



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2017

Margen de seguridad

La longevidad de este ciclo económico está llevando a muchos inversores a adoptar estrategias que a priori pueden parecer más defensivas por ser menos volátiles. Nosotros reiteramos nuestro compromiso con lo que creemos que es la mejor estrategia para los distintos escenarios previsibles: mantener una cartera de buenos negocios que cotizan a un descuento de su valor real.

En este sentido, la sana rotación de nuestra cartera durante el trimestre, vendiendo aquellas compañías que han alcanzado su precio objetivo y comprando otras nuevas que cotizan a un descuento relevante de su valor, nos ha permitido mantener e incluso aumentar el margen de seguridad en la cartera.

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.

Continúa la recuperación

Durante el tercer trimestre ha continuado la recuperación en Europa. Aunque en Europa tuvimos una corrección severa entre agosto de 2015 y febrero de 2016, en Estados Unidos las acciones acumulan una revalorización muy significativa desde el último mercado bajista y el ciclo económico sigue mejorando.

A pesar de la longevidad de este ciclo, reiteramos nuestro compromiso con la búsqueda disciplinada de buenos negocios en Europa.

Muchos inversores están preocupados por la longevidad de este ciclo, tanto económico como bursátil, y buscan protegerse de las posibles caídas invirtiendo en activos que a priori pueden parecer menos arriesgados por ser menos volátiles. Su búsqueda de activos “seguros” se ve complicada adicionalmente por la extraordinaria política monetaria de los bancos centrales, que manteniendo tipos de interés muy inferiores a la inflación, están poniendo en riesgo el valor de la renta fija y los depósitos.

Nosotros reiteramos nuestra convicción de que resulta imposible predecir cuándo se producirá la próxima corrección de mercado o la próxima crisis económica y que mantener el ahorro en liquidez o en renta fija tiene mucho más riesgo de lo que puede parecer a priori.

La mejor forma de proteger el capital es mantener una cartera diversificada de empresas poco endeudadas, bien gestionadas y que operen en pequeños oligopolios protegidos de la competencia internacional, que coticen a un descuento sobre su valor intrínseco. Esta cartera caerá también cuando el mercado corrija, pero saldrá reforzada de las crisis que puedan venir.

En otras ocasiones hemos comentado nuestro proceso de inversión, los filtros que aplicamos en la selección de inversiones y la diversificación de la cartera. Nos gustaría ahora recordar la importancia del margen de seguridad – la diferencia entre el precio de cotización y el valor intrínseco de nuestras inversiones.

Margen de Seguridad

No hay activos seguros en el mercado financiero. El valor de toda inversión depende de lo que pase en el futuro, que es impredecible. Por mucho que insistan algunos banqueros, los profesores universitarios y los reguladores, todo es contingente, no hay “activos sin riesgo”.

Para minimizar el riesgo de pérdida permanente exigimos un descuento mínimo del 30% a nuestras inversiones.

Para reducir el riesgo de pérdida ante esta situación de incertidumbre, en EQUAM hemos diseñado un proceso de inversión que descarta aquellas situaciones que sin lugar a dudas aumentan el riesgo de pérdida: sectores competidos, empresas apalancadas o aquellas gestionadas por equipos más preocupados por su situación personal que por la de su empresa.

Pero también aplicamos un filtro de valoración que llamamos **margen de seguridad**: las empresas que incorporamos a la cartera deben cotizar a un descuento mínimo del 30% respecto al valor intrínseco calculado por el equipo de EQUAM. Asimismo, cuando las empresas cotizan a un nivel similar a dicha valoración, deben salir de la cartera. Aplicar este proceso de compra y venta con coraje, paciencia y disciplina es la piedra angular de nuestro proceso de inversión.

La compra requiere **coraje**, porque un descuento del 30% respecto al valor intrínseco, en negocios buenos, bien gestionados y con endeudamiento razonable es sólo posible en situaciones en las que otros inversores venden con pánico o en las que hay un desinterés total por dicha empresa. Las dos situaciones exigen, no solo un análisis cuidadoso e independiente por nuestra parte, sino además convicción y valentía para actuar de forma distinta a la mayoría.

