



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2018

Nuevas oportunidades a largo plazo

El primer trimestre del año ha comenzado con caídas en los índices y en el fondo. Pensamos que estas caídas son necesarias para mantener un mercado saludable y a la vez nos están permitiendo encontrar nuevas oportunidades de inversión.

En los momentos de bajada se siembran los buenos retornos que se obtienen en la recuperación, pero hay que estar dispuesto a resistir la volatilidad.

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 primer trimestre

Este primer trimestre del año ha comenzado con caídas generalizadas en los índices de renta variable que también han afectado a EQUAM.

Dos posiciones de nuestra cartera explican nuestro peor comportamiento en el trimestre.

En estos tres primeros meses del año EQUAM ha caído un 6,4% frente al 4,3% de los índices europeos. La diferencia se explica principalmente por el mal comportamiento de dos posiciones de la cartera (Aryzta y Mitie). Excluyendo estas dos posiciones la cartera lo habría hecho como el mercado.

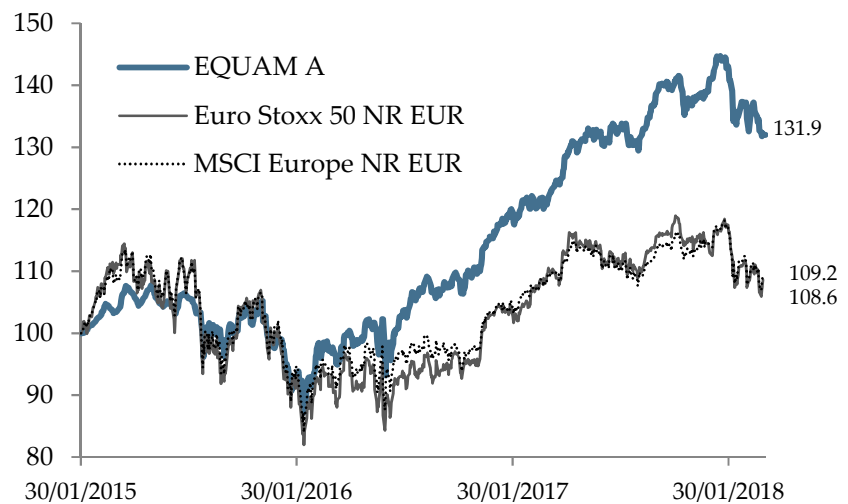
La rentabilidad anualizada del fondo desde el inicio en Enero de 2015 es del 9,1%, frente al 2,7% de los índices europeos con dividendos. Como siempre insistimos, el comportamiento del fondo en un plazo corto como un trimestre o un año no es muy relevante, y lo importante es la aplicación sistemática de un proceso de inversión coherente, como creemos que es el que venimos aplicando.

Aryzta, un 3% del fondo, presentó unos resultados de primera mitad del ejercicio (enero 2018) peores de lo esperado y la acción ha caído más de un 40%. Algunos inversores están preocupados por el posible incumplimiento de “covenants” en julio 2018. Nosotros pensamos que el plan de venta de activos que está poniendo en marcha el nuevo equipo directivo le permitirá cumplir dichos límites de endeudamiento por lo que hemos comprado más acciones para mantener el peso de esta posición. Los mercados suelen sobre reaccionar a las noticias, tanto negativas como positivas, y la misma Aryzta había subido más de un 30% en diciembre con noticias positivas sobre el proceso de reestructuración

Mitie, empresa inglesa que se dedica a la prestación de servicios de mantenimiento de edificios, seguridad,

limpieza y catering está atravesando un proceso de reestructuración, y el 16 de marzo presentó un anticipo de los resultados del ejercicio en el que comunicó que su consumo de caja será mayor de lo esperado. Aunque su situación de endeudamiento no es preocupante, muchos inversores han abandonado el sector tras la quiebra de Carillion, otra empresa del sector, y las acciones cayeron un 20%. También hemos comprado más acciones.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Hay muchas posibles explicaciones para el movimiento a la baja de este trimestre. Las valoraciones de la bolsa son altas en términos históricos, los tipos de interés están igualmente en niveles mínimos históricos y en proceso de normalización, las políticas proteccionistas de EEUU podrían desatar una guerra comercial que sería negativa para la evolución de la economía y las empresas tecnológicas americanas (Facebook, Amazon, Apple, Google...) están sufriendo una dura corrección que puede arrastrar al mercado. Todas las explicaciones que

busquemos a posteriori podrán ayudarnos a dar sentido a la evolución del mercado, pero lo cierto es que estos movimientos son tan recurrentes como impredecibles y por tanto insistimos en que no tiene sentido intentar anticiparse a ellos sino aprovecharlos. Comprando con las caídas y vendiendo cuando las valoraciones alcanzan el precio objetivo.

