



---

## EQUAM Global Value Fund

### Informe trimestral marzo 2017

### Rotamos la cartera para mantener el potencial.

---

Durante el primer trimestre del año hemos realizado siete nuevas inversiones y tres desinversiones que nos han permitido mantener una saludable rotación de la cartera y aumentar ligeramente el potencial de revalorización.

El fondo se ha revalorizado un 5,9%, muy en línea con el comportamiento de los mercados. En el trimestre se ha producido un crecimiento del 45% en los activos del fondo y, como consecuencia de las entradas de finales del trimestre, el nivel de liquidez ha aumentado hasta el 10%. Esperamos invertir esta liquidez a medida que encontremos nuevas oportunidades.

---

*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.*

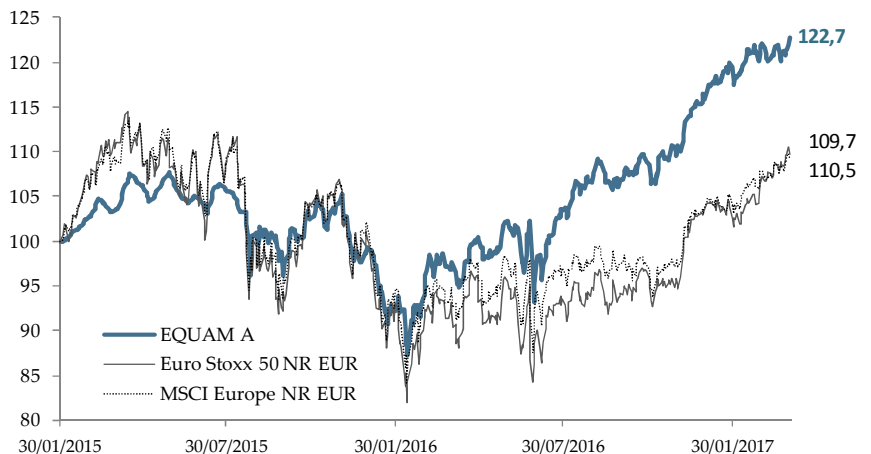
*Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.*

## Saludable rotación de la cartera

Después del buen comportamiento del fondo durante el año pasado, este trimestre hemos hecho una sana rotación de la cartera incorporando siete nuevas inversiones al fondo y desinviertiendo de tres compañías.

Durante el primer trimestre del año el fondo ha experimentado una revalorización del 5,9% frente al 6% de su índice de referencia. La rentabilidad de Equam desde su lanzamiento en enero de 2015 es del 22,7%, significativamente superior a la de los índices (incluyendo dividendo).

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



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

## Mantenemos el esfuerzo en la búsqueda de oportunidades

Para encontrar inversiones atractivas hay que mantener una actitud de alerta constante y analizar muchas posibles inversiones, para poder quedarse sólo con las mejores. En EQUAM ponemos mucha dedicación a este proceso de generación de ideas, que consideramos una pieza clave de nuestro método de inversión.

El contacto directo con las compañías y sus equipos directivos es una parte fundamental de nuestro proceso de inversión.

Algunos inversores tienen un proceso de generación de ideas centrado en el análisis de bases de datos y defienden que es mejor tomar decisiones sin tener contacto con el equipo directivo (debido a que estos tendrán la tendencia a vender los méritos de su compañía omitiendo normalmente los riesgos).

Nosotros pensamos que el contacto directo con el equipo directivo es fundamental para entender los negocios en los que invertimos y para identificar ideas de inversión, por varias razones:

- Resulta una herramienta muy útil de búsqueda de nuevas oportunidades, alejándonos de métodos mucho más numéricos que impiden detectar las oportunidades que aparentemente están “caras” por estar afectadas por resultados extraordinarios o por beneficios temporalmente bajos.
- Nos permite obtener un mejor entendimiento del negocio y de las industrias en las que operan las empresas, complementando la información obtenida a través de la información pública disponible.
- Podemos entender la forma de pensar del equipo directivo y la cultura de la empresa, elementos fundamentales en el proceso de creación de valor de las compañías.