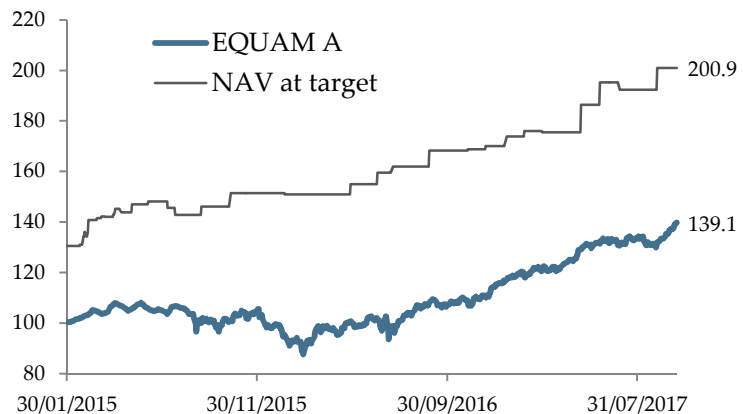
El proceso requiere **paciencia**, porque nuestros análisis arrojan un resultado distinto al que consideran otros inversores, en muchos casos, porque nuestro horizonte

temporal es mucho más largo. Tenemos que esperar a que nuestra visión prevalezca.

La venta requiere **disciplina**, porque si hemos comprado a un descuento del 30% y la cotización ha alcanzado nuestro valor intrínseco quiere decir que hemos ganado un 43% y estamos contentos con la inversión. La tendencia natural del ser humano es conservar aquello que le hace feliz y por eso tenemos que ser disciplinados para vender y reciclar las ganancias en inversiones que nuevamente presenten un margen de seguridad aceptable. La siguiente tabla presenta las ventas realizadas por EQUAM desde su lanzamiento y muestra nuestro compromiso con este método.

Fecha de venta	Compañía	Meses	Retorno		TIR	Motivo de venta
			inicio	coste medio		
24/04/2015	TNT Express	3	38%	33%	273%	Takeover
20/07/2015	Cegedim	6	33%	28%	169%	Target reached
20/08/2015	Miba	6	33%	26%	100%	Takeover
09/09/2015	Worldline	8	36%	13%	38%	Target reached
19/04/2016	Energy Assets	3	39%	39%	525%	Takeover
04/05/2016	National Express	16	20%	11%	14%	Quick profit
04/05/2016	Alstom	15	-9%	-6%	n.m.	Failed arbitrage
21/06/2016	Orkla	17	38%	22%	20%	Target reached
07/10/2016	Tecnicas Reunidas	7	37%	29%	68%	Target reached
07/12/2016	Metka	21	-21%	-11%	-7%	Bad governance
29/12/2016	Abertis	11	7%	11%	14%	Target reached / better upside
04/01/2017	Chargeurs	21	108%	102%	75%	Target reached
10/01/2017	Naturhouse	12	42%	42%	61%	Target reached
24/01/2017	Applus	12	45%	41%	46%	Target reached
30/01/2017	Vetropac	13	33%	32%	33%	Target reached
28/02/2017	Thessaloniki water	24	22%	30%	16%	Target reached
02/05/2017	Polytec	6	89%	89%	270%	Target reached
02/05/2017	Navigator	10	53%	49%	69%	Target reached
24/05/2017	Berendsen	18	1%	17%	24%	Takeover
30/06/2017	Acerinox	18	62%	50%	54%	Target reached
30/06/2017	Coface	10	74%	66%	95%	Target reached
30/06/2017	ING Groep	30	30%	32%	26%	Target reached
19/07/2017	Mutuionline	15	84%	76%	76%	Target reached
22/08/2017	Sports Direct	13	41%	40%	62%	Change in strategy
21/09/2017	Norma Group	10	48%	43%	64%	Target reached
28/09/2017	La Doria	10	75%	75%	87%	Target reached

Para monitorizar el margen de seguridad calculamos constantemente el valor intrínseco consolidado del fondo y lo comparamos con su valor liquidativo. Desde el lanzamiento de EQUAM ésta ha sido la evolución de ambas magnitudes:



La evolución creciente del valor objetivo se explica por el proceso de sustitución de inversiones que alcanzan su valor intrínseco por empresas que cotizan a descuento. Solo en muy contadas ocasiones hemos aumentado el precio objetivo de inversiones en cartera.

Las subidas y bajadas del valor objetivo también se explican en parte por el peso de la liquidez en el fondo, que ha fluctuado entre el 1% y el 10% en función de las oportunidades de inversión que hemos encontrado en cada momento. Lógicamente, cuanto más alto es el saldo de tesorería, menor es el potencial de subida del fondo.

