



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2018

Cartera con negocios sólidos a precios atractivos.

Durante el tercer trimestre hemos encontrado buenas oportunidades de inversión para reforzar la cartera y aumentar su potencial de revalorización. Dicho potencial - asumiendo que las cotizaciones alcanzan nuestras valoraciones internas - es del 70%, el más alto desde el lanzamiento del fondo en 2015. En este informe destacamos que además del alto potencial de revalorización, la cartera tiene unas características de diversificación, estabilidad de sus negocios y bajo endeudamiento que nos permiten esperar con total tranquilidad hasta que se alcancen las valoraciones objetivo, cualquiera que sea la situación del mercado.

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.

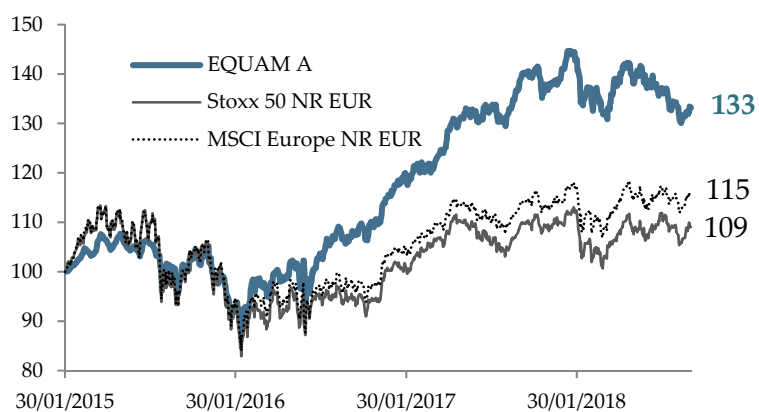
Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

Evolución en el trimestre

A lo largo del tercer trimestre el fondo ha presentado una caída del 3,9%, frente a una subida de los índices comparables en el entorno del 1%. Esta peor evolución se debe a la negativa evolución de la cotización de algunas compañías, entre las que destacan Aryzta, SMS, Wilmington, Parques Reunidos y Rieter, todas ellas por motivos específicos y cuyas caídas no han podido ser compensadas por la buena marcha de una gran parte de los valores la cartera. La evolución del fondo en lo que llevamos de año es de -5,9%, comparado con -0,6% del Stoxx 50 y +0,8% del MSCI Europe.

A lo largo del año hemos seguido aplicando el mismo método de siempre; comprar compañías que cotizan a un descuento superior al 30% respecto a su valor y venderlas cuando alcanzan su valor objetivo. Y a pesar de lo que puede parecer a primera vista por la evolución del fondo, la realidad es que este trimestre hemos seguido encontrado compañías a un descuento para sustituir otras que han alcanzado su valor. El resultado de este trabajo es que el potencial de revalorización del fondo es, a cierre del tercer trimestre superior al 70%, el más alto desde su lanzamiento.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



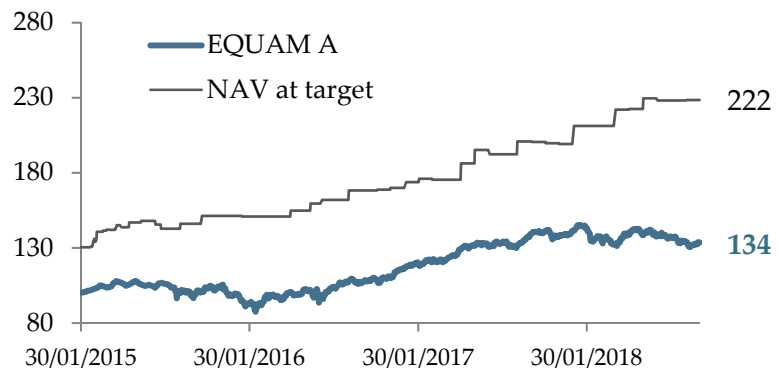
* Los índices Net Return en Euro asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

Nuestro potencial de revalorización

El potencial de revalorización actual es el más alto desde el lanzamiento del fondo.

Desde que lanzamos el fondo en enero de 2015 hemos publicado todos los meses el valor de nuestro fondo asumiendo que todas nuestras inversiones alcanzan la valoración objetivo que hemos calculado para cada una de ellas. La diferencia entre el valor liquidativo del fondo, calculado con las cotizaciones reales de cada día, y el valor del fondo calculado con nuestros precios objetivo es nuestro potencial de revalorización y desde el lanzamiento ha oscilado entre el 40% y el 70%.

