



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2020

Una cartera resistente para superar la crisis.

Pensamos que la crisis derivada de la pandemia del coronavirus será profunda, pero también que la recuperación puede ser rápida.

En este escenario, las valoraciones del mercado tras las caídas del trimestre proporcionan una buena oportunidad para invertir.

En este informe repasamos la situación general de la cartera y por qué pensamos que está bien posicionada para aprovechar la recuperación, pero también para resistir bien si la situación se alarga más de lo esperado.

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.

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.

Oportunidad de inversión

Aunque todavía hay incertidumbre, pensamos que las caídas de precio han sido excesivas y que el momento actual es una oportunidad para invertir en buenas compañías a precios excepcionales.

Estamos viviendo una situación muy excepcional derivada del confinamiento de las poblaciones en las principales economías para reducir los efectos de la epidemia del Covid-19 y que ha llevado a una paralización temporal de gran parte de la economía mundial.

Como consecuencia de esta situación, durante el primer trimestre del año hemos asistido a una de las mayores crisis bursátiles de la historia reciente. En unas semanas entre el 20 de febrero y el 20 de marzo el índice Eurostoxx 600 cayó más de un 35% por el miedo a las consecuencias que pueda tener para la actividad económica para tratar de contener la pandemia de coronavirus. El ritmo de caída del mercado de este año es comparable al del crash del 87 o los días posteriores a la caída de Lehman Brothers.

Todavía es pronto para saber cuál va a ser el alcance de esta situación y su impacto económico, pero pensamos que hay indicios que nos permiten ser optimistas respecto a la recuperación. Aunque es difícil confiar en los números oficiales de China, parece que allí la situación está volviendo progresivamente a la normalidad y también parece que los contagios en Italia se están conteniendo después de varias semanas de confinamiento. Además, las medidas que se están tomando para mitigar el daño económico permitirán una progresiva vuelta a la normalidad en cuanto la epidemia esté controlada.

En el corto plazo, las cotizaciones son el resultado de los flujos vendedores y no necesariamente reflejan el valor intrínseco de las compañías.

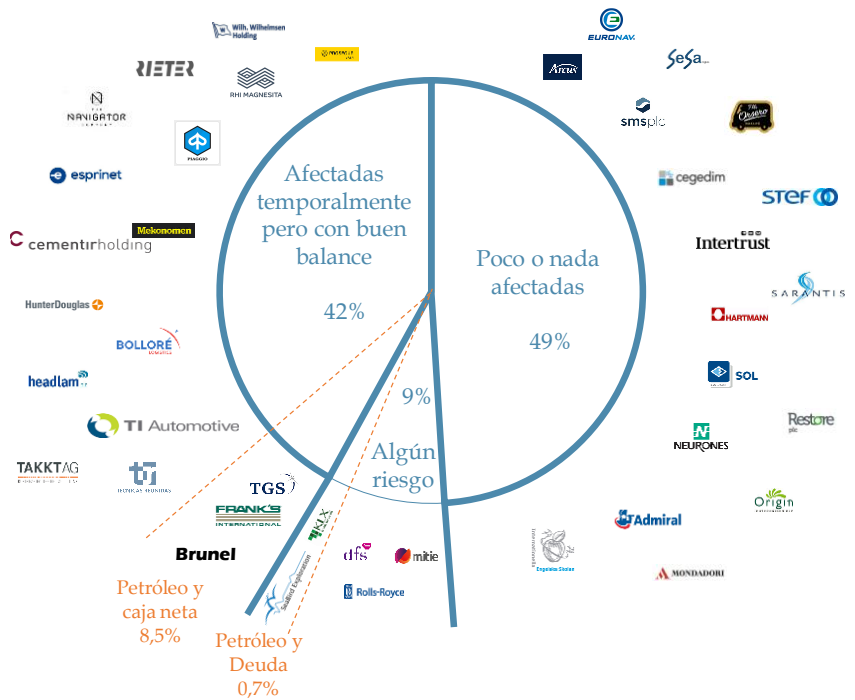
Por eso pensamos que, como viene siendo habitual en este tipo de situaciones, los mercados de renta variable han sobre reaccionado a esta situación, provocando unas caídas en la mayoría de las compañías cotizadas que van mucho más allá de la pérdida de valor de estas incluso en un escenario de recuperación lenta. En el corto plazo, las cotizaciones se mueven más por los flujos de compra y venta de los inversores que por la valoración de las compañías.