Creemos que nuestro compromiso con este proceso de inversión, que permite mantener un margen de seguridad constante a pesar de la revalorización del fondo, es clave para obtener elevados retornos en el largo plazo.

Y es precisamente esta idea, que cuanto mayor es el margen de seguridad mayores pueden ser los retornos, la que resulta tan difícil de comprender para los teóricos de la inversión, empeñados en su idea de que los mercados son eficientes y que solo se puede ganar más asumiendo

En el tercer trimestre EQUAM ha obtenido un retorno superior al 6%, batiendo nuevamente al mercado.

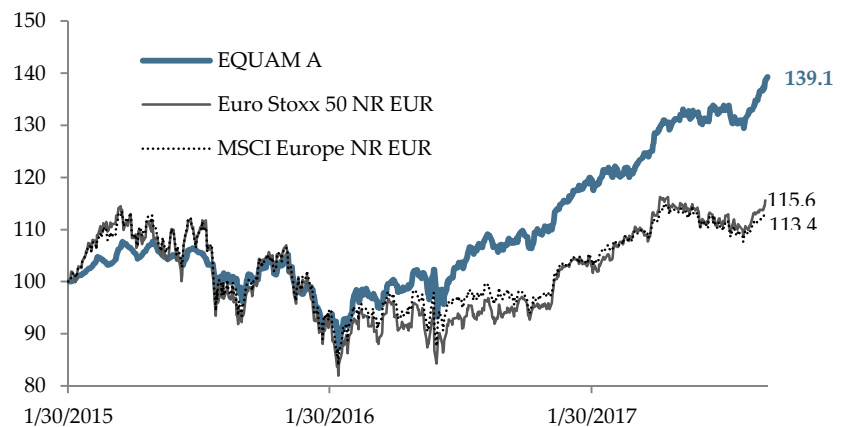
más riesgo. Es al revés. Cuanto más barato compras, más puedes ganar y más difícil es perder.

La evolución de EQUAM en sus casi tres años de historia empieza a ser una muestra significativa de la coherencia de este método de inversión.

Pensamos que la evolución de un fondo debe medirse en plazos largos, de 3 a 5 años, que recojan ciclos bajistas y alcistas. Desde el lanzamiento EQUAM en enero de 2015 ha obtenido una revalorización del 39,2%, batiendo en más de 25 puntos al índice europeo con dividendos.

En los 9 primeros meses del año EQUAM acumula una revalorización del 20%, el doble que el índice MSCI Europe con dividendos. Durante el tercer trimestre también la evolución del fondo ha sido mejor que la del mercado, obteniendo el fondo una rentabilidad del 6% frente al 3,9% del índice.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Nuevas inversiones y desinversiones

A lo largo del trimestre hemos mantenido nuestra actividad de búsqueda de nuevas inversiones y añadido cuatro nuevas compañías a la cartera. Dos de ellas, las holandesas Intertrust nv y Royal Vopak nv, llevaban en nuestro radar bastante tiempo y finalmente han entrado en cartera tras sufrir fuertes correcciones en verano y cumplir nuestros requisitos de valoración.

Royal Vopak, es una compañía de origen holandés con más de 400 años de historia, que se dedica a la gestión de la logística y almacenamiento de hidrocarburos. Opera 67 terminales en 25 países con una capacidad de almacenamiento de más de 34,7 Mm³ y proyectos de crecimiento de otros 3,2 Mm³ mediante inversiones directas y a través de JV con socios locales. Sus contratos a largo plazo con las principales compañías petrolíferas del mundo aseguran tasas de ocupación superiores al 90% y le permiten obtener cash flows predecibles y estables. Además gestiona su cartera de terminales de forma activa, vendiendo terminales en aquellos países maduros en los que no hay muchas posibilidades de crecimiento pero en los que los fondos de infraestructuras están dispuestos a pagar valoraciones muy elevadas (UK, Japón) y reinvertiendo en proyectos “greenfield” en mercados emergentes. Habíamos seguido esta compañía desde hacía tiempo pero su valoración nunca fue lo suficientemente baja como para ofrecer un 30% de descuento. Sin embargo, en la presentación de resultados del primer semestre del año, Vopak anunció una bajada de la ocupación en sus terminales holandesas, el impacto negativo del dólar y el aumento de gastos por proyectos de crecimiento que conjuntamente provocaron una caída de ebitda del 10% respecto al año anterior. Las acciones pasaron de cotizar a 42€ a 35€, una caída del 17% y el Free Cash Flow yield sobre datos históricos alcanzó el 7,5%.

