



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2018

Aprovechando la volatilidad de los mercados

Tras un 2017 con una muy baja volatilidad en el mercado, el primer semestre del año ha venido marcado por una vuelta a la volatilidad con grandes oscilaciones en los precios de cotización de muchas compañías. Hemos aprovechado esta circunstancia para aumentar considerablemente el potencial de revalorización del fondo respecto al inicio del año, pasando del 41% hasta el 65% actual.

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 Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, 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.

Evolución en el trimestre

Aunque el fondo no se ha revalorizado durante el primer semestre, hemos seguido creando valor con nuevas inversiones aprovechando la volatilidad para aumentar de manera significativa el potencial de revalorización.

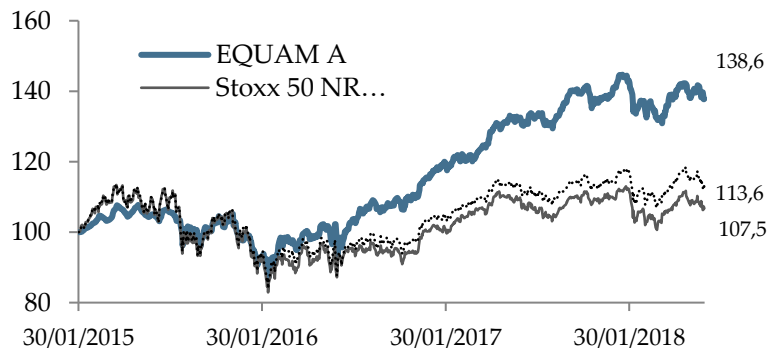
El segundo trimestre del año ha continuado con la misma tendencia de alta volatilidad que habíamos experimentado a principios de año y aunque los índices se han recuperado algo, siguen en territorio negativo en el año. Equam ha seguido una evolución relativamente parecida a los índices. De esta forma, en los seis primeros meses del año el fondo ha caído un 1,7% frente a la caída de los índices europeos en el rango de 1,9% a 0,5% (incluyendo dividendos).

Eso no quiere decir que no hayamos creado valor durante este tiempo. Lo que hemos hecho es aprovechar de manera muy satisfactoria la mencionada volatilidad. Así, si a principios de año el valor del fondo de acuerdo a nuestros precios objetivos se situaba en 200, a 30 de junio hemos conseguido aumentar este valor hasta 229,7 a través de las nuevas inversiones que hemos realizado y los cambios en pesos en función del potencial de revalorización de las distintas compañías. Por ello, el potencial de revalorización del fondo ha aumentado desde el 41% de inicios del año hasta el 65% actual, haciendo en la actualidad mucho más atractiva la inversión en Equam que hace unos pocos meses. Es decir, a pesar de que el fondo ha estado prácticamente plano en los seis primeros meses del año, hemos hecho una siembra muy importante que esperamos que se vaya reflejando en los próximos semestres. Además tenemos actualmente al menos diez compañías que hemos estado analizando en profundidad durante los últimos meses, que creemos que tienen un gran atractivo y que en cualquier momento podrían acabar formando parte del fondo.

Aunque muchos inversores se enfocan en la evolución en el corto plazo creemos que lo verdaderamente importante es la capacidad de generación de valor en periodos largos

a través de la inversión en compañías que estén cotizando con un descuento respecto a su valor real (aunque no sepamos cuando el mercado va a reconocer dicho valor). De esta manera, si analizamos la evolución de Equam con una perspectiva más larga, la rentabilidad anualizada del fondo en los casi tres años y medio desde su lanzamiento se sitúa en el 10% frente al rango de 2,2%-3,8% de los fondos europeos incluyendo dividendos.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

¿Cómo es la cartera de Equam?

Queremos aprovechar esta carta trimestral para dar algunos detalles adicionales respecto a la composición de nuestra cartera, aunque como siempre, estamos a disposición de cualquier inversor que tenga cualquier pregunta a este respecto.

