



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral diciembre 2017

Cumplimos nuestro tercer aniversario

Este mes de enero cumplimos tres años desde el lanzamiento de Equam Global Value con un balance positivo, y si quisiéramos destacar algo sería el haber conseguido definir un proceso de inversión con sentido y haberlo ejecutado de forma sistemática y disciplinada. A pesar de las inevitables oscilaciones del mercado en el corto plazo, estamos convencidos de que con nuestro método de inversión el tiempo seguirá jugando a nuestro favor.

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.

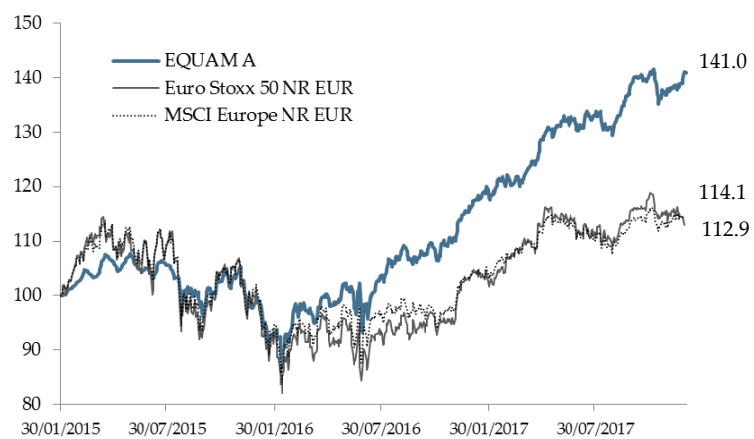
El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión. Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, 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 2017

Acabamos el ejercicio 2017 con una revalorización del 21,7% que compara con una evolución de los índices europeos en el entorno del 9-10%. En una perspectiva más larga, desde el inicio en enero de 2015, Equam Global Value ha experimentado una evolución del 41%, también significativamente superior al 13-14% de los índices europeos con dividendos.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Cumplimos tres años

Este mes de enero, Equam Global Value cumple tres años desde su lanzamiento.

Este mes de enero cumplimos tres años desde el lanzamiento de Equam Global Value. Aunque se trata de un periodo de tiempo relativamente corto, estamos satisfechos de los pasos dados hasta ahora y creemos que tenemos una buena base para seguir ofreciendo buenos resultados a los inversores que compartan nuestra visión de largo plazo:

- Tenemos un proceso de búsqueda de oportunidades y de análisis de inversiones que

tiene coherencia (con un enfoque empresarial, enfocado en el análisis de los negocios y en la determinación de su valor) y que estamos aplicando con mucha disciplina.

- El equipo de inversión de Equam, formado actualmente por tres personas, está muy cohesionado, comparte una misma visión en la forma de invertir y nos permite tomar decisiones de forma muy ágil, aprovechando las irracionalidades que nos ofrece el mercado. Además existe un alineamiento de intereses con el resto de los partícipes de Equam.
- Hemos llegado a un acuerdo con Cobas (Francisco García Paramés) para que se incorpore como accionista de Equam. 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. Esperamos tener cerrada esta operación en el muy corto plazo, una vez se obtengan las autorizaciones del regulador.
- Creemos contar con un grupo de inversores que comparten nuestra filosofía de inversión a largo plazo y que entienden que es necesario estar dispuesto a soportar la volatilidad a corto plazo de los mercados para maximizar el retorno a largo.

El reciente acuerdo con Cobas (Francisco García Paramés) consolida y refuerza de manera significativa el proyecto de Equam.

Estamos al principio de un largo viaje, pero por las razones antes mencionadas estamos convencidos de que el tiempo juega a nuestro favor y que tenemos los instrumentos necesarios para ofrecer resultados positivos consistentes en el largo plazo.

¿Están los mercados caros?

Creemos que existe una clara dicotomía en el mercado, con muchas compañías claramente sobrevaloradas pero todavía con oportunidades en compañías con problemas temporales o ignoradas por el mercado.