Valor liquidativo de EQUAM y Valor a precios objetivo



Aunque no hay ninguna garantía de que esta revalorización se consiga en el corto plazo, pensamos que sí que hay una probabilidad razonablemente alta de que el valor liquidativo vaya convergiendo poco a poco hacia el valor objetivo.

En estos momentos, en los que el potencial de revalorización se encuentra en máximos históricos pero el fondo ha tenido un comportamiento peor que el mercado, nos gustaría transmitir a nuestros co-inversores la confianza que tenemos en nuestras valoraciones y por qué creemos que está más que justificado esperar pacientemente mientras se produce la convergencia entre valor y precio.

Una de las razones por las que estamos confiados en dicho proceso de convergencia es que en el pasado así ha

ocurrido. Creemos que la buena evolución de Equam en los últimos años – ocupa el puesto 4/218 en el ranking de fondos europeos por rentabilidad a tres años - se debe en gran medida a dicho proceso de convergencia de las cotizaciones hacia nuestras estimaciones de valoración de cada compañía.

Creemos que esta progresiva convergencia entre valor y precio seguirá produciéndose en el futuro, sea cual sea la situación de mercado y aunque atravesemos épocas de mayor turbulencia, por una parte, (i) porque nuestras valoraciones están calculadas con un método muy consistente y contrastado y por otra, (ii) porque la situación de nuestras empresas es lo suficientemente robusta como para permitirnos esperar pacientemente e incluso comprar más acciones cuando haya caídas:

- (i) Respecto a la **consistencia de nuestras valoraciones**, nos gustaría recalcar que tanto los múltiplos que usamos como las magnitudes normalizadas sobre las que aplicamos los múltiplos, son prudentes. Además, las desinversiones de los últimos años también confirman que estamos haciendo bien el trabajo de valoración.
 - Las valoraciones internas que asignamos a cada inversión son razonables. El cálculo del valor objetivo de nuestras inversiones está soportado por ratios – entre 10x y 12x ebit o 6% Free Cash Flow Yield - acordes con las medias históricas de la bolsa. Esto nos diferencia de otros inversores dispuestos a pagar múltiplos de valoración mucho más altos a cambio de tener compañías con potencial de crecimiento. Nosotros estamos más cómodos utilizando ratios de valoración alineados con la media histórica que nos permite presentar con confianza una valoración del fondo a precios objetivo fácilmente alcanzable.
 - Calculamos la valoración con magnitudes financieras normalizadas pero que no asumen crecimiento. Hemos llegado a estas magnitudes normalizadas no solo analizando la información pública disponible, sino también entrevistándonos con los equipos de dirección de las empresas y con analistas de bolsa que las siguen,

por lo que creemos que nuestras asunciones recogen bien la situación real de nuestras compañías.

