



---

## EQUAM Global Value Fund

### Informe trimestral junio 2017

### Un proceso de inversión bien definido

---

Durante los últimos doce meses, desde el inesperado resultado de las elecciones británicas, los mercados bursátiles se han revalorizado un 18% desde mínimos. EQUAM ha subido un 32% en ese mismo periodo. Nos parece interesante resaltar el contraste entre esta buena evolución y la visión negativa del mercado que predominaba entonces.

Aunque ahora el pesimismo es menor, seguimos pensando que lo mejor que podemos hacer es seguir aplicando de forma disciplinada nuestro proceso de inversión; comprando empresas buenas cuando cotizan a descuento y vendiendo las posiciones que han alcanzado nuestra valoración interna.

---

*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.*

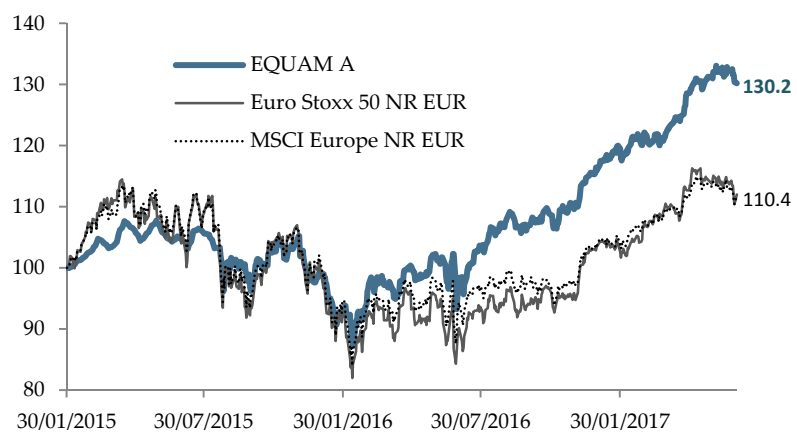
## Significativa recuperación de los mercados

EQUAM ha presentado una excelente evolución en los últimos 12 meses...

Durante los 12 meses transcurridos desde el inesperado resultado del referendun en Reino Unido en relación a su salida de la Unión Europea, y después de una virulenta negativa reacción que llevó a los mercados europeos a perder más de un 10% en dos días, la renta variable europea ha experimentado una positiva evolución, con unas subidas en los 12 últimos meses del 18% (recuperando las pérdidas iniciales en tan sólo 49 días).

En una perspectiva más corta, desde principios de 2017, los mercados europeos han experimentado una revalorización del 6,4%, mientras que nuestro fondo, Equam Global Value ha subido en ese mismo periodo un 12,7%.

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



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

Ante este escenario, surgen muchas voces advirtiendo del riesgo de encontrarnos ante unos mercados sobrevalorados y de la necesidad de actuar con prudencia... ¡Siempre hay que actuar con prudencia! Pero como venimos insistiendo desde que lanzamos el fondo, no tiene sentido dedicar demasiado tiempo a intentar

... pero hemos substituido las inversiones que alcanzaron su valor objetivo por otras que cotizan a descuento y el potencial de revalorización del fondo sigue intacto.

predecir los movimientos a corto plazo de los mercados porque son impredecibles. La prudencia para nosotros es mantener la disciplina en la originación de ideas de compra y en la venta de las inversiones que han alcanzado su valor objetivo.

Durante esta primera parte del año ha habido una serie de compañías de nuestra cartera que han experimentado una acusada revalorización, llegando nueve de ellas a nuestro valor objetivo. Como no había habido cambios relevantes en su negocio las hemos vendido. Al mismo tiempo, y a pesar de la consistente revalorización de los mercados, hemos sido capaces de identificar diez nuevas oportunidades de inversión en compañías que creemos que presentan una amplia diferencia entre su valor intrínseco y el actual precio de cotización (algunas de las cuales comentaremos en este informe).

No quiere decir todo esto que actuemos de espaldas a la situación económica general, ya que seguimos siendo muy conscientes del entorno actual en el que nos encontramos, con una política monetaria impulsada por los bancos centrales que artificialmente fijan los tipos de interés, y de los riesgos que ello implica. Sin embargo, también creemos que la cartera de Equam permitirá protegernos en el largo plazo frente a distintos escenarios derivados del proceso de normalización de la política monetaria. Y mientras tanto seguiremos centrados en ejecutar con disciplina nuestro bien definido proceso de inversión.

