



---

## EQUAM Global Value Fund

### Informe trimestral junio 2019

### Gran número de operaciones corporativas.

---

Durante los últimos seis meses hemos recibido ofertas de compra sobre cinco compañías de nuestra cartera. Aunque con una prima media del 31% sobre la cotización previa al anuncio, los precios ofrecidos han sido inferiores a nuestras valoraciones internas porque los compradores han aprovechado los precios deprimidos de algunas partes del mercado. Sin embargo, el efecto en nuestro fondo ha sido positivo al haber podido reinvertir en otras compañías con mayor potencial. El interés demostrado por nuestras compañías nos reafirma en la idea de que tenemos una buena cartera de negocios que cotizan a precios muy atractivos.

---

*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.*

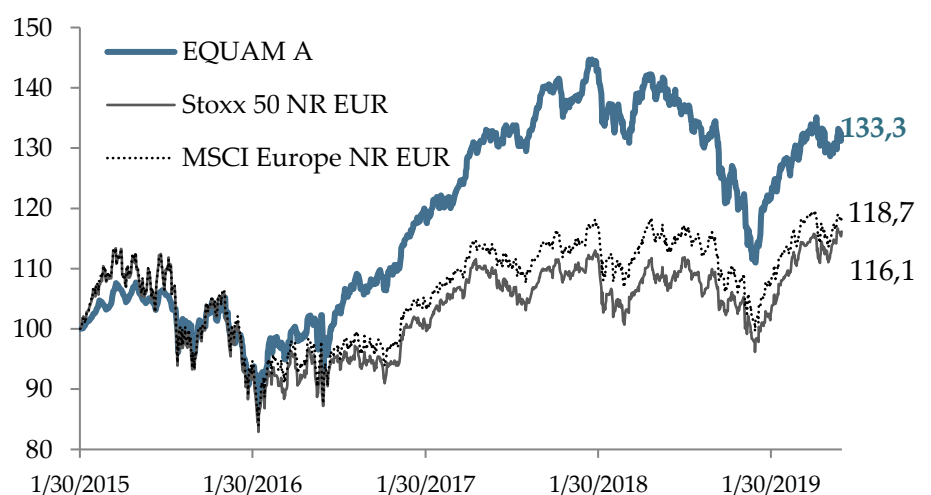
*El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión, pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión. Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo,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

Después de la subida del primer trimestre, en la que tanto los mercados como el fondo recuperaron una parte de las caídas de finales de 2018, el segundo trimestre del año ha tenido un comportamiento más errático, pero positivo, con unas subidas en el entorno del 3-4%. Desde comienzos del año el fondo se ha revalorizado un 16,6% una evolución similar a la de los índices comparables con dividendos.

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 33,3% (6,7% anualizado) frente al 18,7% (4% anualizado) de los índices europeos comparables con dividendos. Como siempre decimos, el análisis de un fondo debe basarse en la rentabilidad a largo plazo y no en la rentabilidad a corto, conseguida en unos pocos meses, porque en plazos tan cortos es la aleatoriedad de los precios y no la creación de valor de las inversiones la que determina los retornos.

EQUAM frente a los índices\* europeos  
(base 100)



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

El primer semestre del año ha venido caracterizado por un gran número de operaciones corporativas en torna a compañías del fondo.

A pesar de la buena evolución de los últimos meses continuamos siendo optimistas respecto al potencial de revalorización del fondo. Pensamos que en el mercado hay una clara dicotomía entre unas empresas cotizando a altas valoraciones, que están en sectores de moda, o forman parte de índices y otras que están siendo ignoradas o injustamente castigadas por el mercado. Seleccionando éstas últimas hemos construido una cartera de buenos negocios que están a precios muy atractivos.

Buena muestra de ello es el gran número de operaciones corporativas sobre compañías en las que estábamos invertidos que se han producido en la primera parte del año. Durante los últimos 6 meses hemos recibido ofertas de compra sobre cinco compañías de la cartera (de un total de 46) con unas primas sobre el precio de cotización de entre el 9 y 43%.