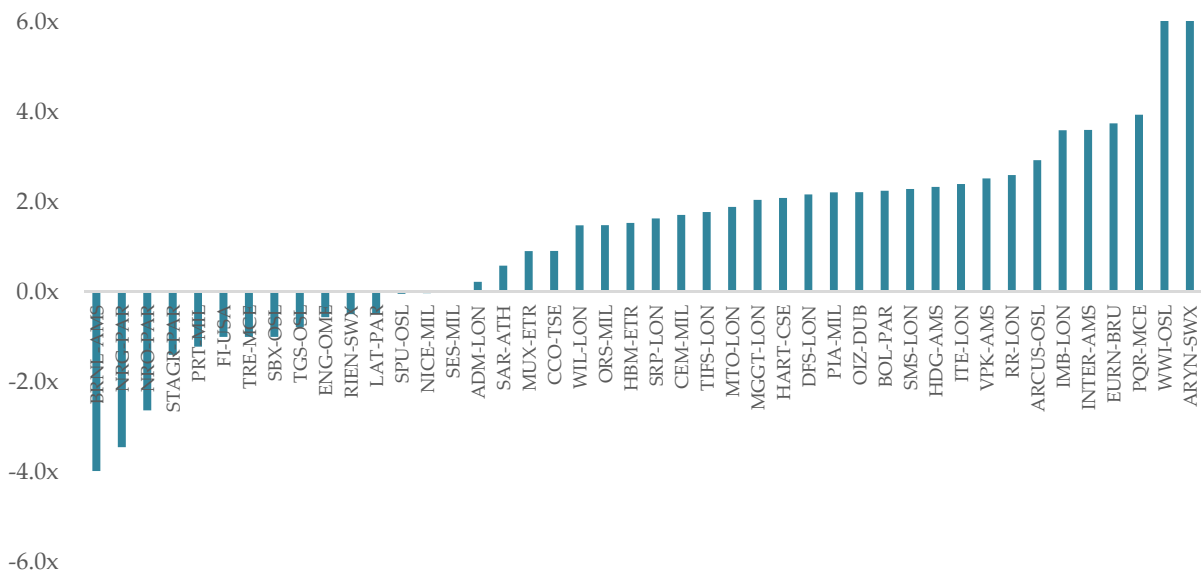
- En los casi 4 años de vida del fondo, más de 40 inversiones han llegado a nuestro precio objetivo, con revalorizaciones medias del 50%. Además, las opas que hemos recibido sobre inversiones de la cartera (siete, incluyendo Abertis y JLT, que vendimos antes de recibir dichas ofertas) han sido a valoraciones cercanas o superiores a nuestras estimaciones. Después de cuatro años, la larga lista de compañías de la cartera y opas que alcanzaron nuestros precios objetivo es suficientemente representativa como para afirmar que nuestras valoraciones están, en general, bien hechas y su justificación no requiere acontecimientos extraordinarios.
- (ii) Sobre la naturaleza estable y robusta de nuestras inversiones queremos destacar que la gran mayoría de los negocios en los que invertimos tienen un perfil de generación de caja estable y un endeudamiento bajo, que les permiten atravesar las crisis
- Los negocios en los que hemos invertido son estables. Este punto es crucial, porque si los negocios que compramos tuvieran un problema estructural, el tiempo correría en su contra y el proceso de convergencia podría producirse a la inversa, es decir, con la caída del valor intrínseco por el deterioro progresivo de los resultados. Pero creemos que en nuestra cartera es difícil que pase algo así, puesto que descartamos negocios que carecen de una base suficiente para ofrecer estabilidad a largo plazo en su generación de caja. Sufriremos en ocasiones caídas temporales en la rentabilidad en algunas inversiones, pero la solidez estructural de nuestros negocios nos da total confianza en su recuperación.
 - La cartera está bien diversificada, con inversiones des correlacionadas entre si y con exposición limitada en cada posición. Como hemos comentado en otras ocasiones, no somos capaces de anticipar con exactitud

a priori cual de nuestras inversiones tendrá la mejor revalorización y por tanto preferimos evitar los riesgos de la concentración.

- Nuestras inversiones tienen balances saneados y están financiadas de forma razonable. Este punto es también de vital importancia porque para que se produzca la convergencia entre precio y valor será preciso esperar años en algunas ocasiones y hay que minimizar el riesgo de que en ese tiempo el exceso de deuda provoque una quiebra que impida de forma definitiva dicha convergencia.

La siguiente tabla muestra el endeudamiento de las posiciones de nuestra cartera, comparando la deuda neta con el beneficio operativo antes de amortizaciones obtenido durante los últimos doce meses (hasta julio en la mayoría de los casos.)

Deuda Neta / Ebitda LTM



El gráfico anterior muestra cómo el endeudamiento de nuestras inversiones no supera 2,5x ebitda en la gran mayoría de las inversiones. Este endeudamiento nos parece muy razonable si tenemos en cuenta que los

negocios en los que hemos invertido generan flujos de caja estables y predecibles.

