



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2019

La historia se repite.

El primer trimestre del año ha vuelto a demostrar la importancia de mantener la paciencia en las inversiones.

Después del pánico del cuarto trimestre del año pasado hemos asistido a una inesperada recuperación. Ante la imposibilidad de anticipar estos movimientos, insistimos en la propuesta de invertir en compañías como si fueran sociedades no cotizadas, ignorando las fluctuaciones de los precios excepto para aprovechar las oportunidades puntuales de compra y venta.

A pesar de esta reciente recuperación (que todavía no compensa totalmente las caídas del año anterior), el potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos históricos (85%), y somos optimistas sobre su evolución futura.

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 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.

Después de una caída considerable en 2018, los índices se han recuperado con fuerza el primer trimestre de 2019.

Fuerte recuperación del mercado

El principio de 2019 ha confirmado una vez más que la paciencia es el activo más valioso con el que puede contar un inversor.

Como siempre insistimos, la evolución de los precios del mercado es impredecible y hay que evitar caer en la tentación de pretender anticiparse a los grandes movimientos, intentando vender antes de las caídas y comprar antes de las subidas. Creemos que es imposible hacer esto bien de forma sistemática y la experiencia demuestra que el que lo intenta sale perdiendo. La caída de 2018 era impredecible y la recuperación de los primeros meses también ha pillado a muchos por sorpresa, así que, el que vendió presa del pánico consolidó las minusvalías y se perdió la recuperación.

Por el contrario, los inversores que han sabido mantener la calma durante la caída de 2018 han recuperado una gran parte de la misma en unos pocos meses. Peter Lynch puso de manifiesto que sus inversores obtuvieron peores resultados que el fondo que él gestionaba porque invertían y desinvertían en el momento menos adecuado y proponía mantener la inversión en todo momento mientras la cartera del fondo fuera adecuada. Para nosotros ha sido muy gratificante comprobar que la gran mayoría de nuestros inversores han seguido confiando en nuestra cartera durante las caídas.

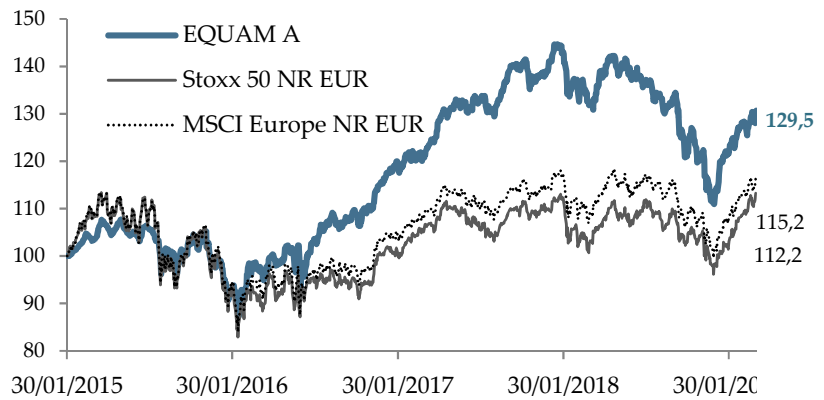
A pesar de la recuperación de este año, que todavía no compensa totalmente las pérdidas, el potencial de revalorización del fondo continua en máximos. La mayoría de las compañías de la cartera están presentando buenos resultados y tienen perspectivas de seguir haciéndolo, por lo que vemos con mucho optimismo la evolución a largo plazo de nuestra cartera.

Insistimos también en que para obtener buenos retornos a largo plazo es necesario mantener la inversión de forma permanente, y eso es lo que hacemos con nuestro patrimonio. Pensamos que es necesario actuar así en primer lugar porque aunque la creación de valor de las empresas en las que invertimos es lenta y progresiva, su reconocimiento por el mercado es errático, súbito e inesperado. Unos buenos resultados trimestrales, una buena noticia no anticipada o una oferta de compra pueden provocar una revalorización que en pocos días reconozca todo el valor creado durante años. Solo el inversor paciente, que haya mantenido la calma y la inversión en todas las situaciones de mercado podrá aprovechar estas oportunidades.