Por todo ello dedicamos una gran parte de nuestro tiempo a mantener reuniones y conversaciones con equipos directivos de compañías. Como muestra, durante el último trimestre, hemos tenido más de 60 reuniones con equipos directivos y 25 conversaciones telefónicas que nos han permitido identificar algunas de las nuevas inversiones o en otros casos buenos negocios que se incorporan a nuestra lista de seguimiento a la espera de que se pongan a precios atractivos. Con prácticamente todas las compañías en las que hemos invertido hemos mantenido al menos un contacto.

## Jugando el ciclo de capital a nuestro favor

Un buen entendimiento del ciclo de capital de las industrias en las que invertimos resulta fundamental para conseguir buenos resultados en las inversiones.

Otra de las claves de nuestro proceso de inversión consiste en entender bien el ciclo de capital de las industrias en las que operan nuestras compañías. Al hablar del ciclo de capital nos referimos a las variaciones de demanda y rentabilidad que se producen por el hecho de que cuando una determinada industria genera retornos muy altos se produce una entrada de nuevos actores atraídos por estas buenas rentabilidades o nuevas inversiones de expansión por los actores existente. Estas inversiones antes o después producen un excesivo aumento de la oferta que progresivamente disminuye los retornos y ocasionalmente lleva a la industria a situaciones de depresión y a la paralización de las inversiones. El mercado entonces expulsa a los operadores menos eficientes y provoca una disminución de la oferta que a su vez lleva a la recuperación de los retornos y de los resultados de la compañías. Este ciclo se repite en una gran cantidad de industrias y entender bien su funcionamiento puede proporcionar buenas rentabilidades a los inversores.

Rieter se encuentra en una fase deprimida del ciclo y el equipo directivo está implantando medidas de reestructuración adecuadas que deberían permitir una importante creación de valor en los próximos años

Una de las inversiones de este trimestre, la empresa suiza **Rieter Holdings AG** es un buen ejemplo de como intentamos jugar a nuestro favor el ciclo de capital. Rieter es el líder mundial de fabricación de máquinas de hilar con una cuota del 30% y un posicionamiento en el segmento premium. La compañía tiene un negocio de venta de máquinas y adicionalmente un negocio de servicio post-venta y de venta de componentes para máquinas propias y de terceros. El consumo de hilo a nivel mundial tiene una tendencia a largo plazo creciente por el aumento de la población, lo que lleva a la necesidad de aumentar y reemplazar constantemente la capacidad de producción. Sin embargo la inversión por parte de los productores en su capacidad de producción

no se produce de manera lineal sino en ciclos como el descrito más arriba.

Después de unos años de fuerte inversión por parte de los productores de hilo en los años 2010 y 2011, en los últimos años su ritmo inversor ha disminuido de manera muy significativa, acumulándose cuatro años de infrainversión. Esta situación ha provocado una dura caída de rentabilidad de la división de venta de maquinaria de Rieter, que ha pasado de generar un EBIT de €41 millones en 2014 a €4 millones en 2016. La compañía ha lanzado un plan de reestructuración industrial en dos de sus plantas con un objetivo de ahorro de costes de alrededor de €30 millones que junto con una recuperación del ciclo de inversión de sus clientes debería permitir una mejora sustancial y progresiva de la rentabilidad en los próximos años. Por otro lado, Rieter está impulsando el desarrollo de su negocio de post-venta y componentes, que tiene una mejor rentabilidad y recurrencia. Todo ello en una compañía con un balance saneado (posición de caja de €175 millones, que representa el 20% de su capitalización) y que cuenta con la presencia en el accionariado y su consejo de administración de dos experimentados inversores industriales con una clara visión a largo plazo. Hemos invertido a un FCF yield del 7,1% sobre la generación de caja actual, que como hemos explicado está claramente deprimida, por lo que estimamos un potencial de revalorización desde nuestro precio de entrada de más del 70%.