Algunas de las posiciones de la cartera parecen estar más apalancadas a la vista del gráfico, pero pensamos que el endeudamiento es también adecuado en estas situaciones por las siguientes razones:

- Wilh Wilhelmsen (WWI) y Euronav (EURN) son navieras cuyo endeudamiento debe medirse en comparación con el valor de los activos, no con el ebitda. En este sentido, las dos tienen un endeudamiento inferior a 0,35x el valor de sus activos, ratio inferior al de sus competidores.
- Parques Reunidos (PQR) e Intertrust (INTR) son LBOs de Candover y Blackstone respectivamente que empezaron a cotizar hace relativamente poco y aunque sus ratios de deuda son más altos, están generando caja y desapalancándose progresivamente.
- Únicamente Aryzta tiene un endeudamiento más alto del que nos parece adecuado para las compañías de la cartera. El modelo de negocio de Aryzta es muy bueno y por eso hicimos la excepción, pero en agosto el equipo gestor anunció una ampliación de capital de 800 m. Aunque no sabemos cuál será el desenlace, si finalmente se aprueba esta ampliación el retorno de nuestra inversión se verá afectado negativamente y tendremos que reconocer que fue un error hacer la excepción a nuestro filtro del endeudamiento para invertir en Aryzta.

Por todo lo anterior, estamos convencidos de que el potencial del fondo está calculado de forma realista y de que la solidez de las inversiones, tanto desde el punto de vista operativo como financiero permite a nuestros inversores esperar pacientemente hasta que se complete el proceso de convergencia entre valor y precio. La cartera está preparada para superar crisis económicas y fases muy bajistas del ciclo.

Lo que no podemos saber es en qué momento se producirá esta convergencia en cada caso. En el pasado hemos disfrutado de una rápida revalorización de muchas de nuestras inversiones, pero este año, a pesar de estar haciendo exactamente lo mismo que en años anteriores, vemos cómo el ritmo de revalorización de las inversiones se ha ralentizado en unos casos y en otros se han producido caídas en la cotización que han aumentado la divergencia entre valor y precio. Esta evolución a corto plazo nos obliga a extremar la disciplina en la ejecución y la paciencia y fortaleza en la toma de decisiones, algo con lo que estamos comprometidos desde el lanzamiento del fondo. Mantener la paciencia y la disciplina cuando la evolución a corto plazo es negativa es la esencia de nuestro método y lo que permite obtener buenos resultados a largo plazo para los inversores.

Nuevas inversiones

Hemos aprovechado la caída en la cotización de Prosegur Cash causada por la crisis de divisa en Argentina para comprar acciones de este negocio sólido y con alto potencial.

Durante el tercer trimestre hemos realizado cinco nuevas inversiones. Una de ellas es **Prosegur Cash**, la división de transporte de efectivo de Prosegur que salió a cotizar a principios de 2017. El negocio genera mucha caja y tiene una estructura oligopolística, porque el que alcanza una cuota de mercado relevante en un mercado, obtiene unas economías de escala que le permiten obtener altas rentabilidades y hacen difícil la entrada de nuevos competidores. Además, a pesar de la opinión generalizada de que el uso de efectivo está cayendo, la realidad es que salvo en algunos países escandinavos, su uso sigue creciendo. El modelo de negocio se presta también al crecimiento por adquisiciones, ya que es posible comprar pequeñas compañías que no tienen escala suficiente a precios atractivos e integrarlas en la red ya existente de Prosegur, generando sinergias considerables. Por todas estas razones, veníamos siguiendo esta compañía desde hace tiempo, pero no habíamos sido capaces de invertir porque cotizaba a una valoración razonable, equivalente a nuestra estimación interna. Sin embargo, la crisis de divisa en Argentina ha provocado un cierto pánico que ha hecho caer el precio de las acciones más de un 40% desde máximos y la acción cotiza a 7,5x ebit normalizado – asumiendo que se resuelve la actual crisis de divisa. Tenemos confianza en la capacidad de la compañía para superar la crisis de la divisa en Argentina, por una parte, porque ya demostraron en el pasado, en situaciones más difíciles que las actuales, que son capaces de preservar el valor de su inversión y por otra parte porque entendemos que la caída de la divisa provoca inflación en el país, inflación que aumenta la demanda de servicios de transporte de efectivo y que además permite subir los precios. Sabemos que Prosegur se recuperará e incluso saldrá reforzado de esta situación, aunque no sabemos cuándo se producirá la mejoría, y quizás la situación deba

empeorar antes de que empiece a mejorar. Pero teniendo en cuenta la baja valoración, hemos empezado a comprar.

Headlam cumple nuestros requisitos de inversión: negocio de gran calidad, con caja neta, buen equipo gestor y cotizando a casi 10% de Free Cash Flow Yield.