También preferimos mantener nuestro patrimonio en una cartera diversificada de acciones porque las alternativas son mucho peores. Las empresas de nuestra cartera están cotizando a un descuento mínimo del 30% respecto a su valor y son capaces de invertir en proyectos con buenos retornos. La conjunción de estos dos factores, el cierre del descuento y la reinversión a buenas tasas, permite obtener una rentabilidad muy atractiva en plazos largos. La alternativa, la inversión en deuda, nos asegura retornos prácticamente nulos y pérdida del poder adquisitivo por la inflación a cambio de no sufrir la volatilidad de estos últimos trimestres.

La evolución de Equam desde el inicio, hace algo más de cuatro años, es una pequeña muestra de lo que decimos. A pesar de la caída del año pasado, el fondo acumula una rentabilidad anualizada del 6,4% frente al 3,5% de los índices europeos y comparado con una rentabilidad nula en el bono a 10 años europeo.

Evolución de EQUAM Global Value desde lanzamiento.



Restore plc tiene un negocio recurrente y cotiza a una valoración muy atractiva.

Inversiones

Hemos realizado una nueva inversión en la compañía británica **Restore plc**, dedicada a la custodia de cajas de documentación para despachos de abogados, universidades, hospitales y otras compañías que necesitan conservar documentos durante largos periodos. También presta servicios de digitalización y destrucción de documentos y presta ayuda en los traslados de oficinas. En todos estos negocios, la compañía mantiene una posición de liderazgo en el mercado británico consiguiendo importantes economías de escala.

Restore plc tiene un perfil de generación de caja estable y predecible. Una vez que un cliente ha depositado en custodia sus documentos paga 3£ al año por caja. Como el coste de mantenimiento es tan bajo y los documentos podrían ser necesarios en el futuro, las cajas se mantienen durante una media de 15 años. A pesar de la digitalización de muchos procesos que antes se hacían en papel, los volúmenes de documentación siguen creciendo anualmente, por lo que los niveles de ocupación de Restore siguen aumentando y los precios de custodia están subiendo.

Además del crecimiento orgánico, Restore ha realizado varias adquisiciones que ha integrado con éxito. Tras la compra, trasladan las cajas de la sociedad adquirida a alguno de sus 45 depósitos y ahorran costes cerrando los depósitos vacíos.

Esta compañía ha cotizado siempre a múltiplos muy elevados, pero la salida del CEO, que ha decidido retirarse, y la caída de las compañías medianas durante el año pasado, nos ha permitido comprar con un margen de seguridad más que razonable. Restore plc tiene un endeudamiento de 2,1x ebitda y cotiza a 9% FCF yield.

Aprovechamos una oportunidad excelente por la caída de CVS Group.

También hemos invertido en **CVS Group plc**, líder británico en la gestión de centros veterinarios. Llevábamos tiempo siguiendo esta compañía, atraídos por la estabilidad de sus ingresos - los clientes de centros veterinarios son bastante recurrentes - y la buena conversión en caja de sus beneficios. La estabilidad y recurrencia de los flujos de caja del sector han atraído a numerosos inversores de private equity, y EQT, BC Partners, TPG y KKR tienen inversiones relevantes en el sector.

A pesar de que las características de la compañía nos gustaban, nunca pudimos comprar por los altos múltiplos a los que cotizaba. Sin embargo, a finales de enero la compañía presentó un anticipo de sus resultados en el que comunicaba menores márgenes de lo esperado por la considerable subida de sueldos de los veterinarios y la consolidación de clínicas con peores márgenes compradas en los últimos trimestres. Esto, unido a un replanteamiento de la política de adquisiciones de clínicas por parte de la compañía, provocaron una fuerte caída que llevó la valoración a más de 10% de free cash flow yield. Decidimos empezar a invertir porque la valoración es atractiva y pensamos que la compañía está empezando a contener la subida de salarios. También nos parece acertada la decisión

de replantearse la política de adquisiciones, teniendo en cuenta los altos múltiplos que se están pagando.

