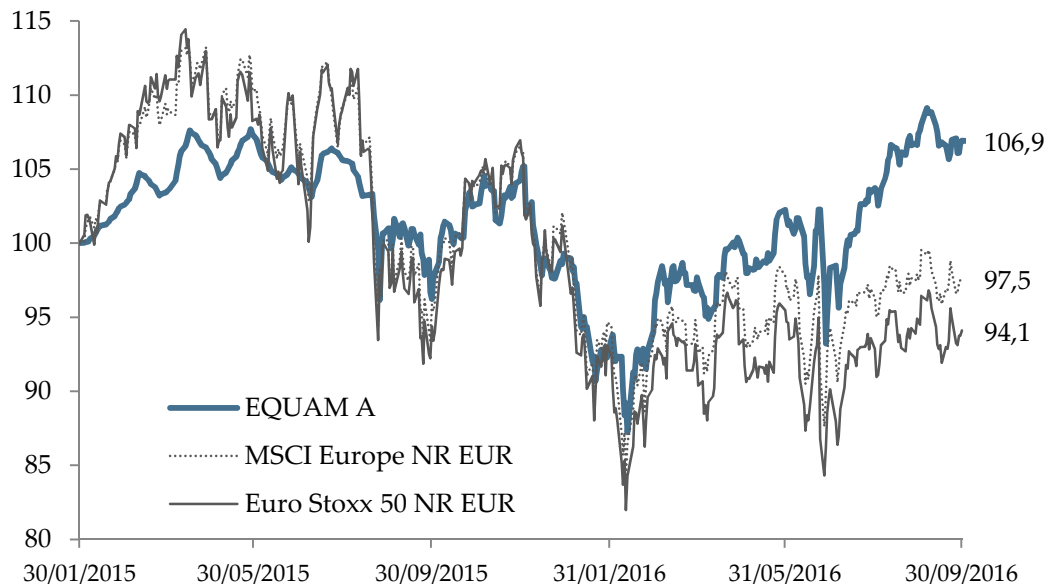
Incluimos los detalles en el apéndice III del informe.

## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

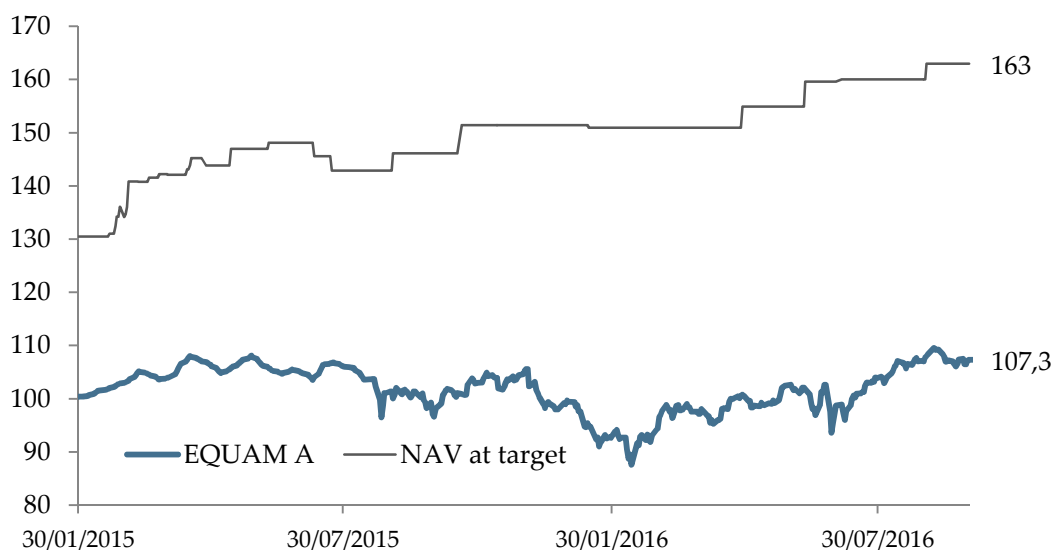
Company	Country	Weight	Value Base Case
Hunter Douglas	Netherlands	5,3%	Dominant leader in oligopolistic market.
Chargeurs SA	France	3,6%	Restructuring on track, cyclical recovery
Hornbach-Baumarkt	Germany	3,5%	Resilient compounder in repaired market
Stallergenes Greer	France	3,3%	Market leader in an oligopoly market
TGS-NOPEC	Norway	3,2%	Countercyclical niche oil services player
ING	Netherlands	3,1%	Restructured commercial bank
Aryzta AG	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader.
Swatch Group	Switzerland	2,9%	Undervalued luxury watch manufacturer and retailer
MITIE Group	UK	2,9%	Undervalued compounder in fragmented market
Serco Group	UK	2,8%	Refocused contractor in restructuring,
Cegedim	France	2,8%	Software for doctors and insurers, stable revenues
Deutsche Pfandbrief	Germany	2,8%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV
Navigator Company	Portugal	2,6%	Lowest cost pulp and paper manufacturer at low valuation.
Indra Sistemas, S.A.	Spain	2,5%	Restructuring defense and IT contractor
Rolls-Royce Holdings	UK	2,5%	Sound oligopoly going through restructuring
Meggitt	UK	2,5%	Undervalued compounder in low cycle
APPLUS SERVICES	Spain	2,4%	Sound certification business
ITE Group	UK	2,3%	Deeply undervalued event management company
LEONI	Germany	2,3%	German manufacturer of cabling systems
Wincanton plc	UK	2,2%	UK contract logistics leader emerging from restructuring
<b>Total top 20</b>		<b>59%</b>	
<b>Total portfolio</b>		<b>95%</b>	
<b>Liquidity</b>		<b>5%</b>	
<b>Total fund</b>		<b>100%</b>	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices, (Base 100 = 30/1/2015)