En el trimestre también hemos invertido en **Headlam**, empresa inglesa que distribuye alfombras y moquetas el Reino Unido. La compañía no solo distribuye estos productos directamente a los instaladores, sino que también mantiene sus inventarios, les ayuda con la administración, y les facilita la moqueta cortada a medida para cada pedido. Con los años y tras una larga historia de adquisiciones Headlam se ha convertido en el principal mayorista con el que pueden contar los pequeños instaladores para poder competir con los grandes distribuidores. Como distribuidor mayorista tiene unas fuertes economías de escala por los costes fijos de almacén y red de distribución, y habiendo alcanzado una clara posición de dominio en el Reino Unido con una base de clientes fieles e integrados en sus sistemas, es difícil que entre un nuevo competidor.

La compañía presentó unos resultados de 2017 peores de lo esperado y la cotización sufrió una caída considerable. Al mercado no le gustó que los ingresos “like for like” cayeran – por la debilidad del consumo en el Reino Unido, pero sobre todo por el cambio estratégico de uno de sus clientes que dejó de comprarles temporalmente. Tampoco fue bien recibido el plan de inversiones en un nuevo centro de distribución en Ipswich que va a requerir inversiones considerables en 2018 y 2019 (aunque a nosotros nos parece bien porque ayudará a mejorar la eficiencia de la red de distribución). La caída de la cotización nos permitió adquirir este excelente negocio, que tiene una posición de caja neta equivalente al 10% de su capitalización a un 9,5% de Free Cash Flow Yield.

También hemos comprado acciones de **Mondadori**, dedicado a la publicación y distribución de libros en Italia y revistas en Francia e Italia.

La publicación de libros es un negocio estable y con una buena capacidad de generación de caja. Mondadori tiene una cuota de mercado alta en Italia, tanto en libros para educación como en libros de interés general. En 2016 Mondadori compró RCS Libri (Rizzoli) operación con la que reforzó su posicionamiento en libros de educación y que está permitiendo obtener sinergias relevantes. En cuanto a la edición de libros de interés general, Mondadori ha sido muy disciplinado en la compra de derechos y en la impresión de ediciones más pequeñas para reducir las devoluciones de las redes de distribución, algo que está contribuyendo a mejorar los márgenes.

La división de revistas, por el contrario, es un negocio en decadencia, con caída del número de lectores y de los ingresos por publicidad. La situación del sector es difícil, porque resulta muy caro hacer ajustes de coste, especialmente en las revistas de opinión, y los márgenes se ven amenazados. Sin embargo, creemos que Mondadori está haciendo un buen trabajo también en esta división, pues tras la compra de Banzai parece que empieza a estabilizar la situación en Italia con la digitalización de sus contenidos y en Francia ha anunciado la posible venta de sus revistas a Reworld Media. En definitiva, pensamos que se trata de un grupo familiar muy bien gestionado, que genera caja y está muy infravalorado porque, en nuestra opinión el mercado presta demasiada atención a la evolución de las ventas de revistas. Hemos podido comprar esta compañía familiar, presidida por Marina Berlusconi, a un descuento del 55% respecto a nuestra suma de partes, en la que asumimos un múltiplo de 9x ebitda para el negocio de libros y 3-4x ebitda para el negocio de revistas.

También hemos comprado acciones de **KLX Energy**, compañía que cotiza en Estados Unidos, pero que conocemos por nuestra anterior inversión en KLX. KLX Energy (“KLXe”) es un “spin-off” que hizo nuestra antigua KLX, cuando recibió la oferta de compra de Boeing por su

interés en el negocio aeronáutico. Como Boeing no estaba interesado en el negocio de energía, KLX acordó hacer una distribución de este negocio a sus accionistas, previa a la compra de la compañía. Como suele suceder en este tipo de “spin-off”, la distribución a los accionistas se hizo a una valoración baja, pues nadie tenía interés en maximizar dicha valoración y después de haber traspasado 50M\$ desde la matriz. El equipo gestor de KLX dejará la compañía y pasará a dedicarse en exclusiva a KLXe. Hemos comprado esta compañía, que tiene un gran potencial de revalorización, caja neta y un equipo de gestión excepcional a 5,5x ebitda.