Exposición geográfica. Como hemos comentado en el pasado, estamos centrando nuestra búsqueda de oportunidades al mercado europeo de cara a poder tener una cercanía con las compañías y sus equipos directivos y también poder restringir el ámbito de potenciales inversiones. Así de las 46 compañías que tenemos en

Aunque Equam invierte principalmente en compañías europeas, la exposición de las compañías del fondo está muy diversificada geográficamente.

cartera actualmente, sólo tres están cotizadas fuera de Europa. Sin embargo, esto no quiere decir que nuestra cartera este solamente expuesta a la economía europea ya que un buen número de las compañías en las que invertimos son negocios globales con presencia en distintas zonas geográficas. De esta forma si atendemos a las ventas de las distintas compañías en las que estamos invertidos, la exposición a Europa representa algo menos de un 60% de las ventas, Estados Unidos un 15% y otras zonas del mundo (mercados emergentes) un 25%. Dentro de Europa, tenemos un peso destacado de compañías en el Reino Unido, donde hemos aprovechado la incertidumbre (y en cierta medida miedo) generado por el proceso del Brexit para invertir a precios atractivos, pero donde de nuevo un gran número de estas compañías tienen una exposición global de sus negocios.

Somos agnósticos respecto al tamaño de las compañías, invertimos allí donde creemos que existe discrepancia entre valor y precio y un mínimo nivel de liquidez.

Capitalización de las compañías. Respecto al tamaño de las compañías, es cierto que tradicionalmente nos resulta más fácil encontrar valor en compañías de menor tamaño ya que están menos seguidas por el mercado y se producen a menudo más ineficiencias, pero a la hora de invertir somos agnósticos respecto al tamaño de las compañías siempre que exista una suficiente liquidez que nos permita comprar y vender con comodidad. Invertimos donde creemos que hay discrepancia entre valor y precio independientemente del tamaño. Actualmente un 50% de los activos del fondo están en compañías con una capitalización de más de 1.000 millones y tan sólo 4 compañías tienen una capitalización menor de 300 millones.

Hacemos un proceso de análisis "bottom-up" sin pesos sectoriales y buscamos tener una cartera lo menos correlacionada posible, sin fuerte exposición a ninguna variable en concreto.

Exposición sectorial. También hemos mencionado en varias ocasiones nuestro enfoque bottom-up a la hora de analizar las oportunidades de inversión y no tratar de invertir el fondo asignando pesos sectoriales. Lo que sí buscamos es tener una cartera de compañías lo menos correlacionada posible y que las distintas inversiones dependan de variables muy distintas, teniendo como único elemento común que coticen a un descuento significativo respecto a su valor. De esta manera, la mayor exposición a una variable en particular lo tenemos actualmente en el sector de gas y petróleo donde tenemos cinco compañías

que representan un peso de alrededor del 12%. El siguiente segmento es el sector marítimo donde tenemos dos inversiones que tienen un peso del 6%, estando el resto muy diversificado respecto a sectores o variables de riesgo.

Nuevas inversiones

TI Fluid mantiene posiciones de liderazgo en los sectores en los que opera, tiene una atractiva rentabilidad y capacidad de generación de caja, cotizando a una valoración muy interesante.

Durante el segundo trimestre hemos realizado tres nuevas inversiones. Una de ellas, **TI Fluid Systems** es una compañía de componentes de automoción con una posición de liderazgo en sus dos divisiones: sistemas de fluidos para refrigeración y frenos, entre otros, donde la compañía tiene una cuota del 35% y es tres veces más grande que su siguiente competidor; y depósitos de gasolina de plástico donde es uno de los tres principales competidores a nivel mundial. Existe cierto temor en el mercado por el impacto que puede tener en el negocio de TI Fluid la transición desde el coche de combustión hacia los modelos híbridos o puramente eléctricos. Sin embargo, la compañía estima que aunque como es obvio la división de depósitos sufrirá (con el coche eléctrico, no así con el híbrido), el impacto en conjunto será positivo debido a la necesidad de mayores componentes de transmisión de fluidos en los coches eléctricos. Por otro lado, es cierto que la compañía tiene unos niveles de deuda algo superiores a la media del sector, pero creemos que se mantiene en unos niveles razonables (1,8x deuda neta / EBITDA) si tenemos en cuenta su fuerte capacidad de generación de caja. Cotizando a 7,5x PER y un FCF yield del 11% creemos que supone una atractiva inversión. Esta valoración está también afectada por otros dos hechos: i) la compañía está cotizada en el Reino Unido, reporta en euros y tiene a su equipo directivo en Estados Unidos, lo que genera cierta complejidad para algunos inversores; y ii) Bain Capital sacó a bolsa la compañía a finales de 2017 pero todavía mantiene una participación del 73% lo que reduce de manera significativa el free float e introduce en el mercado un riesgo de caída por posible venta de este inversor (para

nosotros esto no es un riesgo ya que no afecta a la valoración).

