



---

## EQUAM Global Value Fund

### Informe trimestral diciembre 2018

### Fuerte corrección en el mercado.

---

El año 2018 ha venido marcado por una importante corrección en los mercados financieros, especialmente acusada en la última parte del año. El comportamiento del fondo en el año ha sido peor que el de los mercados, pero desde su lanzamiento Equam sigue batiendo de manera holgada a los índices europeos.

A pesar de todas las incertidumbres y aunque la volatilidad puede continuar en los próximos meses, seguimos viendo el futuro a medio/largo plazo con optimismo. El potencial del fondo es superior al 100% (el mayor desde su lanzamiento) y consideramos momentos como los actuales como buenas oportunidades para invertir con un horizonte a medio plazo.

---

*Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgés 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 IV, 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.*

A pesar de la fuerte caída en la cotización del fondo en 2018, Equam ha batido a sus índices de referencia de manera holgada desde su lanzamiento

## Fuerte corrección en el mercado

El año 2018 cierra con una fuerte corrección en los mercados, que en el caso de Europa han sufrido caídas en el entorno del 10-11%. El fondo ha tenido un comportamiento peor que los mercados y ha experimentado una caída del 19% en el año. Si tomamos una perspectiva más larga, desde la fecha de lanzamiento de nuestro fondo en enero de 2015, Equam Global Value presenta una revalorización del 14,4% (3,5% anualizado) frente al 2.1% (0,5% anualizado) de los índices europeos comparables con dividendos.

El negativo comportamiento de los mercados durante los últimos meses ha venido marcado por varias cuestiones:

- Proceso de tensionamiento coordinado de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, incluyendo un progresivo aumento de los tipos de interés y la extracción de liquidez del sistema financiero. La Fed ha dejado de reinvertir los bonos de su balance cuando vencen y el BCE ha abandonado su política de compra de bonos.
- La guerra comercial entre Estados Unidos y China, y el potencial deterioro de la actividad que puede ocasionar, especialmente en China. En diciembre, China presentó un dato de crecimiento de exportaciones de +5,4%, inferior al 10% esperado.
- Problemas políticos en Europa, con incertidumbre sobre el marco jurídico en el que quedará Reino Unido tras el Brexit, conflicto entre Italia y la UE por el déficit presupuestario y tensiones en Francia.
- El miedo a un cambio de ciclo económico que tenga un impacto en los resultados de las compañías.

Nos parece que el tensionamiento de la política monetaria es una de las principales causas de la caída de las cotizaciones. Después de una década en la que los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de dinero en los mercados, hemos pasado, en pocos meses, a una situación en la que están retirando dinero del sistema. El impacto de este cambio de política en los precios de los activos está siendo muy considerable. Aunque es imposible predecir las decisiones políticas de los bancos centrales, pensamos que su objetivo es eliminar los excesos que había en las valoraciones y que por tanto la tensión monetaria se suavizará en el medio plazo.

Respecto a la tensión en las relaciones entre China y Estados Unidos, que también han introducido una alta volatilidad en la actividad económica China, pensamos que el proceso de negociación que han abierto puede dar resultados positivos y establecer un marco de comercio más equilibrado que permita a las grandes economías seguir creciendo.

La inestabilidad política Europea nos afecta directamente, por la exposición del fondo a esta zona. Creemos que lo más importante respecto al Brexit es que se decida el nuevo marco comercial del Reino Unido cuanto antes. Sea cual sea la nueva estructura de relación, las empresas se adaptarán, pero necesitan certidumbre y estabilidad jurídica. También creemos que esta situación se normalizará en el medio plazo.

Respecto al ciclo, y sin querer entrar en mucho detalle, aunque consideramos que puede haber una ralentización temporal en el crecimiento económico mundial, seguimos siendo optimistas con las perspectivas a largo plazo. Creemos que la situación de la economía mundial es diferente a la que teníamos en los años 2007/2008 y no debemos olvidar que el PIB mundial lleva más de 50 años creciendo de manera positiva todos los años (con la

excepción de 2009).