Desinversiones

El principal accionista de Stallergenes lanzó una opa a 37€ por acción, con una prima del 40% sobre el anterior precio de cierre.

En el primer trimestre hemos vendido **Stallergenes**, la compañía francesa de vacunas de la alergia, al recibir una oferta de compra del accionista mayoritario por el 100% de la compañía. Stallergenes era una inversión que empezamos a comprar en 2015 por las buenas perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, por su posición de caja neta, y por su baja valoración. Además, estaba controlada por un fondo de private equity con experiencia en el sector farmacéutico. Al poco tiempo de hacer la inversión, Stallergenes tuvo un problema en la instalación de un nuevo ERP y tuvo que parar su centro de producción durante unos meses, tiempo que su principal competidor aprovechó para ganar cuota de mercado. El precio de las acciones cayó de 55€ a 22€.

Como resultado de esta situación sobrevenida decidimos revisar la valoración y hacer un ajuste en el precio objetivo, pasando de 69€ por acción a 51€ por acción. A pesar de los problemas, Stallergenes seguía manteniendo una buena cuota de mercado y caja neta, y el potencial de revalorización tras las caídas era aún mayor que cuando empezamos a comprar, por lo que decidimos mantener la inversión.

Finalmente hemos recibido la OPA a un precio por acción de 37€, que supone una pérdida del 10,8% respecto a nuestro precio medio de compra. Pensamos que la decisión de mantener esta posición tras las caídas fue acertada, pues desde mínimos hemos obtenido una revalorización del 68%. Una vez más, se demuestra que la paciencia, acompañada de un riguroso análisis, es la mejor compañera del inversor.

Otra lección que extraemos de esta inversión es que la diversificación es necesaria para protegerse de acontecimientos imprevisibles. Como hemos comentado en otras cartas, uno de los elementos de nuestro proceso de inversión consiste en repasar la cartera para asegurarnos de que no hay una excesiva concentración a ningún riesgo en particular.

Resultados de las participadas

En el primer trimestre han presentado resultados anuales una gran parte de las compañías de la cartera. Los resultados han sido en general bastante buenos, a pesar de lo que podría haberse pensado a juzgar por la caída de las cotizaciones del último trimestre.

Nuestras participadas han presentado en general muy buenos resultados.

Por el lado positivo destacan **Brunel** -compañía holandesa de recursos humanos con una potente división de Oil & Gas- con una subida de ventas y beneficio operativo del 16% y 90% respectivamente y **Serco** -empresa británica de servicios - que ha mejorado su beneficio operativo en un 40% gracias al buen avance de su plan de reestructuración. También ha sido muy buena la evolución de beneficios de **Franks International** (+475%) **Bolloré** (+33%), **Piaggio** (+28%), **Hunter Douglas** (+24%), **SMS** (+28%), **NRJ** (+23%), **Admiral** (+18%), **Sarantis** (+18%), **Sesa** (+16%), **Cementir** (+7%) y **Mondadori** (+7%). Todas ellas son compañías que llevan tiempo en cartera y algunas de ellas han necesitado de nuestra paciencia para demostrar su capacidad de generar beneficios.

Entre las compañías que han presentado peores resultados destaca **Latecoere**, dedicada a la fabricación de estructuras de fuselaje para aviones, que ha presentado una caída del -46% en el beneficio operativo por el efecto conjunto del deterioro del tipo de cambio, problemas en la producción y el proceso de reestructuración industrial en el que se

encuentra inmerso. A pesar de eso seguimos confiados en la inversión debido a la atractiva valoración a la que está cotizando. De hecho, una sociedad de capital riesgo (Searchlight) conocedora del sector y de Latecoere acaba de adquirir una participación significativa en la compañía a un precio un 22% superior al de cotización.