## Una adecuada diversificación

Creemos que el número actual de compañías en la cartera nos permite compaginar una diversificación adecuada junto con una suficiente diferenciación de los índices.

Un debate muy habitual entre los gestores de fondos se centra en el número más adecuado de compañías a mantener. Nosotros mantenemos actualmente 47 compañías en la cartera y nos encontramos cómodos con este número. Es cierto que mantener una concentración mayor podría permitir eventualmente una mayor revalorización, pero creemos asimismo que expondríamos a nuestros inversores a un nivel de volatilidad y riesgo más alto. Como ya hemos podido experimentar, el futuro es incierto y muchas veces surgen imponderables que pueden hacer que una inversión a priori clara entre en dificultades. Adicionalmente, a diferencia de lo que ocurre cuando tomas control sobre una compañía, la inversión en mercados cotizados no permite alcanzar un grado de conocimiento de las compañías tan alto (sólo tienes acceso a la información pública) ni existe la capacidad de influencia sobre los equipos directivos, invitando todo ello a buscar una mayor diversificación que la que podría tener por ejemplo un inversor de capital riesgo.

Por otro lado, hasta el momento nuestro flujo de generación de ideas que cumplen nuestros criterios está siendo alto resultándonos complicado determinar de antemano cual de todas nuestras ideas van a ser las de mejor comportamiento. No obstante, creemos que el número actual de inversiones y el estricto proceso de selección de las compañías permite mantener una cartera lo suficientemente alejada de los índices y generar una mayor rentabilidad.

De hecho, si miramos a la evolución del fondo desde origen, la buena evolución no puede ser explicada por haber acertado en unas pocas inversiones o haber apostado por ciertas temáticas, si no por haber conseguido que gran parte de las compañías tuvieran un

buen comportamiento y una evolución poco correlacionada unas con otras. En este sentido, construimos la cartera buscando compañías de manera individual, pero posteriormente analizamos la cartera en su conjunto para evitar excesivas concentraciones a una temática concreta.

### Nuevas inversiones

Latecoere se encuentra en una fase de recogida de los beneficios derivados del esfuerzo inversor de los últimos años y presenta un balance saneado después de una reciente ampliación de capital.

Durante este trimestre hemos invertido en la empresa aeronautica francesa **Latecoere**. La compañía es un fabricante Tier 1 que trabaja para las principales compañías aeronáuticas, como Airbus y Boeing entre otros, con una posición de liderazgo en determinados nichos de producto (puertas, piezas de fuselaje y sistemas de cableado). En una parte relevante de su negocio, la compañía participa en el desarrollo, diseño y producción de determinados productos para los programas de sus clientes. Estos programas tienen normalmente una fase de desarrollo y lanzamiento de varios años en los que los proveedores como Latecoere tienen que realizar un esfuerzo inversor muy significativo para después beneficiarse de una generación de caja estable conforme dichos programas van ganando en madurez.

El esfuerzo de inversión de Latecoere en varios proyectos de forma simultanea llevó a la compañía a una crisis de deuda, que le obligó a ampliar capital y capitalizar una parte de su deuda. Terminada esta restructuración financiera, la compañía presenta ahora una foto muy positiva, con un balance saneado y unas perspectivas de generación de caja muy significativas conforme los distintos programas en los que participa van madurando. Adicionalmente la compañía está acometiendo una reorganización industrial desplazando una parte de su producción a países de bajo coste y modernizando sus

plantas. Finalmente, los dos principales accionistas son dos inversores financieros que compraron la deuda de la compañía y entraron en el accionariado en el proceso de capitalización de la misma, y que muy previsiblemente sean vendedores en los próximos años lo que podría desencadenar algún tipo de operación corporativa, en un sector que está en proceso de consolidación.

Piaggio es líder en el mercado europeo de motocicletas, mercado que lleva casi diez años en una fase clara de ralentización lo que ha llevado a un envejecimiento progresivo del parque.