A pesar de toda la incertidumbre que existe en la industria del tabaco, Imperial ha demostrado su capacidad de generar caja y valor a lo largo del tiempo y creemos que su cotización está excesivamente castigada.

Hemos invertido también en **Imperial Brands**, una de las compañías tabaqueras líderes a nivel mundial aprovechando lo que creemos que ha sido una sobreacción del mercado que ha llevado a una caída del 40% en apenas 8 meses. El sector tabaco lleva bastantes años sufriendo una caída generalizada de volúmenes de ventas como consecuencia del menor consumo y de la fuerte presión por parte de los reguladores. Sin embargo, las compañías tabaqueras han sido capaces de compensar estas caídas de volúmenes con una subida constante de precios (la elasticidad de la demanda de tabaco es muy baja) y una recurrente reestructuración y optimización de costes de producción que le han permitido reducir sus costes de manera significativa. Por otra parte, en el caso concreto de Imperial, la compañía después de varios años de crecimiento mediante adquisiciones empezó hace 12 meses un plan de optimización y racionalización de sus marcas (enfocándose en sus marcas más fuertes) que está empezando a dar sus primeros frutos en forma de aumento de sus cuotas de mercado. Finalmente, la industria del tabaco ha estado amenazada por la irrupción de productos de nueva generación (cigarrillo electrónico y de vapor) con el riesgo de canibalización e irrupción de nuevos competidores. En este sentido, el riesgo para Imperial Brands creemos que es menor por su menor cuota de mercado en cigarrillos tradicionales respecto a la cuota de mercado que tiene actualmente en estos productos de nueva generación (donde opera principalmente con su marca Blu que está teniendo una buena aceptación en el mercado). La compañía cotizaba a nuestro precio de compra a un FCF yield por encima del 10% y un PER de 9x reflejando desde nuestro punto de vista un escenario excesivamente negativo.

Hemos realizado una nueva inversión en el segmento de exploración sísmica, pero en esta ocasión hemos invertido en una compañía con activos físicos.

Desde el verano de 2015 hemos estado invertidos en el sector de exploración sísmica para compañías petrolíferas, inicialmente a través de TGS Nopec y en una fase posterior invirtiendo en Spectrum. En ambos casos se trataba de compañías que no tenían activos ni deuda y por tanto que estaban perfectamente preparadas para aguantar el ciclo bajista del petróleo. Ahora, tras tres años de ciclo bajista y aunque aún no tenemos visibilidad de cuando empezará a recuperarse la inversión en el sector, hemos aumentado nuestra exposición a este segmento a través de una inversión en una pequeña compañía de exploración sísmica que es propietaria de cuatro barcos. La compañía ha realizado una reestructuración operativa con la que ha reducido de manera muy significativa su estructura de costes y dos ampliaciones de capital en los últimos 6 meses que han dejado su balance con una posición de caja neta equivalente a un 28% de su capitalización. De esta forma se ha preparado a la compañía para la previsible recuperación del sector en los próximos años. Aunque tiene un perfil de riesgo algo mayor a las otras dos compañías, al tener en propiedad los activos, creemos que el momento (tanto sectorial como interno de la compañía) es muy bueno y el potencial de revalorización muy alto.

Desinversiones

Durante este trimestre hemos recibido una nueva oferta de adquisición por una de nuestras compañías de la cartera, la americana **KLX** dedicada a la distribución de piezas de repuesto para los sectores aeronáuticos y de energía. Como ya anunciamos en nuestro anterior informe trimestral, KLX había comunicado la contratación de un asesor financiero para explorar las diferentes alternativas estratégicas y su impacto en el valor de la compañía. En el mes de mayo la

Tras la oferta realizada sobre el negocio aeronáutico de KLX (90% del valor de la compañía) por parte de Boeing, hemos decidido desinvertir.