Incluyendo los proyectos de crecimiento ya en marcha (y por supuesto, el coste del apalancamiento necesario para construirlos) y el programa de reducción de costes de, como mínimo, 25 M€ el FCFy para 2019 asciende al 9,3%.

Otra de nuestras inversiones, **Intertrust**, se dedica a la constitución y mantenimiento de sociedades para canalizar las inversiones internacionales de empresas multinacionales, sociedades de capital riesgo, fondos de inversión y “family offices”. El negocio es bastante recurrente, pues una vez constituida una sociedad es necesario cumplir anualmente todas las obligaciones mercantiles, fiscales y contables de forma recurrente. El ingreso medio por sociedad es de unos 27.000€ en Holanda y 30.000€ en Luxemburgo y el constante aumento de los requisitos regulatorios hace que los servicios demandados sean cada vez mayores.

Intertrust ha tenido también una mala presentación de resultados semestrales. En una de sus jurisdicciones empezó a competir con ellos un despacho de abogados que les había vendido el negocio hacía unos años, y los precios están bajando por el aumento de la competencia. También ha habido una reducción en la creación de vehículos en Holanda, en parte por las incertidumbres del Brexit. Las malas noticias han llevado la cotización de 18€ a 14€, que representa un FCFy del 11,5%. A pesar de que la compañía tiene 4x deuda ebitda, en parte debido a una reciente adquisición, creemos que la recurrencia del negocio y el elevado ROCE justifican la inversión a estos precios.

También hemos comprado acciones en el holding noruego **Wilh Wilhelmsen**, que mantiene inversiones en varios negocios, relacionados en su mayoría con el transporte marítimo. Desde el nombramiento de Thomas Wilhelmsen al puesto de CEO el grupo está reorganizando sus actividades, creemos que con bastante acierto. Además el holding cotiza a un descuento de casi

el 50% del valor de sus activos, algo que nos parece excesivo incluso teniendo en cuenta la frágil situación del sector de transporte marítimo.

La principal posición del holding es Wallenius Wilhelmsen Logistics, compañía dedicada al transporte de vehículos por barco (roll in-roll out o “ro-ro”). El sector de ro-ro está mucho más concentrado que el resto de los segmentos de transporte por barco. Aunque hay sobrecapacidad y una dura competencia, los diferentes competidores operan con algo más de racionalidad que otros sectores como el granelero, e incluso se les ha acusado de prácticas restrictivas de la competencia. El sector está deprimido por la sobrecapacidad de buques ro-ro y por la débil demanda de bienes de maquinaria para la construcción, minería y producción agrícola (llamados High & Heavy), que es la parte más rentable del negocio. Pensamos que la recuperación de High & Heavy y la racionalización de la sobrecapacidad permitirán al sector mejorar su rentabilidad.

El Holding también tiene inversiones en servicios portuarios, donde recientemente ha anunciado su intención de comprar la americana Drew que le permitiría obtener sinergias relevantes. También tiene inversiones en Hyundai Glovis, empresa cotizada del grupo Hyundai que también se dedica al transporte de vehículos y en Qube y Norseca (negocio similar al de Vopak pero en el Mar del Norte). En conjunto, nos parece que el holding ofrece una buena oportunidad de compra, pues cotiza a un descuento del 50% del valor liquidativo y además sus negocios se encuentran en una fase deprimida con posibilidades de mejora.

Desinversiones

Durante el trimestre hemos vendido nuestras inversiones en Mutuionline, Sports Direct, Norma y La Doria. Salvo Sports Direct, todas han llegado a nuestro precio objetivo y hemos tenido que vender.

En el caso de **Sports Direct**, acumulábamos una rentabilidad superior al 40% y teníamos intención de mantener la inversión hasta que llegara a su precio objetivo. Sin embargo, la compañía, que se dedica a la venta minorista de ropa de deporte con un enfoque “low cost” parece estar cambiando de estrategia hacia el segmento de precios premium. Aunque no dudamos de la capacidad de gestión de Mike Ashley, pensamos que un cambio de estrategia siempre implica un riesgo adicional que no queríamos asumir, sobre todo teniendo en cuenta la revalorización de las acciones y la elevada competencia del mundo “retail”.