Todos estos factores generan situaciones de incertidumbre y desconcierto, lo que ha provocado un flujo de salida de fondos en la renta variable a nivel mundial que ha provocado una súbita caída en las cotizaciones que en la mayor parte de los casos no se deriva necesariamente de un cambio en la valoración de las compañías. Además, estas situaciones de pánico provocan ventas masivas por parte de los inversores sin discriminar por la calidad de los activos y sin tener en cuenta las valoraciones implícitas en los niveles de cotización. Como hemos podido ver en innumerables ocasiones en el pasado, los mercados tienen una tendencia a pasar de una situación de euforia al pánico de una manera muy rápida.

Los movimientos a corto plazo de los mercados son impredecibles y en la mayor parte de los casos están poco correlacionados con cambios en la valoración de las compañías

Como siempre hemos dicho, los movimientos a corto plazo de los mercados son impredecibles y situaciones de caídas bruscas se van a seguir produciendo de manera periódica en el futuro. No hay que emplear demasiado tiempo en intentar anticiparse a estos movimientos, porque dependen de factores políticos y macroeconómicos completamente impredecibles. Lo que sí que hay que hacer es aprovechar las oportunidades que se presentan durante estos movimientos, comprando acciones de aquellas compañías en las que las caídas pronunciadas de la cotización no están justificadas por la evolución previsible de sus resultados.

Para ilustrar nuestra forma de actuar, centremonos por ejemplo en nuestra inversión en **Sesa**, que actualmente es la segunda posición del fondo. Sesa es una compañía italiana líder en ese país en la distribución de software y soluciones informáticas de valor añadido para pequeñas y medianas empresas. Se trata de una compañía que cumple todos nuestros criterios de inversión:

- Sector con claras barreras de entrada (es necesario

cerrar acuerdos con las grandes compañías internacionales del sector IT) y un negocio con altos retornos sobre el capital y gran capacidad de generación de caja. Además se trata de un negocio en crecimiento sin una exposición excesiva al ciclo económico.

- Compañía con un muy bajo perfil de riesgo ya que mantiene una posición de caja neta en su balance.
- Los fundadores de la compañía son los gestores y principales accionistas lo que permite que exista una buena alineación de intereses.

Invertimos en esta compañía a principios de 2017 a un precio de 19,5€ por acción. La compañía ha mantenido desde entonces la buena evolución financiera de los últimos años, con un crecimiento anual de sus resultados superior al 8% y un destacada generación de caja. En agosto el precio de la acción había subido hasta los 31,6€ (<9x EV/EBIT), pero seguía por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco de 40 euros.

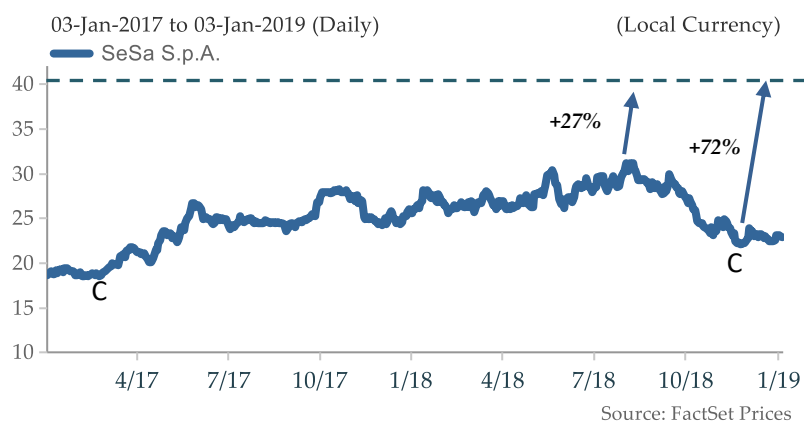
La siguiente tabla muestra la evolución de las ventas, beneficio operativo bruto y posición de tesorería de Sesa en los últimos ejercicios.