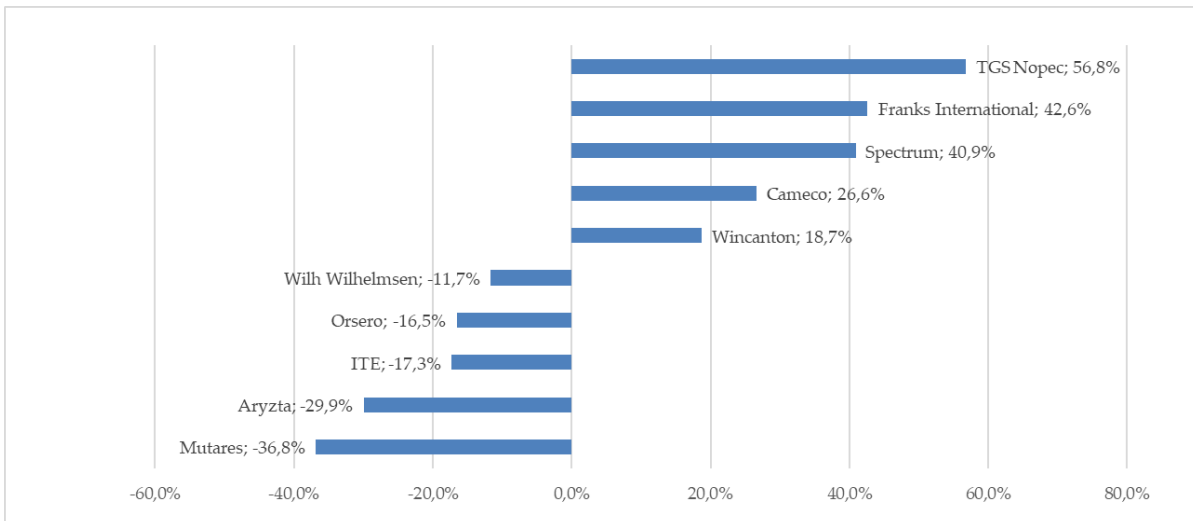
compañía anunció que había llegado a un acuerdo con Boeing para vender su negocio aeronáutico (que representa el 90% del valor de la compañía) y que previamente realizaría una separación del negocio de energía. Tras este anuncio, una vez que la cotización recogía los términos de la oferta, hemos decidido vender. Hemos obtenido una rentabilidad del 72% en los poco más de 3 años que hemos mantenido esta inversión en cartera.

También hemos desinvertido de dos compañías (**Judge Scientific** y **Alliance Pharma**) que aunque operaban en sectores muy diferentes (la primera en instrumental de laboratorio y la segunda en el sector farmacéutico), compartían un mismo modelo de negocio basado en reinvertir la generación de caja en adquirir nuevas empresas que integraban en sus respectivas estructuras. En ambos casos hemos desinvertido al llegar a nuestro precio objetivo con importantes plusvalías (59% en poco menos de dos años en el caso de Judge y 40% en 7 meses en el de Alliance Pharma).

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 3%, algo inferior al de los últimos trimestres.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre o desde el momento de nuestra inversión inicial si ésta fue posterior a marzo.



Seguimos de manera muy cercana la situación en Aryzta.

Respecto a la situación de **Aryzta**, seguimos manteniendo un estrecho seguimiento de la situación. El beneficio actual de Aryzta está muy deprimido ya que aunque el nuevo equipo directivo está ejecutando con disciplina el plan de reestructuración que pusieron en marcha hace una año, la compañía está sufriendo por una serie de factores externos que están dificultando y retrasando la consecución de resultados positivos (subida de costes de ciertas materias primas y costes logísticos principalmente). Por otra parte, no ayuda a la cotización ni a la ejecución del plan el tener la presión de un balance con un alto nivel de apalancamiento y la obligación de cumplir con los covenants impuestos por los bancos.

Aunque no existe una certeza absoluta y no descartamos totalmente que en algún momento pudiera ser necesario una ampliación de capital, seguimos pensando que la compañía será capaz de cumplir con dichos covenants gracias a la posible venta o dividendos que pueden obtener

ITE Group ha anunciado una operación de compra que va a suponer doblar el tamaño de la compañía y reducir de manera importante su exposición a mercados emergentes, aunque creemos que la operación diluye algo nuestro potencial de revalorización.

de Picard Surgelés, activo no estratégico que está en proceso de venta. En este escenario y teniendo en cuenta que se trata de un negocio con barreras de entrada y demanda estable y predecible, una vez que empiecen a obtenerse los resultados del plan de restructuración el potencial de revalorización es alto.