Los movimientos del tipo de cambio han afectado a algunas compañías de la cartera.

Otras compañías afectadas por la evolución negativa del tipo de cambio han sido **Prosegur Cash** y **Brodrene Hartmann**. Las dos están presentes en Argentina y han tenido que ajustar su contabilidad a la baja por la hiperinflación. Prosegur ha sido la más afectada de las dos, con una caída del beneficio operativo del 24%. Es precisamente esta mala evolución de los resultados -y de la cotización- lo que nos permitió invertir el trimestre pasado, y confiamos que en unos años la situación se haya corregido y los resultados presenten una clara recuperación.

También merece mención especial **Rieter**, la compañía líder en la fabricación y venta de maquinaria para el sector textil. Rieter ha presentado una caída del 17% en el beneficio operativo, por la débil situación de la demanda. El sector está afectado por una sobrecapacidad, especialmente localizada en China, que está tardando más tiempo de lo esperado en resolverse. Llevamos algunos años invertidos en Rieter y aunque esperábamos una recuperación más rápida, estamos tranquilos con la inversión. Rieter tiene una fuerte posición de caja neta, está reestructurando su estructura productiva para bajar el punto de equilibrio y pensamos que experimentará una sólida recuperación cuando llegue el momento, que inevitablemente llegará.

Protector Forsikring, la aseguradora noruega en la que invertimos hace unos meses, ha presentado una caída en los beneficios este año por un contrato de seguro para el comprador de inmuebles que ha sido muy gravoso. Como

en el caso de Prosegur Cash, los problemas de esa línea de negocio provocaron una caída en la cotización que nos permitió invertir a una valoración muy baja. La compañía ha abandonado ahora esta línea de negocio y el resto de sus divisiones presenta crecimientos muy saludables.

Por lo demás, los resultados han sido, como decíamos antes bastante buenos y la deuda de nuestras compañías sigue en niveles muy razonables – solo **Parques Reunidos** ha hecho una adquisición que ha elevado su endeudamiento por encima de lo que nos gusta.

El contraste entre la buena marcha de nuestras compañías y la evolución de las cotizaciones el año pasado nos lleva a insistir en el enfoque empresarial que siempre defendemos: entender bien los negocios e invertir en los buenos, estar alerta ante posibles riesgos sobrevenidos, y aprovechar las cotizaciones para comprar barato y vender a valoraciones razonables.

Hay quien puede objetar que en algún momento habrá una recesión y que ante ese riesgo prefiere estar en liquidez u otros activos similares. Como decíamos al principio, nosotros pensamos que resulta imposible anticiparse a estas situaciones y que se pierde más intentando evitar las crisis que aprovechándolas cuando finalmente llegan.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

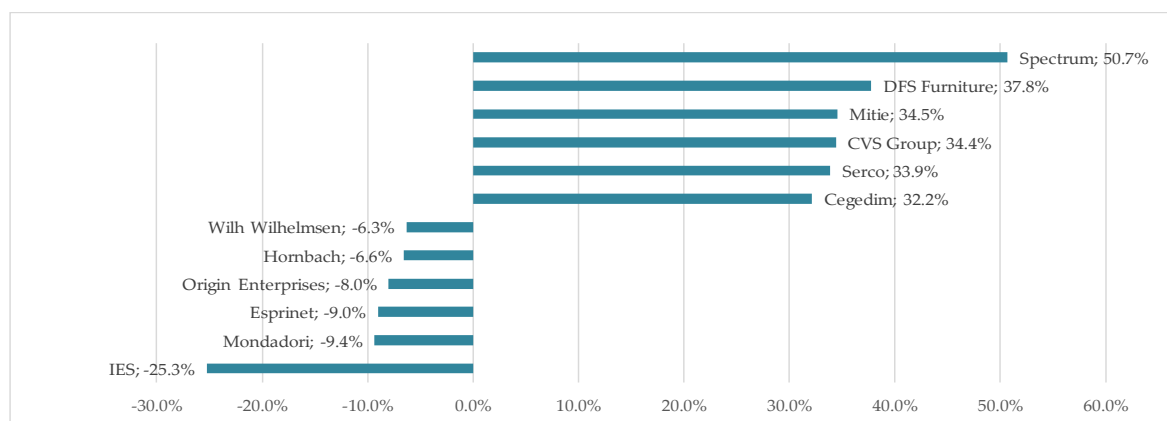
Después de las nuevas inversiones y desinversiones tenemos 47 compañías en cartera y un nivel de inversión cercano al 100%.