Norma es, por la calidad de su negocio, la compañía que más nos ha costado vender este trimestre. Nuestro precio objetivo de 56€ representaba unas 10x ebitda y 12x ebit de 2018, valoraciones que consideramos exigentes, y por eso, a pesar de que Norma nos gusta mucho por su fuerte posición de mercado en el sector de automoción (en muchos casos es el único proveedor de anillas de sujeción) y por la capacidad de recuperación del segmento de maquinaria pesada, hemos decidido mantener la disciplina y vender las acciones una vez llegaron al precio objetivo. No obstante, mantendremos la compañía en nuestra lista de seguimiento por si en algún momento las acciones corrigen y vuelven a darnos oportunidad de invertir.

También hemos vendido **Mutuionline**, que a pesar de los problemas que ha tenido con Google su buscador Trovaprezzi ha presentado una evolución magnífica y **La Doria**, que aunque le quedaba algo de recorrido se había

convertido en una inversión marginal al no haber podido hacer inversiones adicionales por la rápida revalorización.

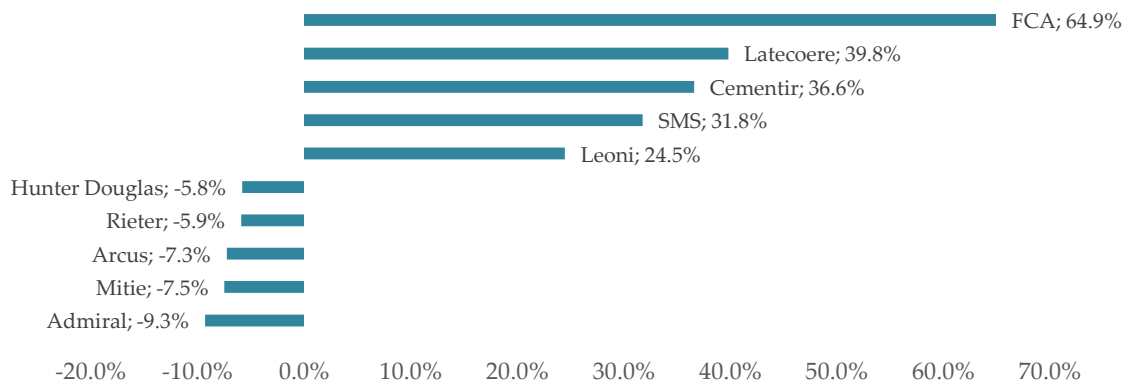
Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 48 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 3%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 44%. 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 trimestre o desde el momento de nuestra inversión inicial si ésta fue posterior a junio.



La buena evolución de **Fiat (FCA)** se debe a la buena marcha de su negocio, que ha confirmado sus objetivos de beneficio para 2018, a la reorganización societaria con el

spin off de Magneti Marelli, pero también a la especulación de compra de la compañía.

Latecoere por su parte debe su buena evolución a la atractiva valoración a la que cotizaba y a la firma de nuevos contratos que el mercado no esperaba. También en este sector hay posibilidades de que se realicen operaciones corporativas para concentrar un sector muy atomizado.

Respecto a la evolución de las compañías de la cartera, además de lo ya comentado sobre Fiat y Latecoere, podemos destacar:

- **Aryzta**, ha publicado resultados anuales en los que ha explicado algunos de sus problemas de producción (en Estados Unidos tuvo que parar la producción porque una parte relevante de su plantilla contratada a través de una agencia, no tenía permiso de trabajo) y ha anunciado ajustes de valoración en varias de sus unidades de negocio. Los resultados no han sido buenos, con caídas de volúmenes en Estados Unidos y en Europa, en parte debidas a los problemas comentados. Sin embargo, creemos que la buena tendencia de los precios de venta, con subidas superiores al 2% en todos sus mercados y la actuación decidida del nuevo equipo gestor permitirán recuperar la rentabilidad de la compañía y podremos beneficiarnos de un significativo “turnaround”.
- **Cementir** ha recibido una oferta por sus activos en Italia por 315 M€. En nuestra valoración por partes dimos a estos activos una valoración conservadora de unos 200M€, y el mercado no reconocía ningún valor puesto que no generaban ebitda y por la situación de sobrecapacidad en Italia. Esta oferta supera en más de un 50% nuestra estimación y nos