Otra de nuestras inversiones es una compañía que entendemos será bien conocida por muchos de nuestros inversores, la dueña, entre otras, de la histórica marca de motocicletas Vespa. **Piaggio** es líder en el mercado europeo de motocicletas con una cuota de mercado superior al 25%. Como consecuencia de la crisis Europea de la última década, el nivel de ventas de motocicletas en Europa ha pasado de unos 2,2 millones de unidades en los años 2006-07 a 1,1 millones en el año 2013 y una ligera recuperación hasta los 1,3 millones del 2016. La caída de ventas ha provocando un envejecimiento progresivo del parque que deberá llevar inexorablemente a una progresiva recuperación de las ventas en los próximos años para su renovación. Por otro lado, la compañía ha conseguido implantarse de forma exitosa en determinados mercados del continente asiático y actualmente un 40% de su negocio viene de Asia (incluyendo un exitoso negocio de vehículos comerciales ligeros en India), mercado que está experimentando un crecimiento acelerado y que presenta mejores márgenes que en Europa. Todo ello junto con un plan de reorganización industrial que implantó a raíz de la crisis y que le ha permitido optimizar su producción y reducir de forma significativa sus costes, lo que le va a permitir beneficiarse de un sustancial apalancamiento operativo a poco que mejoren los volúmenes.

La tercera de nuestras inversiones del trimestre, **DFS Furniture**, es el líder en Reino Unido en el sector de venta minorista de sillones y sofás con una cuota de mercado del 25% (tres veces más grande que el siguiente

competidor). Se trata de un mercado con un marcado componente cíclico, pero donde la compañía ha podido beneficiarse durante las anteriores etapas de recesión de la debilidad de otros competidores (principalmente empresas independientes con un número reducido de tiendas) para mejorar sus cuotas de mercado. Por otro lado la compañía mantiene un modelo de negocio muy flexible, con fabricación bajo pedido (manteniendo sus niveles de inventario muy bajos), un sistema de remuneración de empleados con un componente variable elevado, un nivel de ventas por metro cuadrado muy alto y una combinación de ventas por internet y por el canal tradicional que le permite diferenciarse claramente de la competencia. Todo ello hace que DFS tenga un historial de generación de caja y retornos de capital muy atractivos. Después de una inversión inicial a principios del trimestre, la compañía anunció una revisión de sus estimaciones de beneficios para el año lo que provocó una caída en la cotización del 18%, que hemos aprovechado para reforzar nuestra inversión.

A fecha de este informe, estamos en proceso de inversión en tres nuevas compañías que comentaremos en nuestros próximos informes.

### Desinversiones

Durante el trimestre hemos vendido seis compañías de nuestra cartera que habían llegado a nuestro precio objetivo o que estando muy cerca presentaban un potencial de revalorización menor que las nuevas oportunidades identificadas.

En el anterior informe trimestral comentamos cómo habíamos aprovechado la caída en la cotización de **Berendsen** (tras un profit warning y el anuncio de la necesidad de unas inversiones adicionales extraordinarias) para aumentar nuestra inversión y situar

Este trimestre hemos recibido una oferta de compra sobre nuestra participada Berendsen



esta compañía entre nuestras principales posiciones. Este trimestre y como consecuencia de la atractiva valoración a la que estaba cotizando la compañía, su competidor francés Elis (similar en cuanto a negocio y complementaria en cuanto a presencia geográfica) anunció una oferta de adquisición de Berendsen con una prima sobre el precio de cotización en el momento del anuncio del 36%. Después de analizar la situación hemos decidido vender aunque el precio ofrecido no alcanzaba el nuestro valor objetivo ya que:

- La oferta de Elis contemplaba una parte importante del pago en acciones y en caso de que la operación saliera finalmente adelante suponía quedarse en un nuevo grupo con un nivel de apalancamiento más alto de lo que estábamos dispuestos a aceptar y un precio de cotización elevado.
- En caso de que no siguiera adelante la operación existía un riesgo no despreciable de que la cotización de Berendsen volviera a niveles similares a los anteriores. Aunque después del profit warning seguíamos manteniendo nuestro valor objetivo no es menos cierto que el plazo de consecución se había alargado respecto a nuestra idea inicial como consecuencia del tiempo necesario para ejecutar las nuevas inversiones anunciadas.