<i>eur mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>CAGR</b>
Ventas	1.060,0	1.230,0	1.271,0	1.363,0	1.469,0	8,5%
EBITDA	51,6	54,0	57,9	63,1	70,6	8,2%
<i>Ebitda margin</i>	4,9%	4,4%	4,6%	4,6%	4,8%	
Caja Neta	26,2	33,9	41,8	51,9	68,6	

A pesar de esta buena evolución y de estar cotizando a una valoración atractiva, la compañía no se ha salvado del castigo de los mercados. Como consecuencia de la última corrección, desde agosto la acción ha caído un 27%, cerrando el año a 23,2 €. En estos 5 meses no ha habido ninguna noticia negativa que justifique un cambio en las perspectivas del negocio ni en la valoración de la

compañía. Al contrario, en diciembre Sesa presentó unos resultados semestrales que confirmaban la buena trayectoria de la compañía (crecimiento del EBITDA de +16,6% en el semestre) sin reacción alguna en la cotización. A precios actuales el múltiplo de cotización ha caído hasta 6.5x EV/EBIT que consideramos injustificadamente bajo y el potencial de revalorización de esta inversión ha subido de un 27% en agosto a un 72% actualmente.

### Evolución de la cotización de Sesa y precio objetivo



No sabemos cual va a ser el comportamiento de la acción en el corto plazo, pero sí que i) a pesar de la caída en la cotización el valor de nuestra inversión no ha experimentado ningún deterioro (más bien lo contrario); y ii) que antes o después deberá producirse una convergencia del precio de cotización hacia el valor real de la compañía. Por eso hemos reforzado nuestra inversión en esta compañía, aprovechando las caídas para comprar más acciones.

Esta situación que hemos comentado de Sesa podría trasladarse a la mayor parte de las inversiones del fondo. De hecho, el valor objetivo del fondo de acuerdo a nuestro cálculo independiente ha experimentado un incremento del 15% en el año, desde 200 euros por participación a finales de 2017 hasta los 230 en la actualidad. Esta

Los precios de cotización de las compañías del fondo están muy alejados del valor real de las mismas, lo que se traduce en un potencial de revalorización del fondo superior al 100%, con diferencia el más alto desde el lanzamiento del fondo hace casi cuatro años.

revalorización se ha producido tanto por la incorporación de nuevas inversiones con mayor potencial de revalorización que las que hemos ido vendiendo a lo largo del año, como por la reponderación hacia aquellas compañías del fondo que ofrecían una mayor desviación entre cotización y valor.

Este aumento del valor objetivo del fondo, junto con la caída de su valor de cotización en el año, hace que el potencial de revalorización (medido como diferencia entre el valor de cotización del fondo y el valor objetivo del mismo) sea superior al 100% y se encuentre en niveles máximos desde el lanzamiento en enero de 2015. Por eso, a pesar del contexto actual en el que las incertidumbres políticas y macroeconómicas pueden mantener la evolución de las cotizaciones bajo presión en el corto plazo, estamos convencidos de que hay que conservar la calma y mantener la perspectiva a largo plazo en las inversiones.

Somos optimistas respecto al futuro y ahora más que nunca creemos fundamental conservar la calma y tener una visión a largo plazo de la inversión. Momentos como los actuales son buenas oportunidades para invertir con una visión a largo plazo.

Históricamente la inversión en renta variable ha obtenido retornos atractivos y superiores a la inversión en otro tipo de activos. Pero para conseguir esta mayor rentabilidad hay que mantener la disciplina en la toma de decisiones y muy especialmente resistir el impulso de vender en un pánico con la esperanza de poder comprar más adelante a precios más atractivos.

Es más, consideramos momentos como los actuales como magníficas oportunidades de inversión en renta variable, siempre con un horizonte de inversión a medio/largo plazo (al menos 5 años). Seguimos convencidos de que la mejor forma de proteger nuestro patrimonio es invertir en buenas compañías a precios atractivos.

Destacar asimismo que no es la primera vez que vivimos una situación similar a la actual. En los 9 meses desde mayo de 2015 hasta febrero de 2016 el fondo cayó un 19%, para luego subir un 65% en los dos años siguientes.