Otra de nuestras compañías en la cartera, **ITE Group** anuncio la adquisición del negocio de exhibiciones de Ascential. Se trata de una serie de activos muy interesantes, con posición de liderazgo en sus respectivos nichos y presencia en mercados occidentales que compensan la exposición de la compañía a mercados emergentes (principalmente Rusia) que son más arriesgados y volátiles. Como accionistas de ITE hemos recibido esta operación con cierto escepticismo, precisamente porque la recuperación de Rusia y otros mercados emergentes ofrecían un potencial de revalorización considerable y con esta operación se diluye algo este potencial. Sin embargo, hemos decidido acudir a la ampliación de capital porque pensamos que el nuevo grupo sigue cotizando a un descuento suficiente respecto a nuestra estimación de valor intrínseco.

Respecto a **Mutares**, empresa alemana de inversión en compañías en restructuración, la compañía anunció durante el trimestre la salida a bolsa de su principal participada, la compañía STS, que es líder mundial en fabricación de componentes de plástico para vehículos pesados, donde han hecho una serie de adquisiciones en el último año que están en proceso de integración. Aunque esta salida a bolsa da mayor transparencia a la principal inversión de Mutares y le dota de los recursos necesarios para acometer las interesantes inversiones de expansión que tiene, se ha producido a un precio significativamente inferior al que la propia Mutares había indicado para este negocio en sus últimas estimaciones de valor de su cartera. De esta forma, la valoración de la cartera de acuerdo a la propia compañía ha caído en un 30%, aunque al haber

caído la cotización en un porcentaje aún mayor (34%), el descuento al que cotiza ha aumentado. Sin embargo es cierto que la credibilidad del equipo gestor ha quedado algo cuestionada tras esta operación.

Equam incorpora a Francisco García Paramés como accionista

Una vez obtenida la autorización por parte de la CNMV, el pasado mes de Mayo firmamos la ampliación de capital que ha permitido la incorporación de Francisco García Paramés (a través de la sociedad Santa Comba) como accionista de Equam Capital, operación que habíamos anunciado a finales de 2017.

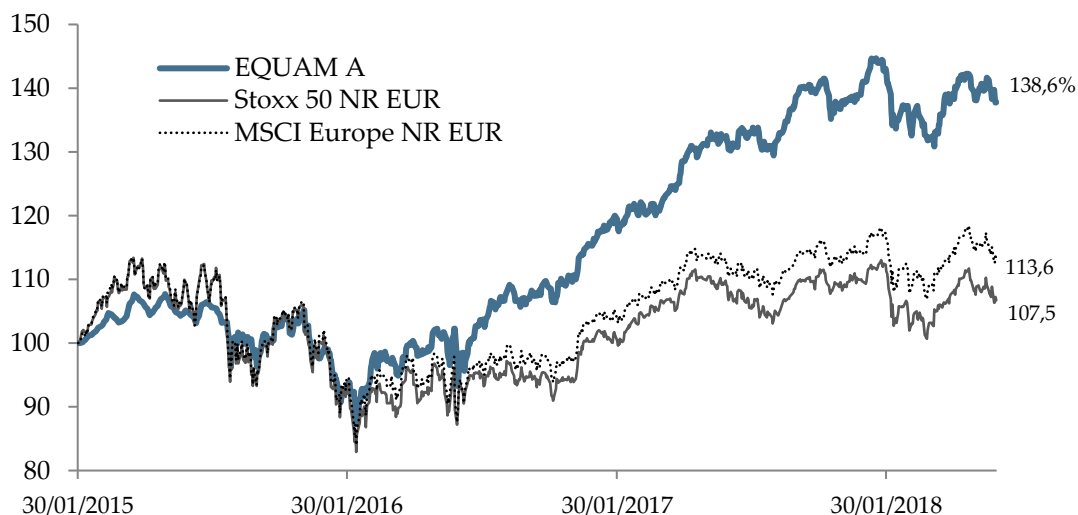
Como ya manifestamos en su momento, estamos muy satisfechos con esta asociación y convencidos de que la larga y exitosa experiencia de Paramés y los sólidos recursos con los que cuenta Cobas, consolidan y refuerzan nuestro proyecto.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