Esta es la pregunta que más venimos escuchando en los últimos meses, muy influenciada por la revalorización del mercado americano en los últimos 8 años. No nos gusta hablar de los mercados/índices en general y tampoco hacer predicciones sobre comportamientos futuros en el corto plazo. Lo que sí podemos afirmar es que aunque en general estamos encontrando valoraciones elevadas en aquellas compañías que tienen un negocio sólido y atraviesan un buen momento empresarial, seguimos encontrando oportunidades en las siguientes situaciones:

- Compañías que operan en **sectores cíclicos** o que por cualquier motivo tienen **problemas temporales** o están en un proceso de reestructuración. Vamos allí donde vemos humo, para analizar si realmente hay un incendio o se trata de una falsa alarma de la que nos podemos aprovechar ante el pánico de otros inversores. En estos casos, lo que buscamos es más el cierre de la diferencia entre el precio de cotización y el valor intrínseco de la compañía que el incremento de ese valor intrínseco a lo largo del tiempo.
- Compañías que aunque son de calidad, por alguna razón están siendo **ignoradas por el mercado** y podemos comprarlas a una valoración atractiva. Son compañías en las que esperamos que la aportación de valor venga tanto de la capacidad de generar valor a lo largo del tiempo del negocio como del cierre del descuento entre precio de compra y valor intrínseco.

Aunque en las actuales circunstancias de mercado este segundo tipo de compañías es cada vez más difícil de encontrar, sí que estamos identificando algunas en el segmento de empresas de menor capitalización. Existe una percepción en el mercado respecto al mayor riesgo de

No es tan importante el tamaño de las compañías como la posición que ocupan en sus respectivos mercados.

aquellas compañías de una menor capitalización. Nuestra opinión al respecto es que no es tan importante el tamaño como la posición competitiva de las compañías en sus respectivos mercados. Por otro lado, las empresas de menor capitalización se encuentran menos seguidas por el mercado y tienen escasa cobertura de analistas, lo que permite encontrar esas atractivas valoraciones. Así por ejemplo, tenemos una serie de compañías en nuestro fondo de lo que llamamos pequeñas grandes compañías, es decir compañías de pequeña capitalización pero que tienen una fuerte posición competitiva en el mercado en el que operan. DFS Furniture (compañía británica líder en el mercado de venta de sofás en el Reino Unido) Arcus (compañía líder en la fabricación y venta de vinos y bebidas alcohólicas en los países nórdicos) o Sesa (compañía líder en la distribución de productos informáticos de alto valor añadido en Italia) son ejemplos de estos pequeños líderes en los que estamos invertidos.

Por estas razones, antes las cuestiones que plantea la actual situación de mercado, seguimos pensando que lo mejor es mantener la disciplina del proceso. No intentaremos predecir los movimientos de mercado pero a cambio, para minimizar riesgos, reafirmamos nuestro compromiso con los siguientes elementos del proceso:

- La disciplina respecto a las valoraciones y precios de entrada de nuestras inversiones. Sólo compramos aquellas acciones que creemos que están cotizando a un descuento superior al 30% respecto a su valor intrínseco.
- Disciplina de venta de aquellas inversiones que llegan a nuestro precio objetivo.
- Reponderamos la cartera, comprando acciones de compañías que experimentan caídas apreciables y vendiendo acciones de aquellas que experimentan subidas significativas en el corto plazo.

- Mantenemos la liquidez del fondo entre el 5% y el 10%, que nos permite aprovechar caídas puntuales.

Nuevas inversiones

Parques Reunidos mantiene un sólido modelo de negocio y unas buenas perspectivas a largo plazo, pero se ha visto afectada en sus últimos resultados por una adversa meteorología en sus principales mercados geográficos.

Como hemos mencionado anteriormente, durante el trimestre hemos sido capaces de identificar nuevas oportunidades de inversión, siendo una de ellas **Parques Reunidos**, compañía española que opera parques de atracciones locales en Europa y Estados Unidos. La compañía ha pertenecido durante muchos años a diversas empresas de capital riesgo que han transformado la compañía desde un pequeño operador del parque de atracciones de Madrid en los años 90 a una de las principales multinacionales del sector a nivel mundial. Este crecimiento se ha basado en un proceso de adquisiciones de parques locales, en muchos casos familiares y con un amplio margen de mejora en la gestión, que integraban en su estructura. Cuenta con un sistema de gestión de costes e ingresos muy flexible que se adapta perfectamente a la demanda prevista. Además se trata de un negocio que requiere una nivel de inversión recurrente reducido y que es capaz de generar un buen nivel de caja, que reinvierte en nuevos proyectos de crecimiento. A pesar de la solidez de su modelo de negocio y estrategia, la compañía está en gran medida expuesta a la meteorología, ya que gran parte de sus resultados se concentran en la temporada de verano y la afluencia a sus parques viene muy marcada por el tiempo. Este último verano, el tiempo ha sido malo en Europa y en Estados Unidos ha habido varios huracanes. Todo ello ha hecho que los resultados del último año fiscal (cierra a finales de Septiembre) hayan sido inferiores a los previstos y por debajo de los del año anterior lo que ha provocado la caída de su cotización en más de un 25% en unas pocas semanas. Nosotros hemos aprovechado esta

IES tiene una reconocida franquicia en el sector educativo sueco, pero cotiza a múltiplos deprimidos por cierto ruido político a corto plazo.

situación para tomar una participación a un precio medio de 13,2 (equivalente a un 8,5% de FCF yield).