Para el inversor de largo plazo, no hay mejor alternativa de inversión que la compra de empresas buenas a precios atractivos.

No debemos olvidar tampoco que junto a los potenciales problemas que siempre acechan al mercado y a la economía, está la realidad incuestionable de que en las últimas décadas y a pesar de haber atravesado la mayor crisis financiera de un siglo, el mundo ha mejorado de forma muy relevante y el vector de esta mejora en las condiciones de vida de la sociedad es la actividad empresarial. Son las empresas las que crean valor en la sociedad y la mejor forma de capturar esta creación de valor a largo plazo es participar en su capital.

Por todo ello, vemos la situación actual del mercado, con caídas generalizadas en los índices y mayor volatilidad, como una oportunidad para encontrar buenos negocios a buenos precios. Quizás tengamos que sufrir pérdidas temporales al ir comprando empresas baratas que al poco tiempo estarán más baratas aún, pero estamos convencidos de que si seguimos actuando con esta disciplina, obtendremos retornos muy atractivos en el largo plazo.

Enfoques value

Nos gustaría recordar algunos de nuestros enfoques en la selección de las compañías que creemos que son las mejores opciones para participar de esta creación de valor.

En otras ocasiones hemos comentado nuestra preferencia por compañías con negocios estables y recurrentes y por aquellas gestionadas por sus fundadores o por accionistas

con experiencia, así como por aquellas con balances saneados.

Sin embargo, nuestro principal criterio de selección de inversiones es la valoración a la que podemos adquirir un negocio. Queremos comprar a un descuento mínimo del 30% respecto a la valoración calculada por nosotros de forma independiente y muchas veces nos preguntan por nuestro enfoque a la hora de valorar distintas situaciones.

De forma teórica podemos clasificar nuestro análisis en tres tipos de situaciones en las que identificamos valor:

- En la mayoría de nuestras inversiones buscamos situaciones de oligopolio y predictibilidad del negocio. Normalmente son sectores que no crecen mucho, pero es precisamente este lento crecimiento lo que ayuda a mantener a la competencia fuera del negocio. Pensamos que estas situaciones tienen un perfil de riesgo más bajo para los inversores porque el negocio es más sostenible en el tiempo, y aunque haya crisis económicas, su efecto será tiempo temporal. En este tipo de inversiones nos fijamos en la naturaleza de las barreras de entrada a la competencia, en la estructura de oferta del mercado, en la recurrencia de los ingresos y en todas las variables que hacen a cada empresa única en su sector. En estas situaciones calculamos nuestra valoración sobre los flujos de caja que es capaz de generar la compañía en su situación actual, y también queremos comprar a descuento sobre dicha valoración. Para ello normalmente tenemos que esperar a que alguna mala noticia por una cuestión temporal haga bajar el precio de las acciones.

Inversiones como Intertrust o Vopak son buenos ejemplos de esta categoría de inversiones. Tienen

ingresos recurrentes y predecibles, pero unos malos resultados en un trimestre nos permitió comprar acciones a precios muy atractivos.

- Hay una segunda situación que también nos resulta muy atractiva pero que es más difícil de encontrar. Se trata de aquellas compañías que se encuentran en la privilegiada situación de operar en un nicho protegido de la competencia que a la vez está creciendo. Pueden invertir en nueva capacidad productiva y obtener retornos muy altos, porque otros competidores no pueden copiarles aunque quieran. Cuando se da una situación así, el crecimiento del negocio puede crear mucho valor y no aumenta el riesgo por la entrada de competencia. El único riesgo es pagar demasiado por estas oportunidades. En estas situaciones EQUAM está dispuesto a pagar el valor completo del negocio en su situación actual, sin aplicar un descuento, pero no más. Porque pensamos que el margen de seguridad lo ofrece el crecimiento dentro de ese nicho al que solo la empresa o unos pocos competidores pueden acceder.