Principales posiciones de la cartera a 31 de marzo.

Compañía	Peso
Spectrum ASA	4,5%
SeSa S.p.A.	3,7%
Rieter Holding AG	3,7%
MITIE Group PLC	3,6%
Protector Forsikring ASA	3,2%
Parques Reunidos Servicios Centrales SA	3,1%
TI Fluid Systems plc	3,1%
Euronav NV	3,1%
Smart Metering Systems PLC	3,1%
ITE Group plc	3,0%
Top 10	34,2%
Cartera	99,9%
Liquidez	0,1%

Como consecuencia de la revalorización del trimestre el potencial de revalorización del fondo ha pasado del 100% de principios de año hasta el 85% actual, aunque continua en niveles históricamente altos fruto de la atractiva valoración a la que cotizan las compañías del fondo.

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 ¹

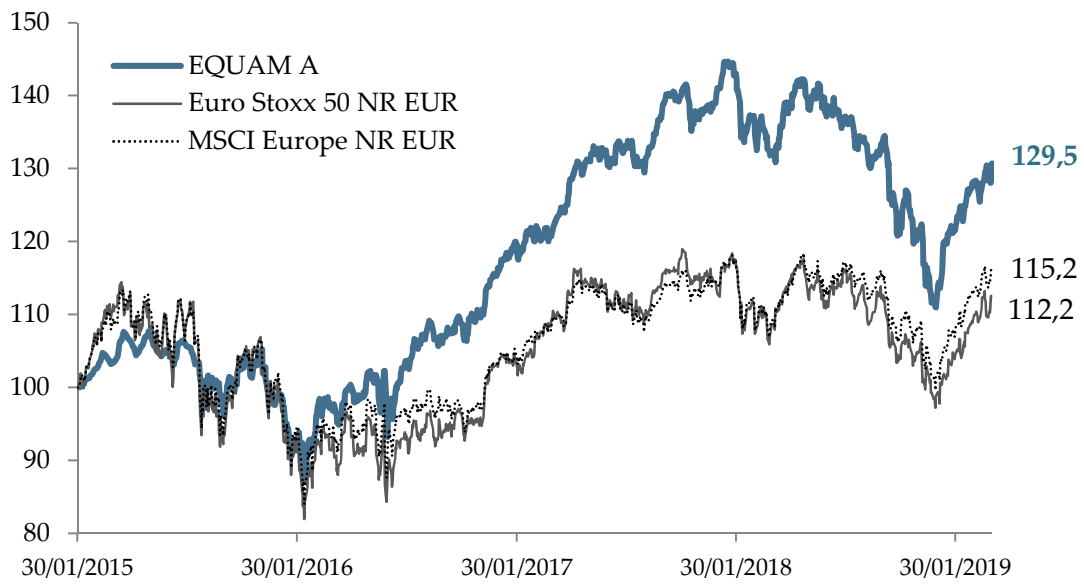
¹ Variación de la cotización de 31/12/2018 a 31/03/2019. En el caso de las nuevas incorporaciones (CVS Group) hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