Por este motivo vendimos nuestras acciones sin esperar a conocer el resultado de la oferta. Unas semanas después Elis anunció que mejoraba su oferta inicial un 6,5%, mejora de la que, por tanto, no pudimos beneficiarnos. Cabe destacar por otro lado que se trata de la cuarta OPA que han lanzado sobre compañías en las que estábamos invertidos desde que lanzamos el fondo.

Las otras desinversiones del periodo incluyen las compañías **Navigator**, **Polytec**, **Coface**, **ING** y **Acerinox**, que hemos vendido al haber alcanzado nuestro precio



objetivo, con una revalorización media del 50% respecto al coste medio de compra.

### Situación de la cartera y evolución del fondo.

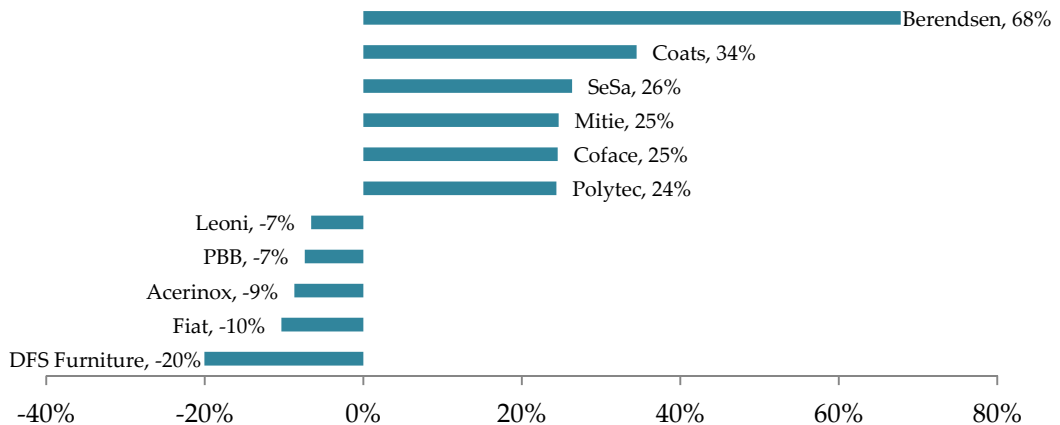
Seguimos manteniendo un potencial de revalorización de la cartera del 50%.

Después de las seis nuevas inversiones realizadas y de las seis desinversiones, tenemos 47 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 6%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 50%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

### 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.



Respecto a la evolución de las compañías de la cartera, además de lo ya comentado sobre Berendsen y DFS Furniture, podemos destacar:

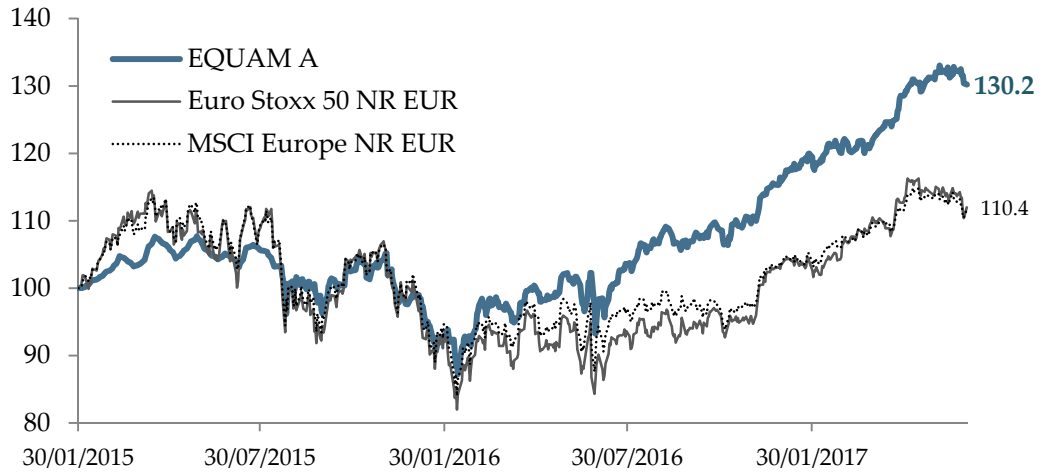
- **Mitie**, nuestra compañía británica de servicios de outsourcing para gestión de edificios, después de un complicado año 2016 y un cambio del equipo directivo de la compañía ha presentado un nuevo plan estratégico y unas claras directrices de reorganización del negocio, que han sido muy bien recibidos por el mercado con una subida del 25% durante el trimestre.
- La caída del precio del petróleo a mínimos de los últimos meses ha arrastrado la cotización de las compañías del sector. Hemos aprovechado esta situación para aumentar nuestra inversión en **TGS Nopec** y empezar una nueva inversión en los últimos días del trimestre en una compañía con vinculación al sector y cuya cotización estaba siendo duramente castigada.

## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

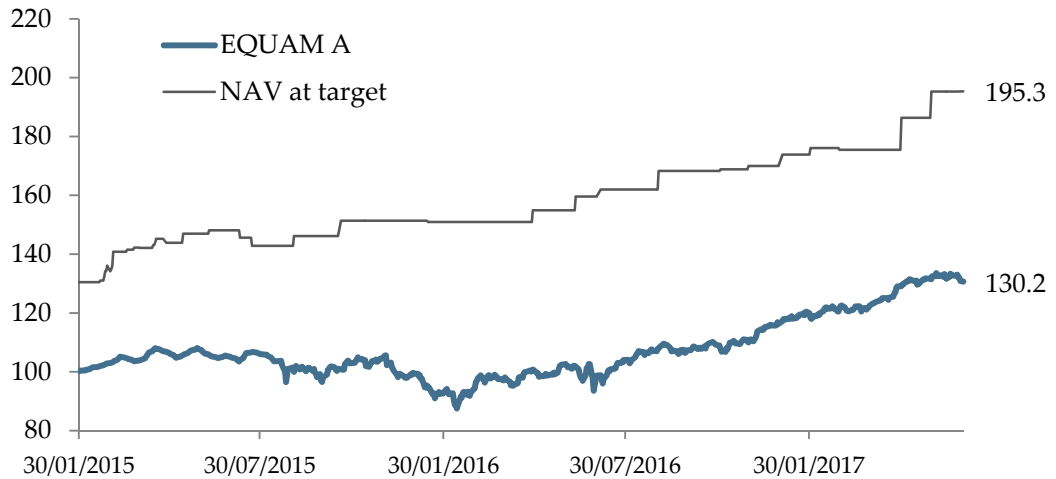
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas	Netherlands	4.3%	Dominant leader in oligopolistic market.	35%
Piaggio	Italy	3.4%	Recovery of the European replacement cycle of bikes	71%
SeSa	Italy	3.3%	Italian value added software distributor trading at a discount	68%
Latecoere	France	3.2%	Recovery of cash flow through maturity of current programs	90%
TGS-NOPEC	Norway	3.1%	Countercyclical niche oil services player	87%
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	111%
MITIE	UK	2.9%	Undervalued compounder in fragmented market	41%
Bollore	France	2.6%	Complex holding company, well managed trading at a discount	60%
Hornbach-Baumarkt	Germany	2.6%	Resilient compounder in repaired market	53%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	152%
Stallergenes Greer	France	2.6%	Market leader in an oligopoly market	41%
ITE Group	UK	2.5%	Deeply undervalued event management company	50%
Meggitt	UK	2.5%	Undervalued compounder in low cycle	48%
Cementir	Italy	2.5%	Cement producer with a monopoly in Denmark	69%
Deutsche Pfandbrief	Germany	2.4%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	55%
<b>Total top 15</b>		<b>44%</b>		
<b>Total portfolio</b>		<b>94%</b>		
<b>Liquidity</b>		<b>6%</b>		
<b>Total fund</b>		<b>100%</b>		<b>47%</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.

Evolución del Valor Liquidativo

	<b>EQUAM A</b>	<b>MSCI Europe NR</b>	<b>Euro STOXX 50 NR</b>
1 mes	-1.4%	-2.5%	-3.0%
3 meses	6.1%	0.7%	-0.1%
YTD	12.4%	6.7%	6.7%
1 año	32.2%	18.0%	23.3%
Desde inicio*	30.2%	10.4%	10.4%

\*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	Traspasable	SI, N <sup>o</sup> 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 3<sup>o</sup>, 28006, Madrid  
[www.equamcapital.com](http://www.equamcapital.com)