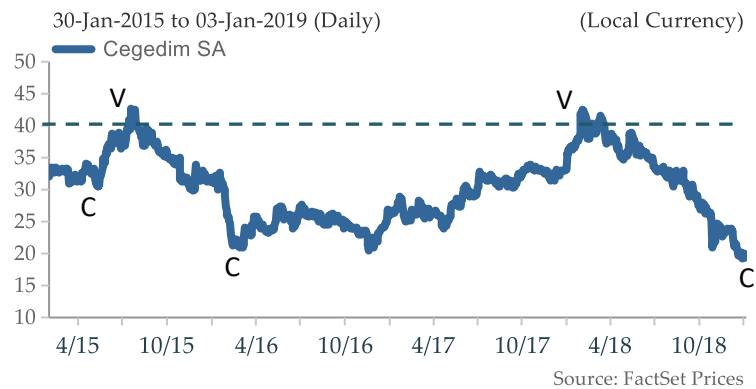
En resumen, a pesar del comportamiento negativo en el año y siendo conscientes de que la incertidumbre y las caídas pueden continuar en los próximos meses, cerramos el año con optimismo y convencidos de que el mejor camino en la situación actual es seguir con la ejecución disciplinada del proceso de inversión que hemos venido describiendo en pasados informes.



## Inversiones

Por tercera vez desde el lanzamiento del fondo, hemos tomado una participación en Cegedim, compañía familiar dedicada al software en el sector sanitario.

Hemos realizado una nueva inversión en la compañía francesa **Cegedim**, sociedad dedicada al software y otros servicios para el sector sanitario (médicos, farmacias y compañías de seguros). Se trata de la tercera vez que realizamos una inversión en esta compañía ya que a pesar de que tiene un negocio sólido, poco cíclico y de alta visibilidad, la acción ha estado sometida a una alta volatilidad. El proceso de transición en su modelo de negocio desde un sistema basado en licencias perpetuas a otro basado en suscripciones genera una ralentización temporal de las ventas, así como un incremento también temporal del esfuerzo inversor en investigación y desarrollo para el lanzamiento de nuevos productos basados en la nube. La cotización de la compañía ha pasado desde los más de 40 euros por acción de principios de año (nivel al que vendimos nuestra participación) al precio actual de alrededor de 20 euros por acción. Es decir, se ha producido una caída superior al 50%, en un escenario en el que el resultado del ejercicio 2018 va a ser muy similar al del año anterior (con una buena visibilidad de mejora una vez se reduzca el actual nivel de inversión en I+D) y con un negocio que tiene poca exposición al ciclo económico.



Estamos comprando esta compañía a un múltiplo

EV/EBITDA de 5,5x sobre resultados actuales y de 4,2x sobre los resultados normalizados una vez que finalice el periodo de transición en el que se encuentra inmersa. Al igual que en el caso de Sesa que mencionábamos anteriormente creemos que se trata de un ejemplo claro de la irracionalidad con la que actúan los mercados en el corto plazo. Cabe recordar por otro lado, que Cegedim es una compañía familiar, en la que la familia fundadora es el principal accionista con una participación estable del 52%. Además, tiene una estructura de balance muy sólida con un nivel de apalancamiento reducido, especialmente si tenemos en cuenta la estabilidad de su negocio (por debajo de 2x deuda neta / EBITDA).

## Desinversiones

En el apartado de desinversiones cabe destacar nuestra decisión de venta de **Aryzta**. Se trata de nuestro principal error desde el lanzamiento del fondo al habernos saltado dos de nuestros filtros de inversión: bajo apalancamiento y calidad y alineamiento de intereses del equipo directivo.

Como ya informamos en nuestro último informe trimestral, el equipo directo de la compañía anunció en el mes de agosto una ampliación de capital de 800 M€ de euros, anuncio no sólo sorprendente porque el equipo había consistentemente mantenido que no iba a ser necesaria una ampliación de capital, sino también por el tamaño de la misma (la ampliación equivalía a la capitalización de la compañía en ese momento). Como dijimos en su momento, manteníamos la posición a la espera de concretarse los términos de la ampliación y la reacción del Consejo a la alternativa planteada por el principal accionista de la compañía: una ampliación de 400 M€ combinada con una serie de ventas de activos no estratégicos que permitía reforzar el balance de la compañía con una menor dilución para los accionistas.

Hemos decidido vender Aryzta debido a la pérdida de confianza en el equipo directivo actual y el consejo de administración de la compañía.