Desinversiones

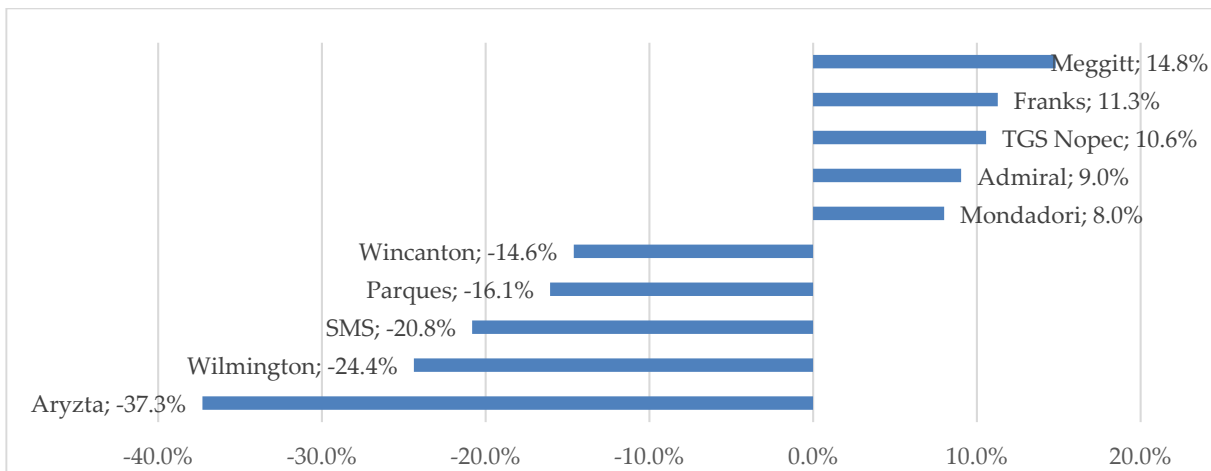
Durante el tercer trimestre hemos vendido nuestras posiciones en Vopak y Técnicas Reunidas. Las dos compañías han tenido una buena evolución desde que las compramos hace aproximadamente un año y se acercaban a su precio objetivo, por lo que decidimos vender. Nos costó especialmente deshacernos de Vopak, porque está terminando su ciclo de inversión en nuevos centros logísticos en Asia y pensamos que en 2019 empezarán a tener un impacto relevante en ebitda. La evolución había sido buena y encontramos más valor en las nuevas inversiones, pero no descartamos volver a invertir en esta compañía si la cotización ofrece una buena oportunidad.

Hemos vendido Vopak y Técnicas Reunidas, que se acercaban a sus precios objetivo, para invertir en compañías más baratas.

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 1%.

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.



Seguimos de manera muy cercana la situación en Aryzta

Respecto a la situación de **Aryzta**, cabe destacar que en agosto el equipo gestor anunció una enorme ampliación de capital de 800 millones. Resulta sorprendente esta ampliación porque, como esperábamos, la compañía ha conseguido cumplir con los 'covenants' de la deuda a julio 2018. A diferencia de otras ocasiones, no hemos seguido comprando en las caídas, porque de realizarse la ampliación, para evitar diluirnos tendríamos que acudir y doblar la inversión, y no queremos tener tanta exposición a esta compañía. Han pasado unos tres años desde que empezamos a invertir en Aryzta y los resultados de la inversión no han sido los esperados. Al invertir, nos equivocamos no solo al pasar por alto el elevado endeudamiento sino también por comprar una compañía muy mal gestionada. Durante este tiempo hemos mantenido la inversión no por tozudez sino porque pensábamos que con la llegada de un nuevo equipo directivo podrían realizarse las desinversiones necesarias (esencialmente Picard) y restablecerse el endeudamiento a niveles razonables. Pero no ha sido así y vemos con gran frustración la evolución de esta inversión. Por el momento

mantenemos la posición porque el valor intrínseco de Arysza es superior a la cotización y pensamos que, si tiene éxito la iniciativa promovida por Larius Capital, entre otros, y se detiene o se modifican los términos de la ampliación de capital es posible crear valor desde la cotización actual. Pero pase lo que pase, en el futuro evitaremos situaciones tan endeudadas como ésta.

También **Wilmington** ha tenido una mala evolución en el trimestre. Una de las principales causas comentadas por el equipo gestor ha sido la entrada en vigor de la directiva de protección de datos GDPR, que ha afectado las ventas de su base de datos de productos farmacéuticos. Confiamos en que pronto consigan certificar sus bases de datos conforme a la nueva regulación y su situación se recupere.