Otra de las compañías compradas durante este último trimestre es **Internationella Engelska Skolan**, un operador de colegios privados en Suecia con una elevada reputación en el país que se traduce en una larga lista de espera en todos sus centros. Se trata de un modelo de negocio muy atractivo, con altos retornos de capital y fuerte generación de caja. La compañía ha desarrollado un modelo de crecimiento orgánico a través de ampliación de sus centros existentes y apertura de 2/3 nuevos centros al año. La compañía ha pertenecido en los últimos años a una casa de capital riesgo (TA Associates) que sacó la compañía a bolsa en el año 2016 (aunque continua siendo el principal accionista). Sin embargo, la evolución en bolsa no ha sido muy positiva ya que en los últimos tiempos ha existido cierto ruido político como consecuencia de que algunos de los partidos políticos del país han denunciado las ganancias de algunos de los operadores privados, sugiriendo ciertos cambios en la regulación actual, que está basada en un sistema de cheques escolares que los estudiantes pueden utilizar en el centro que consideren más apropiado. Creemos que existe una muy baja probabilidad de que esto ocurra, ya que se trata de un sistema que lleva funcionando muchos años, con un alto nivel de satisfacción por parte de la población y con igual coste para el estado que la escuela pública. Al contrario, este ruido político nos ha permitido invertir en esta compañía de gran calidad, con una franquicia muy reconocida y con gran potencial de desarrollo a una valoración muy atractiva, cercana al 8% de FCF yield. Además recientemente Engelska ha realizado una adquisición de una compañía en España con tres colegios, donde va a utilizar esta base para crecer orgánicamente.

Volvemos a entrar en Técnicas Reunidas, después de lo que consideramos un excesivo castigo del mercado.

También durante este último trimestre, hemos vuelto a comprar acciones de **Técnicas Reunidas**, compañía en la que ya estuvimos invertidos durante el año 2016 pero que habíamos vendido cuando llegó a nuestro precio objetivo. Aunque opera en un sector con alta competencia, se trata de una empresa familiar, bien gestionada, con una buena cartera de proyectos y con gran reconocimiento en el mercado que creemos que ha sido excesivamente castigada tras la rebaja de perspectivas para el año 2018 debido en gran parte al retraso en la ejecución de varios proyectos.

Hemos tomado una participación en la compañía italiana **Esprinet**, líder en el mercado italiano y español de distribución de productos informáticos y electrónicos. Es un sector que ya conocíamos por nuestra participación en Sesa (aunque esta última está enfocada solamente al segmento de productos de más valor añadido). La compañía está experimentando un impacto negativo en sus márgenes por la fuerte competencia en precios de uno de sus principales competidores. Creemos que esta situación no es sostenible en el medio plazo y por otro lado la compañía está tomando una serie de medidas para mitigar el impacto de esta situación, por lo que hemos aprovechado la fuerte caída en la cotización (de 8 a 4 euros por acción en menos de 6 meses) para tomar una posición en la compañía.

Desinversiones

Durante el trimestre hemos vendido nuestras inversiones en **Verisign** y **Leoni**, pues en ambos casos habían llegado a nuestro precio objetivo tras una amplia revalorización. También hemos vendido **Crown**, que aunque no había llegado a nuestro precio objetivo, nos parecía menos

Seguimos vendiendo con disciplina las compañías que van llegando a nuestro precio objetivo.

atractiva que otras oportunidades que estamos encontrando.