#### Ofertas de Compra sobre compañías en Cartera Últimos 6 meses

Fecha	Compañía	País	Tipo operación	Precio Oferta	Prima ofrecida	Potencial adicional (1)	Ofertante
dic.-18	Nice	Italia	cash	3.5	42.86%	34.3%	accionista principal
mar.-19	Stallergenes	Francia	cash	37.0	42.91%	37.8%	accionista principal
abr.-19	Parques Reunidos	España	cash	14.0	29.63%	28.6%	accionista principal
may.-19	Spectrum	Noruega	stock	61.0	8.61%	37.6%	TGS Nopec (industrial)
jul.-19	Latecoere	Francia	cash	3.9	34.15%	81.8%	accionista principal

(1) Potencial de revalorización adicional sobre el precio ofrecido en la transacción de acuerdo a la valoración interna de Equam.

Aunque estas operaciones han tenido un efecto positivo en la evolución del fondo, nos han dejado con un sabor agri dulce, porque los precios ofrecidos quedaban lejos de las valoraciones que habíamos fijado como objetivo.

Se da la circunstancia además de que en todas ellas existía un accionista de referencia con una participación

A pesar de las primas ofrecidas sobre los precios de cotización, las ofertas se han realizado a precios lejanos a nuestras valoraciones.

relevante y en cuatro de los casos dicho accionista ha participado en la operación como comprador, aprovechando su conocimiento detallado del negocio y su posición accionarial relevante para hacerse con el control del negocio. Por ello, a pesar de nuestro descontento con el precio ofrecido, no hemos podido hacer nada para conseguir mejorar las condiciones. Las probabilidades de éxito de cualquier actuación para dificultar la transacción o para mejorar sus términos eran muy reducidas y el riesgo de quedarnos con una participación ilíquida muy alto. Tan sólo en los casos de Spectrum y Latecoere hemos decidido manifestar nuestra disconformidad con las condiciones de la oferta:

- En el caso de Spectrum hemos votado en contra de la operación en la Junta General, junto con otros fondos. A pesar de ello, la operación fue finalmente aprobada y se completará durante este verano. Aunque las condiciones de la oferta nos parecían insuficientes, acumulamos hasta la fecha actual una plusvalía del 68% en esta posición y como explicaremos después seguimos viendo un importante potencial en esta inversión.
- En el caso de Latecoere la operación ha sido anunciada días antes de la publicación de este informe y aunque el proceso de aprobación de la operación se extenderá en el tiempo, hemos escrito al Consejo de la Compañía manifestando nuestro desacuerdo con el precio ofrecido y proponiéndole que explore otras alternativas mejores para el resto de accionistas. En el apéndice I incluimos copia de la carta enviada a la compañía.

En estas ocasiones, tener un accionista de referencia no ha servido para proteger nuestros intereses. La alineación de intereses que teníamos con dicho accionista de referencia respecto a la gestión del negocio ha pasado a ser una contraposición de intereses en el proceso de

compra, por ser el inversor de referencia el adquirente y nosotros vendedores por necesidad.

La situación de mercado actual permite comprar compañías cotizadas con buenos modelos de negocio a precios atractivos. Y los principales accionistas, siendo buenos conocedores de sus compañías, han decidido aprovechar el fuerte descuento al que cotizaban después de las caídas del año 2018 para hacerse con el control completo de las mismas.

Este escenario, además, hay que ponerlo en contexto con los altos precios que se están pagando en las transacciones sobre compañías no cotizadas. Estamos asistiendo a una inflación de múltiplos en la compra de no cotizadas, principalmente por el alto nivel de liquidez de los fondos de capital riesgo, por la presión que tienen por invertir los fondos comprometidos y por la competencia que hay por hacerse con los mejores activos. Los inversionistas financieros de este tipo están desviando su atención hacia los mercados de renta variable y están ejecutando operaciones “public to private”, aprovechando los atractivos precios a los que cotizan muchas compañías. En algunos casos incluso están recomprando compañías que ellos mismos habían sacado a bolsa unos trimestres antes, pero a precios inferiores a los que vendieron.

Para nosotros, la lección más importante de estas situaciones es que los accionistas de las cotizadas debemos ser activos en nuestra relación con los equipos directivos para asegurarnos de que se tomen las medidas necesarias para que las compañías coticen en torno a su valoración razonable y así evitar este tipo de ofertas sin competencia que permiten comprar compañías a descuento de su valor real.