Respecto a nuestro fondo, pensamos que **la cartera de Equam**, compuesta por compañías de gran calidad y con poca deuda, ofrece una alternativa óptima para aprovechar la recuperación. Durante las últimas semanas hemos estado en contacto con la mayor parte de las compañías de nuestra cartera para saber cómo está afectando esta situación a sus actividades y entender cuál es su situación de liquidez. También hemos mantenido conversaciones con analistas y expertos de distintos sectores. Hemos llegado a las siguientes conclusiones:

Pensamos que prácticamente todas nuestras inversiones superarán sin problemas la crisis.

- La mitad de las compañías de la cartera (un 49% del fondo) no se verán afectadas o lo estarán de forma muy limitada por esta situación.
- Un segundo grupo de compañías (que representa el 42% de la cartera), que se están viendo afectadas en cierta medida por la situación actual, pero tienen la capacidad de ajustar sus costes, tienen negocios sólidos y una estructura de balance adecuada para superar esta crisis sin problemas.
- Existen tres compañías en el Reino Unido que están sufriendo más directamente la crisis y podrían tener tensiones de liquidez. Se trata de Mitie, DFS Furniture y Rolls Royce. Estas compañías en su conjunto pesan un 9% de la cartera. Los bancos están siendo flexibles en el Reino Unido y creemos que van a proporcionar la liquidez necesaria a las empresas sólidas y viables.
- Las compañías relacionadas con el petróleo van a sufrir una caída significativa en sus ingresos. Nuestras principales posiciones en este sector (TGS, Franks y Brunel, que en total pesan un 8,5%) tienen tanta liquidez en el balance que aguantarán sin problemas hasta que el ciclo se recupere. Sin embargo, KLX Energy (0,5%) y Seabird (0,2%) nos preocupan por tener deuda o necesidad de financiar sus gastos y poca visibilidad sobre su recuperación.

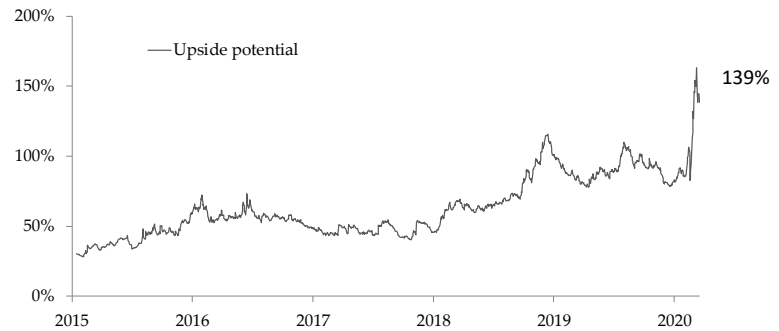
Impacto sobre las compañías de la cartera



Hemos ajustado el valor objetivo de algunas de estas compañías para reflejar por una parte las pérdidas ocasionadas por la parada de actividades y por otra, el retraso en la consecución de sus objetivos. Así, mientras el valor objetivo del fondo a principios de año era de 264€ por participación, ahora estimamos un valor a precios objetivo de 227€, es decir, una caída del valor del fondo del 14%. Sin embargo, la caída de las cotizaciones ha provocado que la caída del NAV del fondo haya sido mucho mayor (caída del 35%).

Todo ello ha llevado a que el potencial de revalorización del fondo se encuentre actualmente en el 139%, el más alto por mucho desde su lanzamiento.

Potencial de Revalorización de Equam a precios objetivo

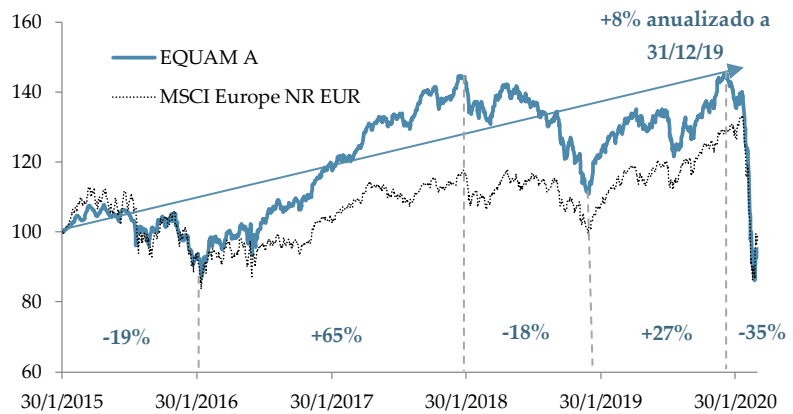


El potencial de revalorización del fondo se sitúa en el 139%, el más alto desde el lanzamiento del fondo.