La capitalización actual de Cementir no refleja en su totalidad el valor real de sus diferentes negocios

También aplica el análisis del ciclo de capital en otra de las inversiones del trimestre: **Cementir**. Se trata de una empresa italiana dedicada a la fabricación de cemento con presencia en diferentes mercados europeos (Dinamarca, Noruega, Bélgica e Italia) y emergentes (Turquía, Egipto y Malasia). El mercado de cemento tiene un marcado componente local debido al alto coste de transporte en relación al coste del producto. En los años de la burbuja

inmobiliaria se produjo un exceso de inversión en la capacidad de producción en muchos países que se ha puesto de manifiesto en los años posteriores de la crisis. Este exceso de sobrecapacidad ha sido mayor en determinados países mientras que en otros la inversión fue mucho más comedida y la situación es ahora mucho más estable. En el caso de Cementir, la compañía está presente en algunos mercados muy atractivos como Dinamarca (en régimen de monopolio al ser la única compañía con planta productiva en ese país) o Turquía (mayor mercado europeo y con gran crecimiento, aunque afectado por problemas temporales); y en otros mercados que están sufriendo por la situación de sobrecapacidad (Italia principalmente). Por otro lado, Cementir es el líder mundial en fabricación de cemento blanco, un producto de alta calidad y con una limitada capacidad de producción en el mundo. Gracias a un balance muy saneado y con un nivel de deuda reducido (poco común entre las compañías del sector), Cementir acaba de realizar dos compras muy interesantes: i) compra a Heiderlberg de su negocio en Bélgica, que estaba obligado a vender por su compra de Italcementi, y ii) compra de un competidor en Italia por €125 millones que consolida el sector y avanza hacia una reestructuración del mismo. Cosas del mercado, al múltiplo que hemos pagado de 7x EBITDA actual, estamos comprando el negocio de Italia a valor cero ya que este negocio no aporta EBITDA al grupo (nosotros estimamos el valor de este negocio en unos 200 millones de manera muy conservadora, un 25% de la capitalización actual). Adicionalmente, la situación en Turquía debería ir normalizándose y la presencia en otros países emergentes debería permitir a Cementir seguir creciendo en los próximos años. Finalmente, la compañía tiene como accionista mayoritario a la familia Caltagirone que lleva gestionando el negocio con una clara visión a largo plazo desde hace muchos años.

Sesa tiene una fuerte posición competitiva en un sector con crecimiento y muy rentable

Por otro lado, hemos invertido durante el trimestre en la compañía italiana **Sesa**, líder en ese país en la distribución de productos y soluciones informáticas de valor añadido con una cuota de mercado del 43%. Se trata de un sector en crecimiento, con claras barreras de entrada (es necesario cerrar acuerdos con las grandes compañías internacionales del sector IT) y un negocio con altos retornos sobre el capital y gran capacidad de generación de caja. A pesar de estas bondades, al tratarse de una compañía de tamaño mediano que no lleva mucho tiempo en el mercado, hemos podido comprar este negocio a una valoración muy atractiva (7x EV/EBIT y 9,5% de FCF yield). Los fundadores de la compañía son los gestores y principales accionistas.

El resto de inversiones de este último trimestre incluye **Nice** (compañía italiana fabricante de motores para toldos y persianas y automatismos de puertas), **Mutares** (empresa alemana de inversión en compañías en proceso de reestructuración operativa), **Carlsberg** (cervecera danesa en proceso de reestructuración operativa y con una presencia relevante en Rusia, un mercado muy deprimido actualmente) y **Arcus** (empresa noruega dedicada a la fabricación y distribución de bebida alcohólicas y vino en los países nórdicos, donde la venta a cliente final está controlada por monopolios estatales).