Evolución de EQUAM A y comparación con valor objetivo



	<b>EQUAM A</b>	<b>MSCI Europe NR</b>	<b>Euro STOXX 50 NR</b>
1 mes	-0,7%	0,0%	-0,6%
3 meses	8,7%	4,2%	5,1%
YTD	8,0%	-3,3%	-5,7%
1 año	9,5%	1,8%	-0,3%
Desde inicio*	6,9%	-2,4%	-5,9%

\* Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido

\*\* Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.



## Apéndice III: Cambio en estructura de comisiones.

### Comisión de éxito en la Clase A de acciones

La Clase A de EQUAM devenga una comisión fija del 1% anual sobre el patrimonio y una comisión de éxito del 8% sobre la revalorización del fondo, a contar desde el valor liquidativo inicial (100€) o desde el último valor que generó el pago de una comisión de éxito.

Aunque de acuerdo con la redacción del folleto del fondo la próxima comisión de éxito de la clase A deberá calcularse sobre la revalorización desde 100€, hemos decidido renunciar a dicha comisión de éxito entre 100€ y 105€ y elevar el nivel desde el que se calcula la comisión hasta los 105€. De esta forma, no perjudicamos a los inversores iniciales que adquirieron sus participaciones en el entorno de 105€.

La renuncia a la comisión de éxito beneficiará también al resto de inversores aunque hayan invertido a un valor liquidativo inferior a 105€.

### Comisión de depositaría

Durante el mes de agosto el depositario del fondo, KBL European Private Bankers, S.A., nos ha notificado su decisión de aumentar la comisión de depositaría un 0,005% anual, pasando por tanto la comisión anual de 0,05% a 0,055%.

Esta decisión del depositario ha venido motivada por la nuevas responsabilidades impuestas por la regulación europea a los depositarios de fondos en el nuevo régimen de UCITS V.

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
ISIN Clase A	LU0933684101
ISIN Clase C	LU1274584488
ISIN Clase D	LU1274584991

Traspasable	SI, N° CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio
Fees Class C	1,50% s/ patrim.
Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)

Asesor del fondo	Equam Capital
Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
Depositario	KBL (Lux)
Registro de accionistas	European Fund Admin.

EQUAM Capital EAFI, SL  
Serrano 78 3º, 28006, Madrid  
www.equamcapital.com