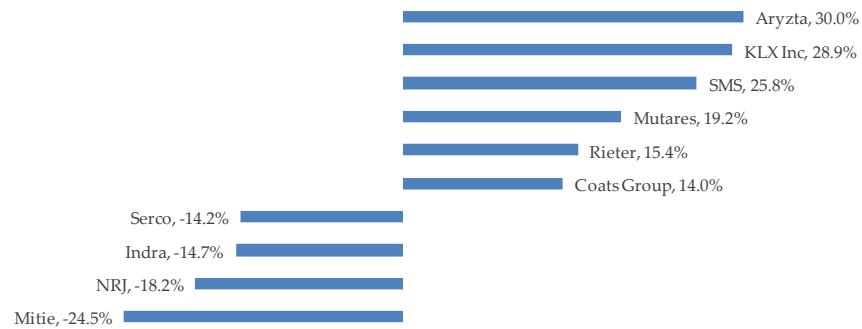
En el caso de Verisign, se trata de una compañía de gran calidad que opera de forma exclusiva el registro de dominions de internet .com y .net. Es un caso similar al de Norma del trimestre pasado, en el que nos ha costado tomar la decisión de venta. Pero a pesar de la calidad del negocio, creemos que el nivel de cotización es excesivo, en otro ejemplo de la sobrevaloración de muchas compañías de calidad que no tienen problemas a la vista. La mantenemos en nuestra lista de seguimiento para aprovechar de nuevo cualquier oportunidad de entrada que nos ofrezca el mercado.

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 10%, algo superior al de los últimos trimestres como consecuencia de recientes suscripciones al final trimestre.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos, se mantiene en niveles similares al trimestre pasado, en el entorno del 41%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización a pesar de la subida acumulada en el año.

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 septiembre.



La reciente ampliación de capital de Smart Metering Systems mejora de manera significativa el atractivo de esta interesante compañía.

Respecto a las compañías que mantenemos en cartera cabe mencionar la ampliación de capital que anunció durante el mes de noviembre la compañía británica **Smart Metering Systems** ("SMS"). Esta empresa opera en el sector de instalación y gestión de contadores inteligentes para compañías eléctricas y de gas, que ya conocíamos por nuestra inversión en Energy Assets en el año 2015 y que fue objeto de una oferta de compra por parte de un fondo de infraestructuras pocos meses después de nuestra adquisición. Se trata de un sector muy interesante dado que estas compañías instalan y operan los contadores para las compañías eléctricas, garantizándose unos ingresos recurrentes (y protegidos de la inflación) durante la vida útil de los contadores (20 años). Además, el gobierno británico aprobó una ley recientemente por la que se obligaba a cambiar todo el parque de contadores a contadores inteligentes (lectura remota) antes del año 2020, lo que abre una oportunidad única para los pocos operadores existentes con las capacidades y recursos suficientes de atender la fuerte demanda de instalación prevista. Empezamos a comprar acciones de esta

compañía durante este último verano a un precio muy interesante en relación con la calidad del negocio (claro ejemplo de compañía ignorada por el mercado). La ampliación de capital anunciada en noviembre va a suponer una aceleración de la capacidad de crecimiento de la compañía ya que le dota de los recursos necesarios para aprovechar esta ventana de oportunidad que se presenta en los próximos tres años, por lo que el valor intrínseco del negocio ha mejorado sustancialmente (algo que se ha reflejado parcialmente en la cotización, que ha experimentado una revalorización de más del 60% desde nuestra inversión inicial en julio de 2017).

KLX ha iniciado una revisión estratégica junto con un asesor financiero a raíz de una aproximación para comprar todo o parte de su negocio.

Por otro lado, la compañía americana **KLX** (dedicada a la distribución de piezas y recambios para el sector aeronáutico y de energía) ha anunciado recientemente la contratación de un asesor financiero a raíz de una aproximación de terceros para comprar todo o parte de su negocio. La compañía quiere explorar las diferentes alternativas estratégicas y su impacto sobre el valor de la compañía. Esta noticia ha provocado una fuerte revalorización de las acciones aproximando la cotización a nuestro valor objetivo. Mantenemos la inversión a la espera de que se concrete la información respecto a esta situación.