## Desinversiones

Ponemos a las compañías de nuestra cartera en competencia con las nuevas inversiones que vamos identificando

Durante el trimestre hemos vendido tres de nuestras inversiones. Al encontrarnos en el rango alto del número de compañías que queremos mantener en cartera (para evitar una diversificación excesiva que nos dificulte hacer un seguimiento adecuado de las inversiones), a medida que encontramos nuevas oportunidades de inversión que cumplen nuestros requisitos estamos sacando compañías de la cartera que aunque no han llegado a nuestro precio

objetivo totalmente, presentan un menor potencial o por alguna causa cumplen en menor grado nuestros requisitos.

Por esta razón durante este trimestre hemos vendido nuestras inversiones en:

- **Thessoloniki Water**, compañía de aguas de la ciudad de Thessalonika, que aunque continuaba muy barata tenía un tamaño muy pequeño y una liquidez limitada,
- **Vetropack**, productor suizo de envases de vidrio que prácticamente había alcanzado nuestro precio objetivo. Además, un competidor agresivo ha comprado una compañía en la misma zona geográfica y nos preocupa que aumente el nivel de competencia y la compañía ha anunciado su fracaso en el desarrollo del cristal templado, por lo que nos decidimos a vender.
- **Applus**. Aunque aún le quedaba algo de potencial respecto a nuestro precio objetivo, preferimos estar invertidos en negocios de menor apalancamiento.

En los tres casos, aún sin haber alcanzado totalmente nuestro precio objetivo, hemos obtenido rentabilidades del 23% para Tessaloniki (con dividendos), 33% para Vetropack y 46% para Applus.

## Situación de la cartera y evolución del fondo.

El nivel de liquidez ha aumentado temporalmente como consecuencia del alto nivel de entradas en el fondo durante el trimestre.

Después de las siete nuevas inversiones realizadas y de las tres desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 45%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

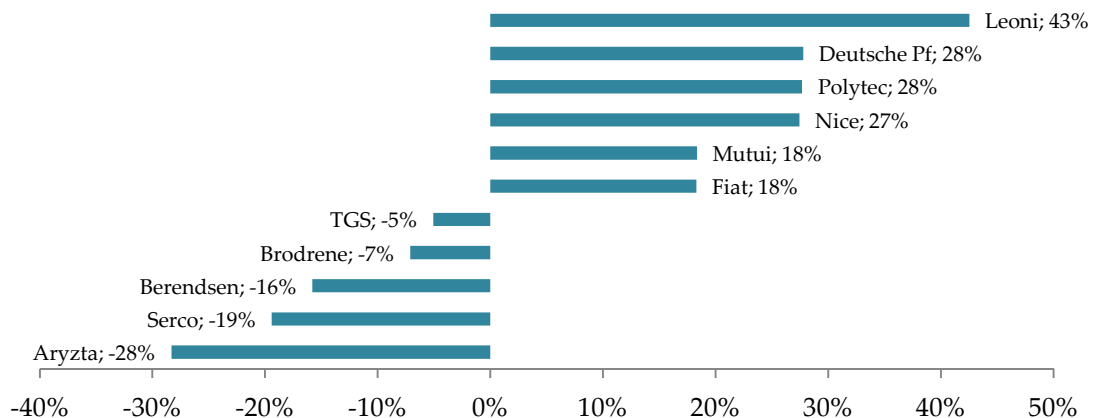
Durante el trimestre hemos experimentado un 45% de aumento de los activos del fondo como consecuencia de la



entrada de nuevos inversores en el fondo y del aumento del nivel de inversión de inversores existentes. Aunque hemos ido invirtiendo gran parte de la nueva caja, al final del trimestre ha quedado un remanente pendiente de inversión, lo que hace que a final del trimestre el nivel de tesorería haya aumentado hasta el 10% desde el 5% a principios de enero. Paulatinamente iremos invirtiendo esta caja conforme se vayan presentando nuevas oportunidades.

### Aportación a la rentabilidad del fondo durante el trimestre

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera, en el año o desde el momento de nuestra inversión inicial.