En cualquier caso, a pesar de nuestra disconformidad con los precios ofrecidos en estas operaciones, también hay

La liquidez acumulada por el “private equity” y los altos precios pagados por compañías no cotizadas, está atrayendo a estos inversionistas al mercado cotizado.

Aunque los precios de las ofertas nos han parecido insuficientes, hemos podido utilizar la liquidez obtenida para reinvertir en nuevas inversiones con mayor potencial.

que tener en cuenta que en la situación actual de mercado podemos reinvertir en nuevas empresas que también cotizan a un descuento muy significativo. Este semestre hemos identificado cuatro inversiones, CVS, Restore, Mekonomen y Técnicas Reunidas, que ofrecen un potencial superior a las sociedades que nos han comprado.

### Nuevas inversiones

Hemos tomado una participación en la compañía sueca Mekonomen, dedicada a la distribución de piezas de recambio de automóvil con una posición de liderazgo en los países nórdicos.

Hemos aprovechado la fuerte caída en su cotización, para adquirir la compañía sueca **Mekonomen**, dedicada a la distribución de piezas de recambio de automóvil que tiene una posición de liderazgo en los países nórdicos.

El negocio ha sufrido contratiempos en los últimos ejercicios debido a una combinación de factores que han coincidido en el tiempo: presiones de tipo de cambio, reducción de ventas de productos digitales (radios), presión en precios y climatología adversa. Al mismo tiempo la compañía decidió en 2018 realizar dos compras en Dinamarca y Polonia, operaciones que casi doblaron el tamaño de la compañía y que exigieron realizar una ampliación de capital que puso presión adicional sobre la cotización. Todo esto hizo que la cotización bajara hasta niveles mínimos desde la crisis financiera de 2008, circunstancia que hemos aprovechado para tomar una posición en la compañía.

Creemos que se trata de un negocio muy atractivo, con bajas necesidades de capital, gran capacidad de generación de caja y que, aunque no experimenta grandes crecimientos, sí que tiene un componente anticíclico, porque la demanda de piezas de recambio depende del número de vehículos en circulación más que de la situación económica. Adicionalmente la compañía se ha embarcado en un plan de reducción de costes a través de la consolidación de algunos de sus almacenes y tiene

previsto obtener importantes sinergias derivadas de las dos adquisiciones realizadas el año pasado.

Hemos podido comprar esta compañía a un múltiplo de 7x EV/EBITDA (frente a múltiplos en este sector de entre 9x y 14x) y un FCF yield del 13% (incluyendo los ahorros de coste y sinergias de las compras).

Finalmente hay que destacar que se da la circunstancia de que Mekonomen tiene desde hace dos años al Grupo LKQ -compañía americana con el mismo modelo de negocio de distribución de piezas de automóvil - como principal accionista, con una participación del 26%, y que este accionista ha adquirido su participación a un precio más de dos veces superior a nuestro precio de compra. LKQ ha venido apoyando a Mekonomen y participó en la ampliación de capital del año pasado. Además, la compañía americana ya tiene cierta presencia en Europa pero en mercados geográficos diferentes, y aunque no es parte de nuestra tesis de inversión, no sería descartable que finalmente decidiera hacerse con el control total de la compañía.

Coincidiendo con su reciente salida del Ibex 35, hemos vuelto a tomar una participación en **Técnicas Reunidas**, compañía que ya tuvimos en el pasado en cartera. El precio de cotización está en mínimos de los últimos 10 años mientras que la compañía ha evolucionado y ha conseguido una gran credibilidad en los mercados internacionales dando un buen servicio, y gracias a una mayor fiabilidad y capacidad de respuesta que el resto de competidores. Así, por ejemplo, mientras la cartera de la compañía en el año 2009 era de 4.800 millones, a finales del primer trimestre del 2019 era más del doble (10.000 millones de euros).