Smart Metering Systems es un buen ejemplo de este tipo de inversiones. Tiene la posibilidad de invertir durante unos años en el parque de contadores inteligentes que le asegura unos alquileres a más de 20 años, protegidos de la inflación y con los que obtiene una tasa de retorno superior al 10%.

- Finalmente podemos considerar la inversión en **sectores competidos**. Aunque nuestra preferencia es invertir en situaciones en las que hay barreras de entrada a la competencia, a veces encontramos valor en sectores en los que hay una gran competencia y en los que el retorno que obtienen las empresas en sus inversiones suele ser bajo,

cercano a su coste de capital. Son empresas que producen bienes con poca diferenciación, que compiten con empresas de todo el mundo en sectores en los que es relativamente fácil aumentar capacidad para cualquiera de las empresas involucradas. En estos sectores es difícil para una empresa obtener retornos altos de sus inversiones de forma sostenida, porque en cuanto el resto de los competidores ven la oportunidad, invierten también y los retornos de la industria bajan. En estas situaciones intentamos aprovechar las oportunidades temporales que ofrece el ciclo de capital específico de la industria. Compramos la empresa más resistente del sector, a un descuento del coste de reposición del negocio, normalmente en momentos bajos del ciclo, cuando hay sobrecapacidad y bajos márgenes, y esperamos a que la sobrecapacidad se absorba, los márgenes mejoren y la valoración se acerque al coste de reposición. Aunque este tipo de inversiones pueden presentar un perfil de riesgo más alto por la impredecibilidad del negocio, también pueden ofrecer un retorno muy elevado con la recuperación del ciclo, y comprar a descuento nos proporciona un cierto margen de seguridad.

Las buenas oportunidades de compra aparecen en momentos de pesimismo, cuando todos quieren vender y nadie quiere comprar.

Un buen ejemplo de este enfoque es nuestra inversión en Euronav, dedicada al transporte de petróleo por barco. El sector se encuentra en una situación de sobrecapacidad y los retornos -y las valoraciones - del sector están en mínimos históricos.

Estos tres enfoques son muy claros sobre el papel, pero la realidad no es tan sencilla y normalmente se dan situaciones intermedias, en las que puede existir una cierta

protección de la competencia pero la situación nunca está clara del todo.

Además, para comprar a un descuento es necesario que otros inversores estén dispuestos a vender a esos precios. Estas oportunidades solo se presentan de vez en cuando, normalmente en situaciones de pánico, o cuando el comportamiento de los inversores se vuelve irracional al conceder excesiva importancia a potenciales riesgos, o por la falta de paciencia para que las cosas se aclaren. Dentro del proceso de inversión, concedemos la misma relevancia al análisis minucioso de las posibles inversiones que a la actuación paciente y disciplinada a la espera de oportunidades.

Un ejemplo de esta situación, lo encontramos actualmente en el Reino Unido donde la visión de los inversores sobre este mercado es más pesimista que sobre ningún otro activo del mundo, incluyendo los bonos del Estado. Las incertidumbres sobre el desenlace del Brexit han expulsado a muchos inversores lo que nos está permitiendo encontrar oportunidades que consideramos atractivas. Pensamos que para tener éxito a veces hay que hacer inversiones diferentes a lo que prefiere la mayoría y aceptar bajadas a corto plazo para obtener buenas rentabilidades a largo plazo.

Nuevas inversiones

Hemos invertido en Cameco, Franks International, Orsero y Spectrum.

Este trimestre, especialmente hasta que empezó la corrección, estuvimos más activos en la venta de posiciones que habían llegado a nuestro precio objetivo y por el contrario hemos encontrado menos oportunidades nuevas que en otras ocasiones.