Sin embargo, la actitud del Consejo y del equipo directivo fue de cerrarse a mantener ningún tipo de diálogo o analizar alternativas diferentes a su propuesta. Ante esta situación de distanciamiento entre los directivos y consejeros y un bloque significativo de los accionistas y una vez conocidos los términos de la ampliación (claramente perjudiciales para los intereses de los inversores actuales), tomamos la difícil decisión de vender nuestra participación materializando las pérdidas acumuladas. La decisión vino motivada por i) el riesgo de caídas adicionales en el corto plazo debido a la presión vendedora de derechos por parte de accionistas que no quisieran acudir a la ampliación (como así ocurrió ya que desde nuestro precio de venta la cotización ha caído un 40% más) y ii) la existencia de otras alternativas de inversión fruto de la fuerte corrección de los mercados con un perfil de riesgo/rentabilidad a largo plazo mejor. Y todo ello a pesar de que consideramos que una vez ejecutada la ampliación de capital y reducido de manera muy significativa el nivel de apalancamiento, existe un potencial de revalorización significativo, razón por la cual seguimos observando esta oportunidad desde cerca por si pudiera surgir una nueva oportunidad de entrada. Hemos perdido un 80% de nuestra inversión en esta compañía desde nuestra inversión inicial en 2015 y ha drenado un 3,5% de rentabilidad del fondo en el año 2018. Aprendemos de nuestros errores y salimos reforzados de esta ingrata experiencia sobre la importancia de ejecutar con disciplina nuestro proceso de inversión sin desviaciones ni excepciones a nuestros criterios.

Hemos recibido una oferta de compra de nuestra inversión en Nice. El principal accionista de la compañía ofrece una prima del 40% sobre el precio de cotización.

Por el lado de las desinversiones queremos destacar también la venta de **Nice**, empresa italiana fabricante de motores para toldos y persianas y automatismos de puertas) tras el anuncio de una oferta de compra por el principal accionista de la empresa. A pesar de que el precio

de oferta estaba por debajo de nuestro valor intrínseco, suponía una prima del 40% sobre la cotización actual y hemos decidido vender para utilizar la caja aprovechando las recientes caídas de muchas compañías. Hemos obtenido una revalorización de alrededor del 40% durante los casi dos años que hemos mantenido la compañía en cartera.

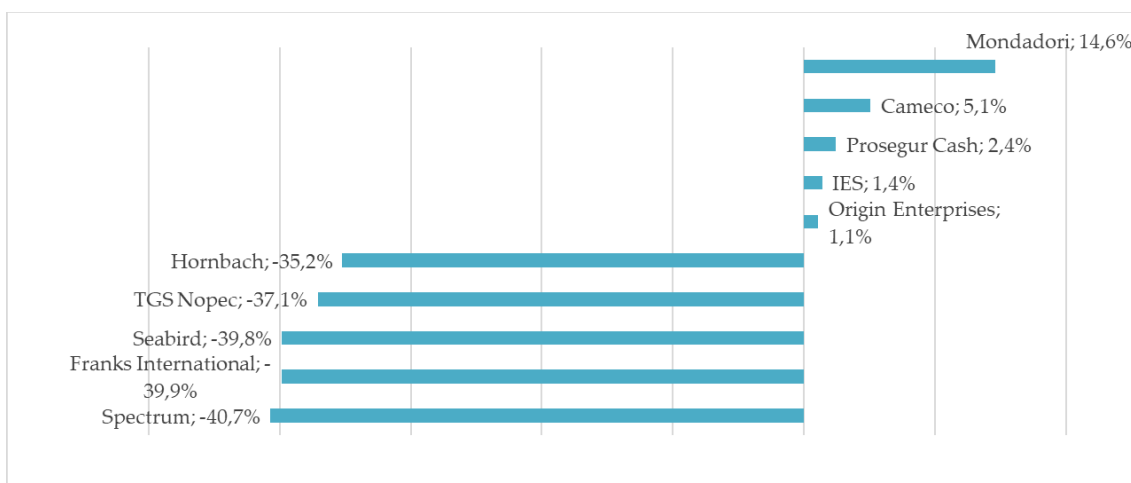
### Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones tenemos 46 compañías en cartera y un nivel de inversión del 99%.