Los últimos años han sido complicados para Técnicas Reunidas por problemas en la ejecución de algunos contratos, el retraso en el inicio de otros y la situación de

Volvemos a invertir en una vieja conocida, Técnicas Reunidas. A medida que vas conociendo mejor las compañías, te permite aprovecharte de forma más eficiente de los movimientos a corto plazo de las cotizaciones.



mercado en la industria de gas y petróleo. Los clientes de la sociedad han sufrido una cierta tensión financiera y han sido más estrictos con las variaciones en los proyectos y en el reconocimiento de gastos por contingencias en la fase de construcción de los mismos. Sin embargo, creemos que empieza a verse la luz al final del túnel, con un volumen de proyectos en fase de ingeniería elevado y con un número de licitaciones de nuevos proyectos muy alto, que están permitiendo a la compañía ser muy selectiva con los proyectos para los que oferta. Todo ello nos hace mantener una visión optimista respecto a la capacidad de Técnicas Reunidas de mejorar sus márgenes progresivamente, lo que debería ir reflejándose en la cotización de la compañía.

### Desinversiones

A pesar de que habíamos invertido a principios de este año, hemos decidido vender CVS tras su revalorización de más del 50% en el trimestre.

Queríamos destacar nuestra desinversión de CVS, compañía de clínicas veterinarias líder en el mercado británico. Aunque habíamos invertido recientemente, a principios de este año, hemos decidido venderla este trimestre después de una revalorización de más del 50% en apenas dos meses. Esta evolución había reducido de manera muy significativa el potencial de revalorización. Como siempre decimos, aunque pensamos en el largo plazo a la hora de realizar nuestras inversiones y estamos dispuestos a mantenerlas en nuestra cartera el tiempo necesario para que se pongan en valor, tampoco dudamos a la hora de vender si los precios se acercan a nuestro valor objetivo y tenemos otras oportunidades de inversión que presentan mayor potencial.

También hemos vendido **Wilmington** que, aunque no había alcanzado su precio objetivo, tenía menos potencial que otras oportunidades.

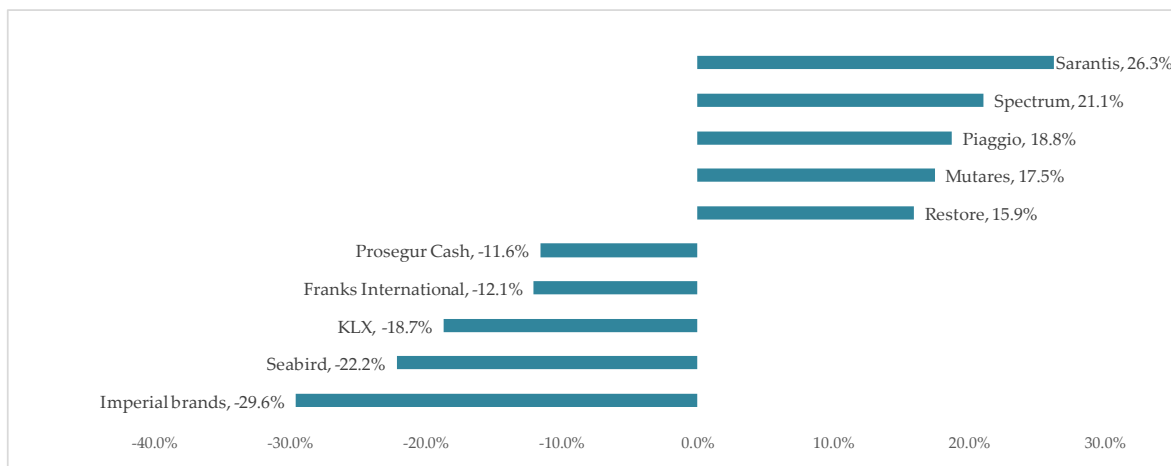


## Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 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 marzo.

### Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Como siempre, aprovechamos estos movimientos de corto plazo de los precios para aumentar o disminuir el peso de aquellas acciones que experimentan variaciones bruscas sin cambios en nuestra tesis de inversión.

Respecto a las compañías en cartera queríamos detenernos en la situación de una de nuestras principales participaciones, **Spectrum**. La compañía, que se dedica a la exploración sísmica para el sector petrolífero, ha recibido una oferta de compra por parte del líder del sector, TGS, sociedad de la que también somos accionistas aunque en un porcentaje bastante menor. De esta operación queríamos destacar:

Aunque esperábamos una oferta más elevada por Spectrum, al tratarse de una operación en acciones, podemos seguir beneficiándonos del importante valor que la combinación con su competidor TGS va a generar y de la recuperación en los niveles de inversión en exploración sísmica.