Informe trimestral septiembre 2017

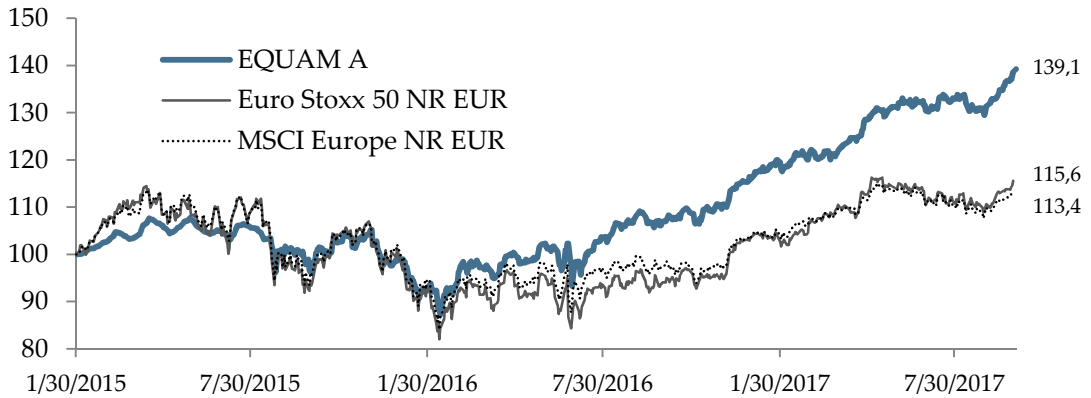
permite confiar en una revalorización adicional a la inicialmente esperada. Recordamos que Cementir cotizaba a 7,2x ebitda frente a una media del sector de más de 10x.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

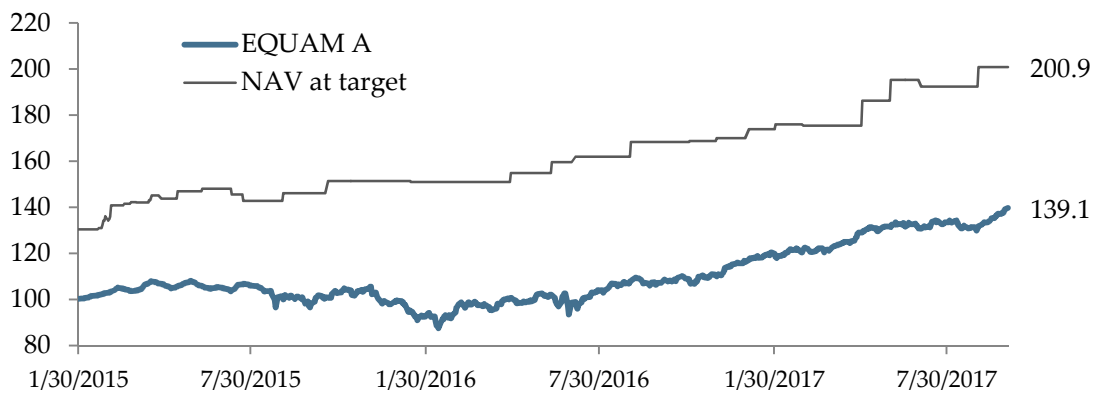
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Latecoere	France	3.5%	Recovery of cash flow generation through maturity of current programs	37%
Hunter Douglas	Netherlands	3.4%	Dominant leader in oligopolistic market.	45%
Piaggio	Italy	3.2%	Recovery of the European replacement cycle of bikes	43%
TGS-NOPEC	Norway	3.2%	Countercyclical niche oil services player	78%
SeSa S.p.A.	Italy	3.1%	IT Value Added software italian leading provider at a discount	49%
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	95%
Brunel	Netherlands	3.0%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas	49%
Cementir	Italy	3.0%	Cement producer with a monopoly in Denmark	49%
Stallergenes	France	2.7%	Market leader in an oligopoly market	19%
ITE Group	UK	2.7%	Deeply undervalued event management company	27%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	168%
Meggitt	UK	2.5%	Undervalued compounder in low cycle	35%
Bollore	France	2.4%	Complex holding company, well managed at a discount	51%
Pfandbriefbank	Germany	2.4%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	34%
Euronav	Belgium	2.3%	Depressed VLCC tanker company	48%
Total top 15		43%		
Total portfolio		97%		
Liquidity		3%		
Total fund		100%		44%

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.

Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM A	MSCI Europe NR	Euro STOXX 50 NR
1 mes	5.9%	3.9%	5.2%
3 meses	6.8%	2.7%	4.7%
YTD	20.1%	9.6%	11.7%
1 año	30.1%	16.3%	22.8%
Desde inicio*	39.1%	13.4%	15.6%

**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, Nº 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