#### Principales posiciones de la cartera a 31 de diciembre.

<b>Compañía</b>	<b>Peso</b>
Parques Reunidos Servicios Centrales SA	3,8%
SeSa S.p.A.	3,6%
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdin	3,4%
Smart Metering Systems PLC	3,3%
Rieter Holding AG	3,3%
MITIE Group PLC	3,2%
Cementir Holding S.p.A.	3,2%
Protector Forsikring ASA	3,2%
Prosegur Cash SA	3,1%
Euronav NV	3,0%
<b>Total Top 10</b>	<b>33,1%</b>
<b>Total cartera de Renta variable</b>	<b>99,2%</b>
<b>Liquidez</b>	<b>0,8%</b>

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.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Variación de la cotización de 30/09/2018 a 31/12/2018. En el caso de las nuevas incorporaciones (Cegedim) hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición

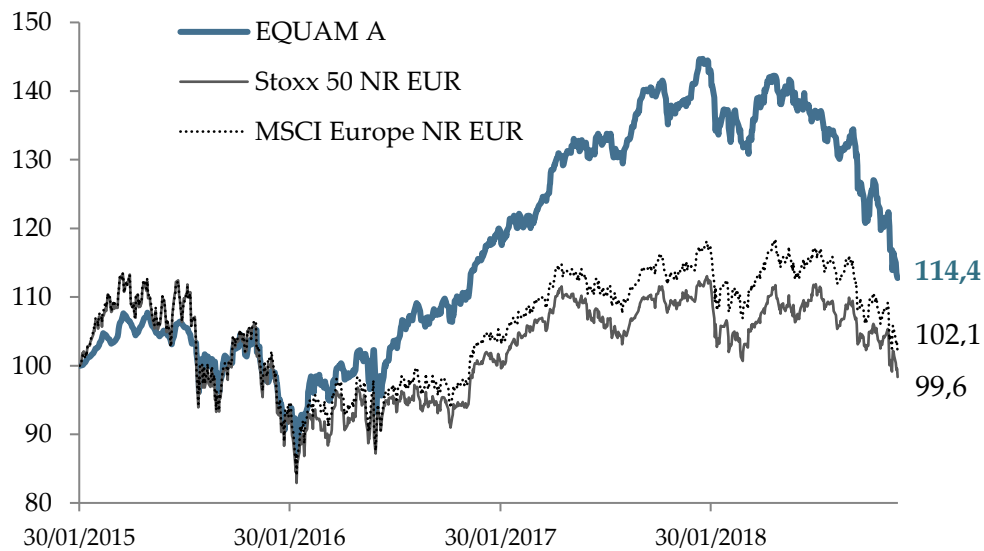
Cabe mencionar el muy mal comportamiento de las compañías vinculadas al sector de petróleo (Spectrum, Franks International, Seabird y TGS), con caídas en el rango del 35 a 40% en el trimestre. A pesar de la caída del precio del petróleo en los últimos meses, seguimos convencidos de que nuestra tesis de inversión sobre el sector sigue intacta. Llevamos ya varios años en los que prácticamente no se han decidido nuevas inversiones en pozos “offshore”, pero la demanda de petróleo ha seguido creciendo. Por eso, a pesar de las buenas perspectivas de la producción de “shale oil” para los próximos años, la creciente demanda sólo podrá ser satisfecha si se recupera la inversión en pozos marinos. De hecho, cuando la producción de los pozos actualmente en funcionamiento empiece a decrecer, volverán las prisas por invertir y el sector tendrá una intensa recuperación. No sabemos cuándo vendrá, pero sí estamos seguros de que llegará. Recordemos que todas nuestras compañías vinculadas al sector mantienen un sólido balance, sin deuda, que les permite aguantar la espera sin tensiones financieras hasta que el ciclo vuelva a recuperarse.

## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

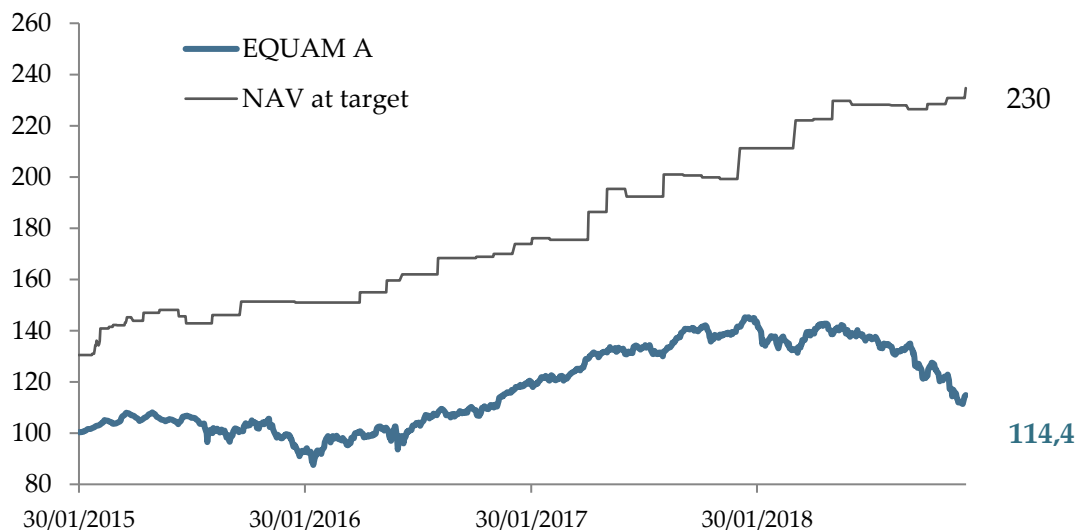
Company	Country	Weight	Value Base Case/
Parques Reunidos	Spain	3,8%	Spanish theme park operator trading at 52w lows
SeSa	Italy	3,6%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Int. Engelska Skolan	Sweden	3,4%	Swedish School company with strong organic growth at 8% FCFy
Smart Met. Systems	UK	3,3%	Protected and profitable smart metering market
Rieter Holding	Switzer.	3,3%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
MITIE	UK	3,2%	Undervalued compounder in fragmented market
Cementir	Italy	3,2%	Cement producer with a monopoly in Denmark
Protector Forsikring	Norway	3,2%	Undervalued low cost Nordic P&C insurer
Prosegur Cash	Spain	3,1%	Cash in transit present in Spain & Latam
Euronav	Belgium	3,0%	Depressed VLCC tanker company
Orsero	Italy	2,9%	Undervalued defensive business
DFS Furniture	UK	2,8%	Leading British manufacturer of furniture.
Origin Enterprises	Ireland	2,8%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
ITE Group	UK	2,7%	Deeply undervalued event management company
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2,7%	Norwegian shipping holding
<b>Total top 15</b>		<b>47%</b>	
<b>Total portfolio</b>		<b>99%</b>	
<b>Liquidity</b>		<b>1%</b>	
<b>Total fund</b>		<b>100%</b>	

## Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

### Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



### Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo<sup>1</sup>



<sup>1</sup> El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.

## Rentabilidad comparada EQUAM e índices

<b>Evolución vs índices</b>	<b>EQUAM A</b>	<b>MSCI Europe NR</b>	<b>stoxx 50 NR</b>	<b>Equam vs MSCI</b>
1 mes	-5,5%	-5,5%	-5,8%	0,1%
3 meses	-14,1%	-11,3%	-9,6%	-2,8%
2018 YTD	-18,9%	-10,6%	-10,2%	-8,3%
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%
<b>Acum Inicio</b>	<b>14,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>12,3%</b>
<b>Anualizado inicio</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>3,0%</b>

\* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.

\*\* Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Bloomberg (Class A)	EQUAMVA LX
ISIN Class A	LU0933684101
ISIN Class D	LU1274584991

Registered in Spain	CNMV number 587
Fees Class A	1% NAV and 8% profit
Fees Class D	1.25% NAV (min 1 MEUR)

Fund Advisor	Equam Capital
Management Company	ADEPA (Lux)
Custodian	KBL (Lux)

EQUAM Capital EAFI, SL  
Serrano 78 3º, 28006, Madrid  
[www.equamcapital.com](http://www.equamcapital.com)