Durante el trimestre hicimos una visita a una compañía que está iniciando las inversiones para desarrollar una mina de uranio en Salamanca y retomamos el contacto con ese sector después de varios años. El precio del uranio lleva muchos años bajando, porque desde el desastre de Fukushima se cerraron las centrales japonesas y se anunció el cierre de las alemanas mientras entraban en producción nuevas minas de gran tamaño en Canadá y Kazajstán. La consecuencia ha sido la progresiva acumulación de inventarios y la mencionada caída del precio del uranio. Sin embargo, en esta visita nos llamó la atención la decisión de algunos de los principales productores de cerrar sus minas y reducir la producción. Pensamos que esta decisión acabará llevando a una recuperación del precio del uranio. Quizás tarde tiempo, porque los inventarios acumulados por las centrales japonesas equivalen casi a un año de producción mundial y otras empresas eléctricas también tienen inventarios excedentes, pero indudablemente la ecuación del sector ha cambiado. Todo ello a la vez que siguen en proyecto y construcción una gran cantidad de nuevos reactores en todo el mundo, que previsiblemente aumentarán la demanda de uranio en el largo plazo. El mundo no puede depender sólo de las energías renovables y la mayor parte de la nueva producción eléctrica vendrá de la energía nuclear. En este contexto volvimos a analizar **Cameco**, la principal minera de uranio de Canadá, y llegamos a la conclusión de que si vuelve a producir en sus minas cerradas y el precio del uranio se normaliza, vale el doble de lo que estamos pagando. Hemos invertido un 2% de la cartera.

También hemos comprado acciones de **Franks International**, una empresa de servicios para la exploración y producción de petróleo. Franks ayuda a construir los pozos, colocando los tubos de acero inoxidable que se introducen en el pozo e inyectando posteriormente el cemento que mantiene su estructura. Su principal actividad es en los pozos marinos – sector en el que se ha reducido la inversión drásticamente. El ebitda de Franks ha caído de 400 millones de \$ a prácticamente cero, y su cotización ha bajado un 81%. Creemos que a pesar de las buenas perspectivas de la producción de “shale oil” para los próximos años, la creciente demanda de petróleo solo podrá ser satisfecha si se recupera la inversión en pozos marinos, y cuando esto ocurra, Franks recuperará su rentabilidad histórica. La compañía tiene una posición de caja neta que le permite resistir al menos tres años más de pérdidas sin problemas, por lo que creemos que es una buena forma de invertir en la recuperación del ciclo del petróleo.

Por eso también hemos invertido en **Spectrum**, empresa similar a TGS, que ya teníamos en cartera pero más pequeña y más potencial de revalorización.

Tenemos una visión positiva sobre la evolución del sector petrolero. Llevamos ya varios años en los que prácticamente no se han decidido nuevas inversiones en pozos offshore, pero la demanda ha seguido creciendo. Cuando la producción de los pozos que actualmente están produciendo empiece a decrecer volverán las prisas por invertir y el sector tendrá una intensa recuperación. No sabemos cuando vendrá, pero sí estamos convencidos de que llegará .

En cualquier caso, nuestra apuesta por el sector petrolero busca un sano equilibrio entre la rentabilidad que podemos obtener de la recuperación del sector y el riesgo que queremos asumir en caso de que la recuperación se retrase mucho. Por eso hemos comprado compañías que

tienen una posición neta de caja y estructura de costes flexibles o que tienen fuentes de ingresos alternativos que aseguran su continuidad mientras esperan. La rentabilidad que obtendremos será menor que la que alcanzaríamos si invirtieramos en empresas endeudadas y con alto apalancamiento operativo, pero preferimos no asumir tanto riesgo.

También hemos comprado acciones de **Orsero**, un distribuidor italiano de fruta y verdura. Llevabamos tiempo siguiendo esta compañía y otras del sector, como Greenyard Foods, pero no ha sido hasta este trimestre que su precio ha bajado y hemos podido invertir. Esta compañía se ha visto afectada por sobre costes en su división de transporte marítimo y los márgenes han sido peores de lo esperado. La cotización ha caído un 36% desde máximos y cotiza a un 12% de FCF yield normalizado. Una vez más, se demuestra la necesidad de ser pacientes para poder invertir a precios atractivos.