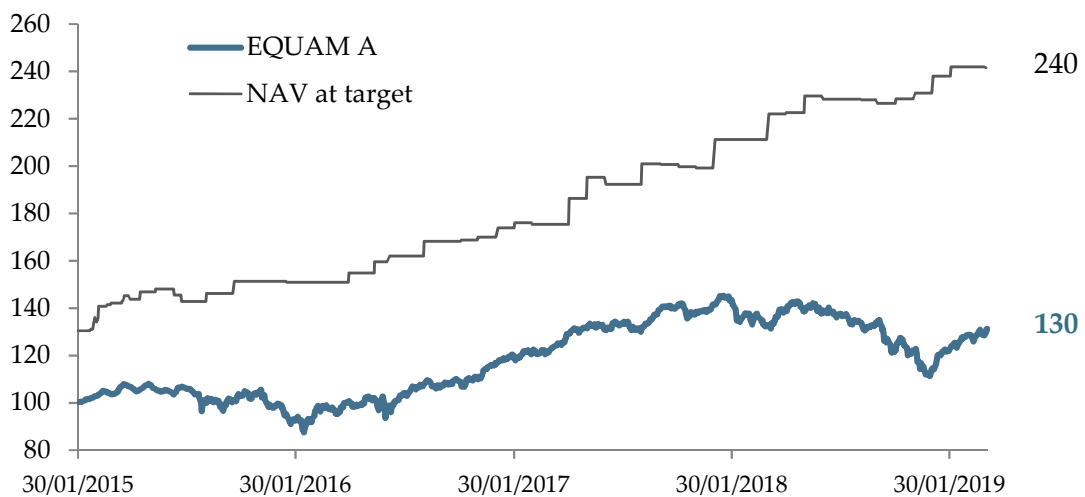
Company	Country	Weight	Value Base Case
Spectrum	Norway	4,5%	Countercyclical niche oil services player
SeSa	Italy	3,7%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Rieter Holding	Switzerland	3,7%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
MITIE Group	United Kingdom	3,6%	Undervalued compounder in fragmented market
Protector Forsikring	Norway	3,2%	Undervalued low cost Nordic P&C insurer
Parques Reunidos	Spain	3,1%	Spanish theme park operator trading at 52w lows
TI Fluid	United Kingdom	3,1%	Undervalued auto parts company
Euronav	Belgium	3,1%	Depressed VLCC tanker company
Smart Metering Systems	United Kingdom	3,1%	Protected and profitable smart metering market
ITE Group	United Kingdom	3,0%	Deeply undervalued event management company
DFS Furniture	United Kingdom	3,0%	Leading British manufacturer of furniture.
Frank's International	United States	2,9%	Countercyclical niche oil services player
Piaggio	Italy	2,8%	Recovery of the European replacement cycle of bikes
Cegedim	France	2,6%	Software for doctors and insurers, stable revenues
Prosegur Cash	Spain	2,5%	Cash in transit present in Spain & Latam
Total top 15		48%	
Total portfolio		100%	
Liquidity		0%	
Total fund		100%	

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.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices

Evolución vs índices	MSCI Europe		stoxx 50		Equam vs	
	EQUAM A	NR	NR	NR	MSCI	
1 mes	1,1%	2,0%	3,3%		-0,9%	
3 meses	13,2%	12,8%	13,9%		0,3%	
2019 YTD	13,2%	12,8%	13,9%		0,3%	
2018	-18,8%	-10,6%	-10,2%		-8,2%	
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	29,5%	15,2%	12,2%		14,3%	
Anualizado inicio	6,4%	3,5%	2,8%		2,9%	

* 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 (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 C	LU1274584488	Fees Class C	1,50% s/ patrim.	Depositario	KBL (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Registro de accionistas	European Fund Admin.

EQUAM Capital EAFI, SL
 Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com