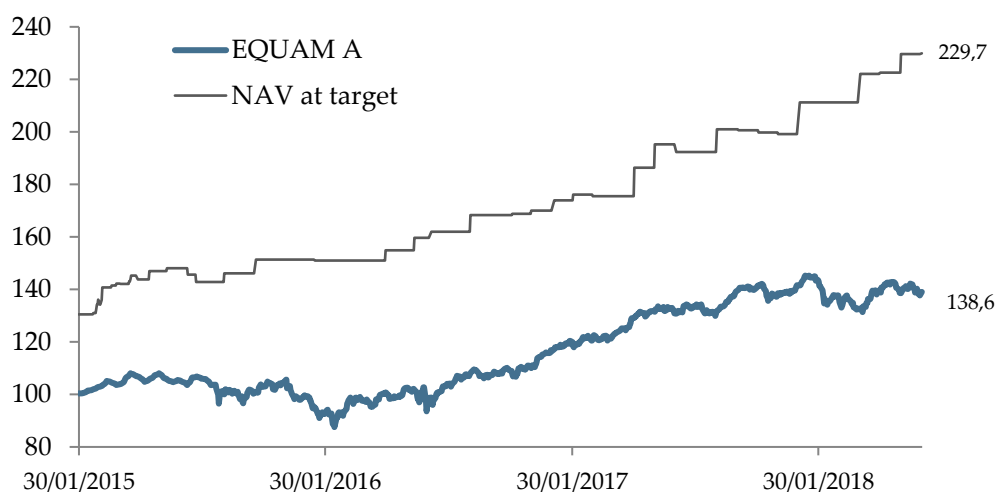
| Company | Country | Weight | Value Base Case | Upside |
|------------------------|-------------|-------------|--|------------|
| Frank's Inter. | US | 3,8% | Countercyclical niche oil services player | 121% |
| Euronav | Belgium | 3,6% | Depressed VLCC tanker company | 31% |
| Origin Enter. | Ireland | 3,4% | Agronomy company with stable revenue at low price. | 38% |
| Spectrum | Norway | 3,3% | Countercyclical niche oil services player | 35% |
| DFS Furn. | UK | 3,2% | Leading British manufacturer of furniture | 109% |
| MITIE | UK | 3,2% | Undervalued compounder in fragmented market | 111% |
| Parques Reunidos | Spain | 3,1% | Spanish theme park operator trading at 52w lows | 49% |
| Serco | UK | 2,9% | Refocused contractor in restructuring process | 99% |
| Aryzta | Switzerland | 2,8% | Undervalued oligopolistic leader. | 169% |
| Int. Engelska Skolan | Sweden | 2,8% | Swedish School company with strong organic growth | 90% |
| Piaggio | Italy | 2,6% | Recovery of the European replacement cycle of bikes | 76% |
| Smart Met. Systems | UK | 2,6% | Protected and profitable smart metering market | 21% |
| Arcus | Norway | 2,5% | Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy | 41% |
| TGS | Norway | 2,5% | Countercyclical niche oil services player | 12% |
| Meggitt | UK | 2,5% | Undervalued compounder in low cycle | 43% |
| Total top 15 | | 45% | | |
| Total portfolio | | 97% | | |
| Liquidity | | 3% | | |
| Total fund | | 100% | | 66% |

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo¹



¹ El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.

Informe trimestral junio 2018

| Evolución vs índices | MSCI | | stoxx 50 | Equam vs |
|--------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | EQUAM A | Europe NR | NR | MSCI |
| 1 mes | 0,3% | -0,7% | -0,1% | 1,0% |
| 3 meses | 5,0% | 4,0% | 4,2% | 1,0% |
| 2018 YTD | -1,7% | -0,5% | -1,9% | -1,3% |
| 2017 | 21,7% | 10,2% | 9,0% | 11,5% |
| 2016 | 17,1% | 2,6% | 0,6% | 14,5% |
| 2015 | -1,0% | 0,9% | -0,3% | -2,0% |
| Acum Inicio | 38,6% | 13,6% | 7,5% | 25,0% |
| Anualizado inicio | 10,0% | 3,8% | 2,2% | 6,2% |

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

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

| | | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|-------------------------------|------------------|---------------|
| Bloomberg (Clase A) | EQUAMVA LX | Trasasable | SI, N° CNMV: 587 | Asesor del fondo | Equam Capital |
| ISIN Clase A | LU0933684101 | Fees Class A | 1% patrim y 8% beneficio | Sociedad Gestora | ADEPA (Lux) |
| ISIN Clase D | LU1274584991 | Fees Class D | 1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR) | Depositario | KBL (Lux) |

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