Desinversiones

Hemos vendido **Fiat, Jardine Lloyd Thompson, Swatch y Cegedim** porque habían llegado a su precio objetivo. Como en trimestres anteriores, nos ha costado deshacernos de estas inversiones, especialmente de JLT y Swatch, pues entendemos que tienen negocios de enorme calidad y potencial. Sin embargo los precios a los que cotizan descuentan nuestros escenarios más positivos para los próximos años y nos hemos visto obligados a vender.

También hemos vendido **Deutsche Pfandbriefbank**. En este caso no ha llegado a nuestro precio objetivo, pero después de casi tres años con la inversión, la tesis que teníamos inicialmente no se está cumpliendo. Pensabamos que era una oportunidad muy atractiva, pues cotizaba a 0,4x valor en libros y tenía la posibilidad de mejorar su

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

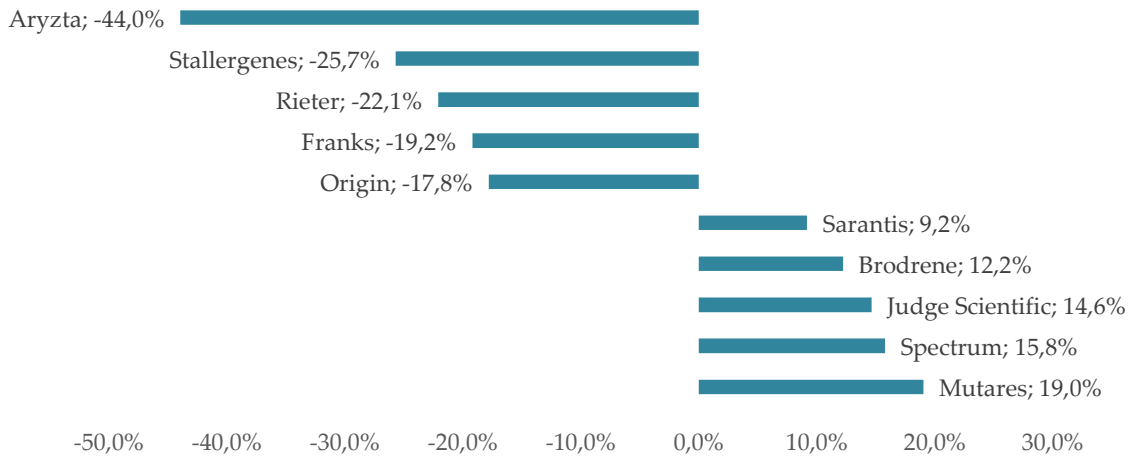
rentabilidad reorientando una parte de su cartera de préstamos hacia los sectores de infraestructuras e inmobiliario, pero no lo está consiguiendo. Además, su valoración ha subido hasta 0,6x valor en libros, acorde con el RoE que obtiene, y hemos preferido consolidar la plusvalía y reinvertir en otras oportunidades más atractivas.

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 7%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivo, ha aumentado al 63% respecto al potencial de subida del 41% en diciembre, como consecuencia de la venta de compañías que han alcanzado su precio objetivo y la reinversión de las plusvalías en otras que presentan más alto potencial, pero también por la caída de las cotizaciones.

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.