Aunque sabemos que no es fácil invertir en estos momentos porque la incertidumbre nos paraliza, pensamos que esta situación ofrece oportunidades de inversión muy atractivas para aquellos que tienen una visión a largo plazo. Consideramos que estamos ante un muy buen momento para aumentar posiciones en un fondo como el nuestro.

En este sentido, no es la primera vez que el fondo ha experimentado una caída significativa en el corto plazo, para después conseguir revalorizaciones muy significativas.

Recuperación de Equam tras las caídas



Además, aunque hemos perdido la revalorización y el diferencial frente a los índices comparables que habíamos conseguido en los años anteriores, estamos convencidos de que estamos ante una situación excepcional y que cuando la situación se normalice volveremos a nuestra trayectoria de largo plazo, una revalorización media anual del 8% frente al 5,3% de los índices.

El escenario de recuperación más probable.

En una situación de incertidumbre como la actual, en la que nos vemos sorprendidos por medidas de cuarentena completamente imprevisibles, resulta imposible hacer predicciones de lo que pasará en los próximos trimestres. Sin embargo, pensamos que tenemos elementos suficientes para anticipar una recuperación de la economía cuando lo peor de esta enfermedad haya pasado.

La situación actual ha detenido la actividad productiva en gran parte del mundo. Las medidas de distanciamiento social han provocado una caída drástica del consumo y el cierre de la producción de gran cantidad de empresas. Las ventas han caído de forma súbita y si las empresas no ingresan, no pueden pagar a sus empleados, ni pueden pagar sus deudas, ni el alquiler de sus instalaciones. La cadena de impagos podría llevar a la quiebra generalizada de los negocios y destruir la organización empresarial, retrasando enormemente la recuperación. Esto ha llevado al mercado a un pánico sin precedentes. Sin embargo, estamos convencidos de que esto no va a pasar. El tejido productivo se va a mantener y cuando pase la cuarentena la actividad se normalizará.

En primer lugar, porque ante la imposibilidad de cobrar, la decisión más racional del acreedor es aplazar los pagos unos meses antes que hacer quebrar al deudor y perder el crédito y al cliente. Esto es aplicable a arrendadores, empresarios y bancos, y es lo que estamos viendo en la mayoría de los casos. Muchos arrendadores han aceptado aplazamiento o condonación temporal del pago de la renta. También hemos comprobado que la actitud de las entidades financieras está siendo constructiva y pensamos que no van a provocar la caída de empresas viables por un incumplimiento temporal de los “covenants” en estas circunstancias.

El pago de salarios es lo que puede presentar mayores problemas para compañías que han dejado de facturar. Una

alternativa ante la falta de ingresos es despedir a los trabajadores, pero esta alternativa sería perjudicial tanto para los trabajadores como para las propias empresas, porque cuando llegue la recuperación tendrán que volver a contratar. También en este sentido hemos visto como en la mayoría de las empresas están haciendo grandes esfuerzos por cuidar a su plantilla. Además, en la mayoría de los países existen fórmulas para mantener los pagos a los trabajadores que están en casa. En el Reino Unido el Estado paga el 80% del salario a cambio de que no sean despedidos, en Holanda el 90%, en Italia existe una caja de compensación que igualmente pagará a los empleados que tengan que quedarse en casa. Y Estados Unidos ha aprobado un plan de préstamos a empresas que tampoco tendrán que devolver si no despiden a sus trabajadores. Con estos programas se salvará la falta de liquidez temporal y se mantendrán las estructuras de producción, preparadas para cuando la demanda se recupere y las empresas puedan volver a trabajar.