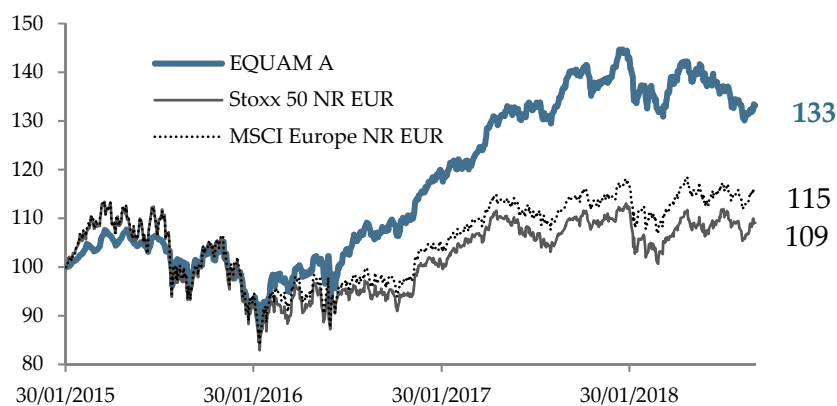
La situación de Turquía ha afectado principalmente a **Cementir**, que tiene plantas de cemento en el país, y a **Rieter**, que tiene ventas muy rentables en Turquía. A pesar de la debilidad de la lira turca y de la inestabilidad política, creemos que la competitividad de las exportaciones ha mejorado significativamente con la devaluación de la lira y pronto se reactivará la compra de máquinas y la demanda de cemento.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

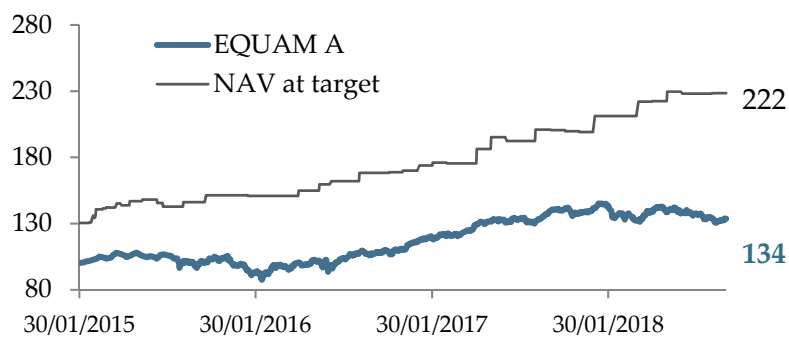
Company	Country	Weight	Value Base Case
MITIE	UK	3.7%	Undervalued compounder in fragmented market
Euronav NV	Belgium	3.6%	Depressed VLCC tanker company
Frank's	United States	3.6%	Countercyclical niche oil services player
DFS Furniture	UK	3.5%	Leading British manufacturer of furniture.
Origin Enterprises	Ireland	3.3%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
Spectrum	Norway	3.3%	Countercyclical niche oil services player
Serco Group	UK	3.1%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised
Rieter Holding	Switzerland	3.0%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
Parques Reunidos	Spain	2.8%	Spanish theme park operator trading at 52w lows
IES	Sweden	2.8%	Swedish School company with strong organic growth at 8% FCFy
ITE	UK	2.7%	Deeply undervalued event management company
SMS	UK	2.6%	Protected and profitable smart metering market
Arcus	Norway	2.6%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy
Orsero	Italy	2.5%	Undervalued defensive business
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2.5%	Norwegian shiping holding
Total top 15		45%	

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 septiembre 2018

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe	stoxx 50	Equam vs
		NR	NR	MSCI
1 mes	0.0%	0.5%	0.9%	-0.6%
3 meses	-3.9%	1.3%	1.3%	-5.2%
2018 YTD	-5.5%	0.8%	-0.6%	-6.4%
2017	21.7%	10.2%	9.0%	11.5%
2016	17.1%	2.6%	0.6%	14.5%
2015	-1.0%	0.9%	-0.3%	-2.0%
Acum Inicio	33.2%	15.1%	9.0%	18.1%
Anualizado inicio	8.1%	3.9%	2.4%	4.2%

**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