Si en el anterior informe, mencionábamos la importante revalorización de **TGS Nopec** y **Serco**, son precisamente estas dos compañías algunas de las que peor comportamiento han tenido durante el primer trimestre del año, sin que desde nuestro punto de vista se haya producido ningún acontecimiento significativo que justifique un cambio en el valor de ambos negocios. En las dos situaciones, hemos aprovechado estas caídas para reforzar nuestra inversión comprando nuevas acciones. Como siempre decimos, resulta fundamental mantener

una visión a largo plazo y aprovecharse de la volatilidad a corto de los mercados.

Durante el trimestre han presentado resultados la mayor parte de las compañías de la cartera, con un tono positivo en líneas generales. Tan sólo destacar por el lado negativo **Berendsen**, que después del profit warning del finales del año pasado, en marzo confirmó que va a tener que realizar un plan extraordinario de inversiones en los dos próximos años en sus plantas de lavado del Reino Unido lo que a su vez va a provocar una caída temporal de sus resultados. A pesar de esta situación, seguimos creyendo que estamos invertidos en una compañía de gran calidad con una posición competitiva fuerte, y aprovechando la fuerte caída de la cotización hemos aprovechado para reforzar nuestra posición.

Cabe mencionar también los cambios organizativos y estratégicos que se han producido en otra de nuestras inversiones, la compañía suiza **Aryzta**, dedicada a la fabricación de pan y repostería precocinada. Se trata de un negocio estable y generador de caja, pero que en los últimos años ha tenido una serie de problemas por algunas decisiones corporativas erróneas, un exceso de inversión y un nivel de apalancamiento alto. El año pasado se produjo el nombramiento de un nuevo presidente del Consejo de Administración con reconocido prestigio, que en poco tiempo ha tomado una serie de decisiones que creemos van en la correcta dirección: ha prescindido de los principales miembros del equipo directivo (están en la búsqueda de sus reemplazos) y ha decidido estudiar opciones estratégicas para su participación minoritaria en Picard Surgelés (un negocio excelente pero muy endeudado y con no tan claro encaje con el negocio principal de Aryzta) lo que en caso de venta permitirá reducir de manera significativa el apalancamiento y por tanto permitir al nuevo equipo enfocarse plenamente en la reestructuración del negocio. Aunque no exento de dificultades y con la incertidumbre

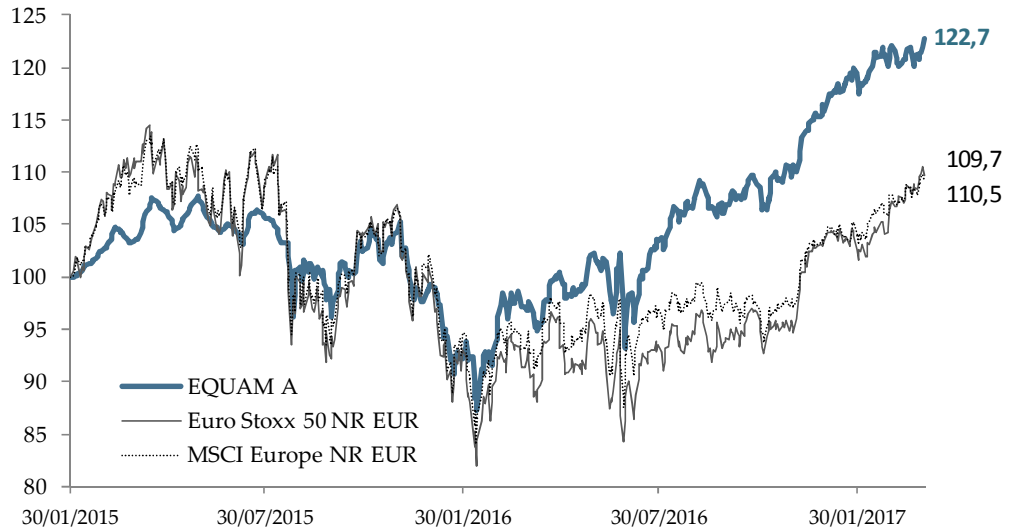
en el plazo de ejecución, creemos que una vez ejecutada esta reestructuración, el potencial de creación de valor es alto.

## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

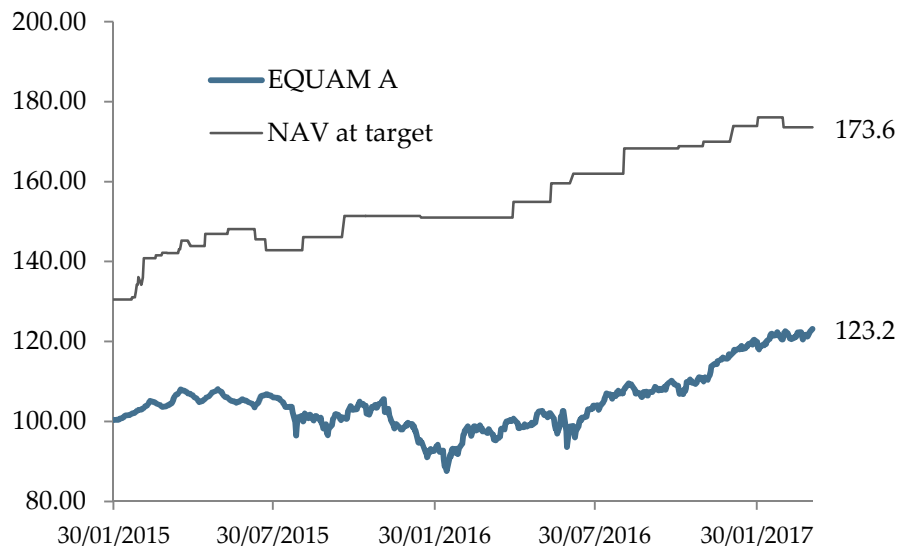
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas	Netherlands	4.4%	Dominant leader in oligopolistic market.	33%
Deutsche Pfandbrief	Germany	2.9%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	46%
Meggitt	UK	2.8%	Undervalued compounder in low cycle	58%
ITE Group	UK	2.8%	Deeply undervalued event management company	42%
Hornbach-Baumarkt	Germany	2.8%	Resilient compounder in repaired market	71%
Serco Group	UK	2.7%	Refocused contractor in restructuring.	71%
Stallergenes Greer	France	2.7%	Market leader in an oligopoly market	60%
Bollore	France	2.6%	Complex well managed holding company	76%
ING	Netherlands	2.6%	Restructured commercial bank	16%
MITIE	UK	2.5%	Undervalued compounder in fragmented market	76%
SeSa S.p.A.	Italy	2.5%	IT Value Added software wholesaler	45%
TGS-NOPEC	Norway	2.5%	Countercyclical niche oil services player	85%
Berendsen plc	UK	2.4%	Leading position in a growing market	91%
Rieter Holding	Switzerland	2.2%	Swiss manufacturer. Cheap, net cash, restructuring.	47%
Aryzta	Switzerland	2.2%	Undervalued oligopolistic leader.	148%
<b>Total top 20</b>		<b>51%</b>		
<b>Total portfolio</b>		<b>90%</b>		<b>45%</b>
<b>Liquidity</b>		<b>10%</b>		
<b>Total fund</b>		<b>100%</b>		<b>41%</b>

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 objetivo<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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. Durante el último mes el valor objetivo ha bajado por el aumento de la liquidez hasta el 10% del patrimonio.

**Evolución del Valor Liquidativo**

	<b>EQUAM A</b>	<b>MSCI Europe NR</b>	<b>Euro STOXX 50 NR</b>
1 mes	1.5%	3.3%	5.6%
3 meses	5.9%	6.0%	6.8%
YTD	5.9%	6.0%	6.8%
1 año	26.0%	16.9%	20.1%
Desde inicio*	22.7%	9.7%	10.5%

*\*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
ISIN Clase A	LU0933684101
ISIN Clase C	LU1274584488
ISIN Clase D	LU1274584991

Traspasable	SI, Nº 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](http://www.equamcapital.com)