- El precio ofertado, aun siendo interesante, es inferior a nuestra valoración interna de Spectrum, Esta diferencia es aún mayor si tenemos en cuenta que sólo el valor de las sinergias estimadas por TGS es equivalente a un 50% de la capitalización de Spectrum. Además, la compra tiene un gran valor estratégico para TGS, ya que le permite ganar presencia en Brasil y Africa Occidental donde hay mucha demanda y su posición era más débil.
- El accionista principal de Spectrum, el fondo de capital riesgo Altor Equity Partners, se beneficia de esta operación al convertirse en accionista de una compañía con un tamaño mucho mayor y por consiguiente con mucha más liquidez. Esta nueva posición le permite deshacer su inversión con mucha más facilidad y por eso ha estado interesado en cerrar la operación.
- Estas circunstancias motivaron que entráramos en contacto con otros accionistas minoritarios relevantes de cara a intentar bloquear la oferta en la junta general de accionistas y conseguir una mejora de los términos. Finalmente, no conseguimos nuestro propósito y la operación fue aprobada.
- En cualquier caso, al tratarse de una operación en acciones y no en dinero, continuaremos siendo accionistas de la nueva compañía que va a emerger de la fusión entre TGS y Spectrum y que va a crear un claro líder en el sector. Vamos a poder beneficiarnos de la creación de valor que creemos que supone esta combinación así como de la esperada recuperación en los niveles de inversión que esperamos para los próximos años en el segmento de exploración sísmica.

Apéndice I: Carta al Consejo de Administración de Latecoere



To Mr. Pierre Gadonneix  
Chairman of the Board of Directors – Latécoère  
9 Avenue Percier – 75008 – Paris

Madrid, 2<sup>nd</sup> of July 2019

Dear Sirs,

We are advisors to the fund Incometric Equam Global Value which currently maintains a position in Latécoère. We are writing to you in relation to the recently announced decision of Searchlight Capital to launch a voluntary cash tender offer on Latécoère at a price of 3.85 euros per share.

We view Latécoère as a high quality asset with important strategic positions in interconnection systems and aircraft doors and a very healthy balance sheet. We believe the offer undervalues Latécoère significantly. In this sense, we need to take into considerations that the Company is currently executing its Transformation 2020 programme and is therefore in a transition phase which is penalising its financial results in the short term but reinforcing its industrial and strategic capabilities. This transition period is currently reflected in a stock price that is very depressed and does not reflect the real value of the company.

Despite the 32% premium over the depressed last traded price before the announcement, according to our analysis, the offer values the company at an EV/Revenues of around 0.58x versus recent comparable transactions in the sector which have been executed at multiples in the range of 0.9 to 2.1x.

In this context, we expect that the board explores alternative strategic options for Latécoère beyond the current offer that could maximize the return for the Company's shareholders.

Following recent conversations we have held, we believe there are other shareholders which share the same feelings and concerns regarding this transaction.

We remain at your disposal for any clarification that you might need on regards to this letter.

Yours sincerely,

José Antonio Larraz  
Partner  
Equam Capital EAFI, S.L.

Equam Capital, EAFI, S.L. ("Equam Capital") is an advisory firm (EAFI) registered in the Spanish Stock Market Regulator (CNMV) with number 153.