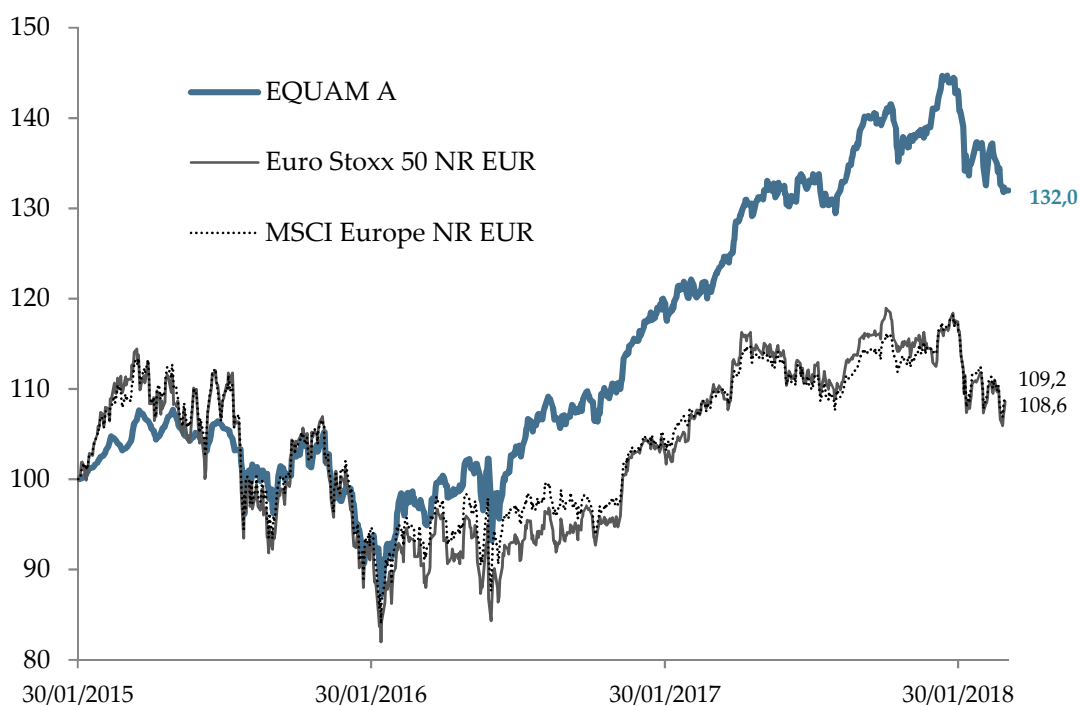


Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Company	Country	Weight	Value Base Case
MITIE Group	UK	3,5%	Undervalued compounder in fragmented market
Aryzta	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader.
Euronav	Belgium	3,0%	Depressed VLCC tanker company
DFS Furniture	UK	2,9%	Leading British manufacturer of furniture.
Serco Group	UK	2,8%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised
Origin Enterprises	Ireland	2,6%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
Smart Metering Systems	UK	2,6%	Protected and profitable smart metering market
Brunel International	Netherlands	2,5%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas
Arcus	Norway	2,5%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy
Piaggio	Italy	2,5%	Recovery of the European replacement cycle of bikes
Intertrust	Netherlands	2,5%	Leading Dutch manager of investment structures
SeSa	Italy	2,5%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2,5%	Norwegian shiping holding
Frank's International	United States	2,5%	Countercyclical niche oil services player
TGS-NOPEC	Norway	2,5%	Countercyclical niche oil services player
Total top 15		40%	
Total portfolio		93%	
Liquidity		7%	
Total fund		100%	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

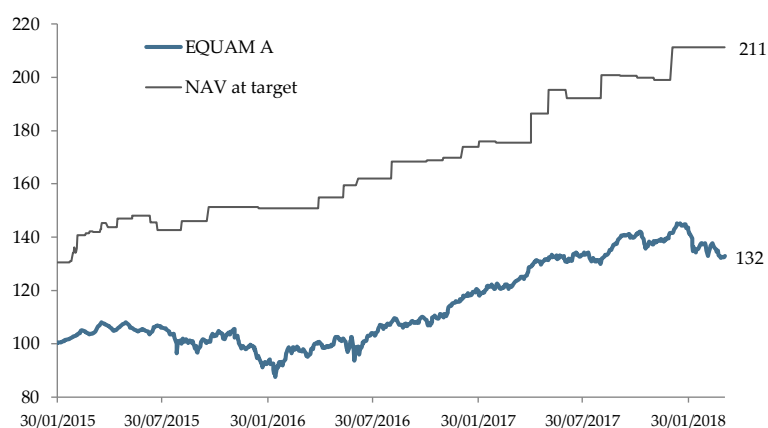
Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



*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.

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.

Resumen de rentabilidades

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	Eurostoxx 50 NR	Equam vs MSCI
	1 mes	-3,2%	-2,0%	-2,2%
3 meses	-6,4%	-4,3%	-3,8%	-2,1%
2018 YTD	-6,4%	-4,3%	-3,8%	-2,1%
2017	21,7%	10,2%	9,2%	11,5%
2016	17,1%	2,6%	3,7%	14,5%
2015	-1,0%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	32,0%	9,2%	8,6%	22,7%
Anualizado inicio	9,1%	2,8%	2,7%	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	SJ, 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