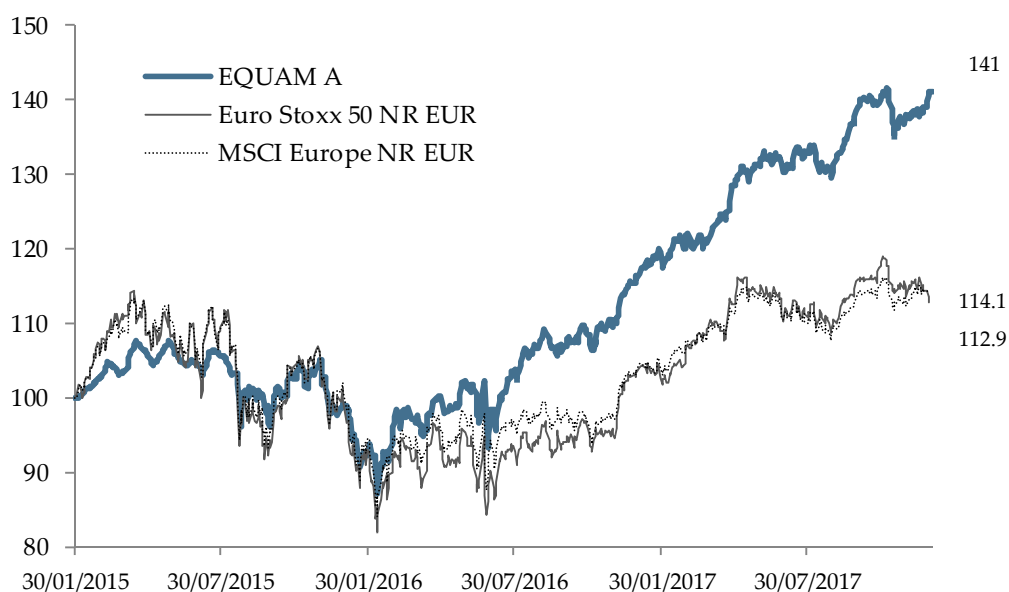
Finalmente, destacar las compras adicionales que hemos hecho en **Serco** y **Mitie** aprovechando el castigo en su cotización durante el trimestre y donde nuestra tesis de inversión no ha experimentado cambios sustanciales.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

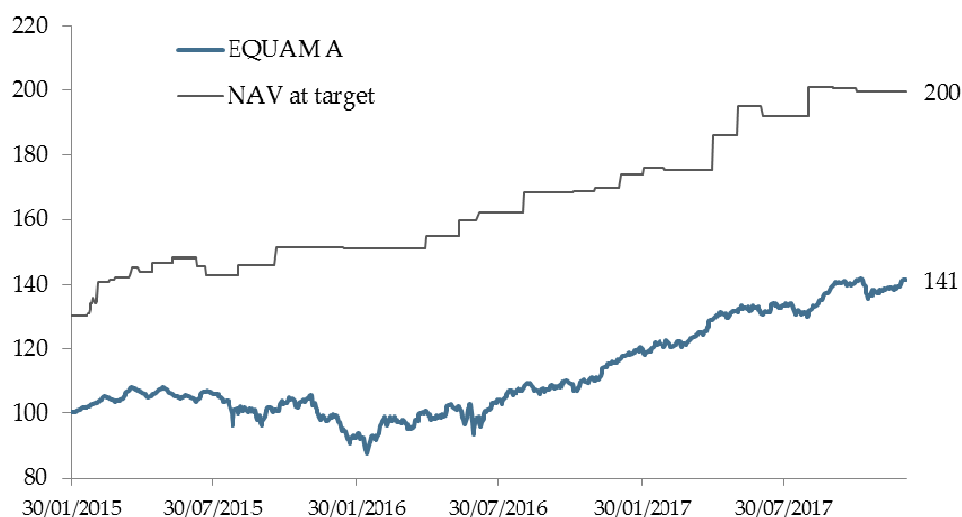
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	119%
Hunter Douglas	Netherlands	2.7%	Dominant leader in oligopolistic market.	41%
Serco Group	UK	2.7%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised	99%
TGS-NOPEC	Norway	2.7%	Countercyclical niche oil services player	74%
MITIE Group	UK	2.7%	Undervalued compounder in fragmented market	102%
Brunel	Netherlands	2.6%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas	32%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	106%
Parques Reunidos	Spain	2.5%	Spanish theme park operator trading at 52w lows	21%
SeSa	Italy	2.4%	IT Value Added software italian leading provider at a discount	56%
Latecoere	France	2.4%	Recovery of cash flow generation after maturity of programs	40%
ITE Group	UK	2.4%	Deeply undervalued event management company	25%
Intertrust	Netherlands	2.4%	Leading Dutch manager of investment structures	39%
Euronav	Belgium	2.3%	Depressed VLCC tanker company	34%
Bollore	France	2.3%	Complex holding company, well managed at a discount	41%
Arcus	Norway	2.2%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy	29%
Total top 15		38%		
Total portfolio		89%		
Liquidity		11%		
Total fund		100%		41%

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 diciembre 2017

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	Eurostoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	2.2%	0.8%	-1.7%	1.4%
3 meses	1.4%	0.6%	-2.3%	0.7%
2017	21.7%	10.2%	9.2%	11.4%
2016	17.1%	2.6%	3.7%	14.5%
2015	-1.0%	0.9%	-0.3%	-2.0%
Acum Inicio	41.0%	14.1%	12.9%	26.9%
Anualizado inicio	12.5%	4.6%	4.3%	7.8%

**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° 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