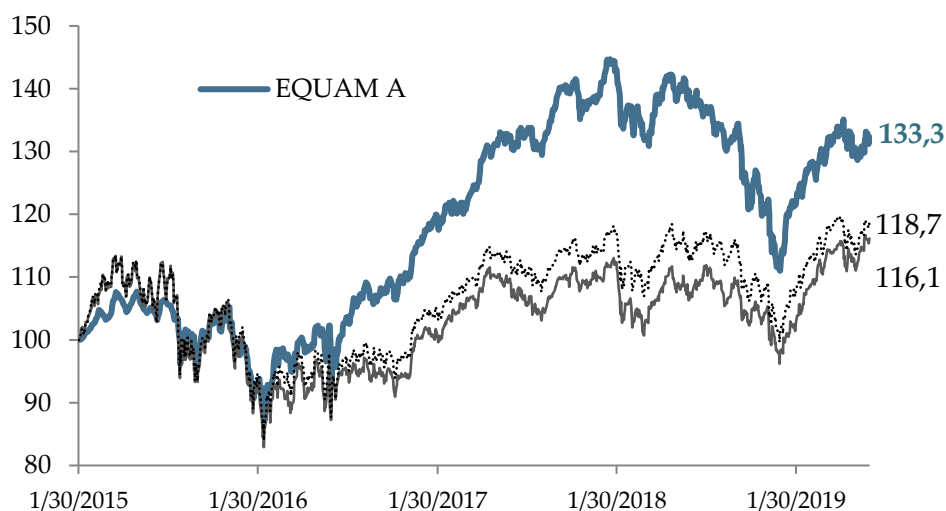
Equam Capital – Calle Serrano 78 3 Izda – Madrid 28006 - [www.equamcapital.com](http://www.equamcapital.com)  
[info@equamcapital.com](mailto:info@equamcapital.com)

Apéndice II: Cartera de EQUAM.

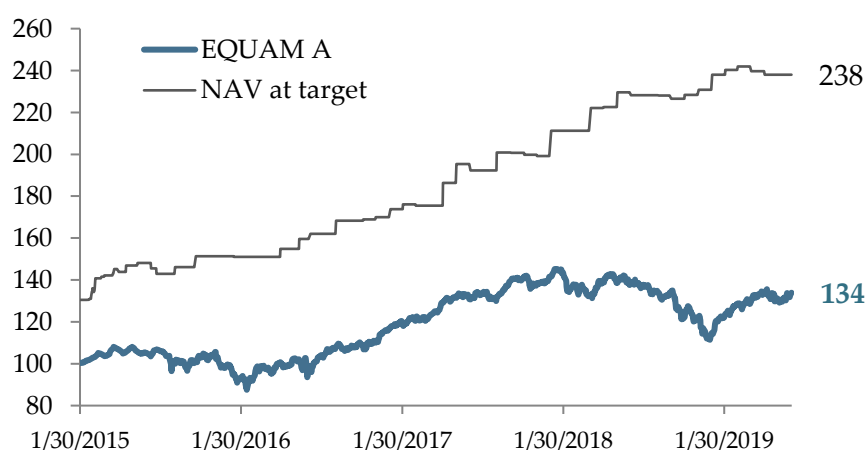
Company	Country	Weight	Value Base Case
SeSa	Italy	4,8%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Smart Metering Systems	UK	4,6%	Protected and profitable smart metering market
MITIE Group	UK	4,0%	Undervalued compounder in fragmented market
Spectrum	Norway	3,9%	Countercyclical niche oil services player
Euronav	Belgium	3,6%	Depressed VLCC tanker company
Int. Engelska Skolan	Sweden	3,5%	Swedish School company with strong organic growth at 8% FCFy
Rieter	Switz.	3,3%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
Prosegur Cash	Spain	3,3%	Cash in transit present in Spain & Latam
TI Fluid	UK	3,0%	Undervalued auto parts company
Cegedim	France	3,0%	Software for doctors and insurers, stable revenues
Frank's Intern.	US	2,9%	Countercyclical niche oil services player
Orsero	Italy	2,8%	Undervalued defensive business
DFS Furniture	UK	2,8%	Leading British manufacturer of furniture.
ITE Group	UK	2,6%	Deeply undervalued event management company
Piaggio	Italy	2,5%	Recovery of the European replacement cycle of bikes
<b>Total top 15</b>		<b>50%</b>	
<b>Total portfolio</b>		<b>99%</b>	
<b>Liquidity</b>		<b>1%</b>	
<b>Total fund</b>		<b>100%</b>	

Apéndice III: 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.

## Informe trimestral junio 2019

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	3,4%	4,4%	4,6%	-1,0%
3 meses	3,0%	3,0%	3,5%	0,0%
2019 YTD	16,6%	16,2%	17,9%	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%
<b>Acum Inicio</b>	<b>33,3%</b>	<b>18,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>14,7%</b>
<b>Anualizado inicio</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,8%</b>

*\*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](http://www.equamcapital.com)