Podría surgir la duda de si es posible financiar estos programas de liquidez. Porque, al fin y al cabo, el arrendador tiene que hacer frente a sus deudas, las empresas tienen que seguir haciendo frente a sus pagos y los Estados tienen que financiar el pago de sus gastos y de los salarios de los trabajadores que se han quedado en casa. Si nadie paga, el sistema financiero podría quedar sin liquidez y sería incapaz de financiar todos los programas mencionados. Sin embargo, y como se ha demostrado en los últimos años en los que los Bancos Centrales han inyectado billones de dólares y euros cuando no había ninguna situación de emergencia como la actual, el sistema tiene suficiente flexibilidad para financiar todo esto. Tanto la Fed, como el BCE o el Banco de Inglaterra han anunciado programas para dotar de liquidez al sistema. Con esta liquidez se podrá sostener el tejido empresarial viable y mantener a los trabajadores hasta que la situación mejore. Es posible que todas estas medidas tengan efectos negativos a largo plazo, especialmente para aquellos que mantengan sus ahorros en efectivo o en deuda del Estado, pero de momento se mantendrá la estructura productiva en condiciones de volver tan pronto

como sea posible.

Pero lo que nos hace ser más optimistas, más que las medidas de apoyo a corto plazo que hemos descrito, es comprobar la capacidad que están teniendo las personas en general y las empresas en particular para adaptarse a la situación, ajustando costes y estructuras productivas en cuestión de días, utilizando la tecnología para seguir trabajando e incluso adaptando sus fábricas para producir material médico o de ayuda a los enfermos. Los enormes avances tecnológicos de las últimas décadas y la capacidad de adaptación de las empresas y los empresarios son la principal garantía de éxito para los inversores como nosotros.

Por todo lo anterior pensamos que las pronunciadas caídas a las que hemos asistido en el trimestre presentan una excelente oportunidad para invertir. El virus pasará, la inmensa mayoría de los que han tenido la mala fortuna de caer enfermos se recuperará sin secuelas y volveremos a la normalidad en unos trimestres.

Aun así, habrá compañías que atraviesen situaciones realmente complicadas. Aquellas que tengan más deuda y que sufran más la caída de ventas sin poder ajustar sus costes tendrán que recurrir al mercado en momentos tan difíciles como el actual. Evidentemente, las compañías con más deuda, con bajos saldos de liquidez o que no tengan acceso a líneas de crédito tienen un riesgo más alto.

Precisamente, para evitar situaciones como esa, la construcción de nuestra cartera se ha centrado siempre en evitar empresas con mucha deuda, y en buscar las que tienen ingresos estables y predecibles, o que operan en nichos poco competitivos con muchas décadas de historia. A continuación, repasaremos la situación de endeudamiento de nuestras inversiones, su nivel de valoración y haremos un comentario de la situación de cada una de nuestras inversiones.

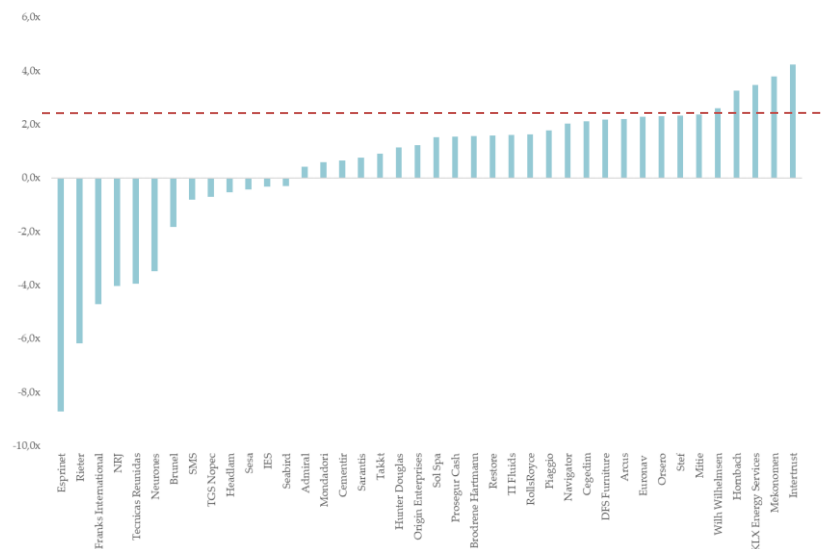
Deuda de la cartera

El nivel de apalancamiento de nuestra cartera es prudente y la situación de liquidez buena.

Antes de pasar a describir la situación desde la que afrontan la crisis del coronavirus cada una de nuestras empresas, nos gustaría mostrar una visión general de su nivel de endeudamiento.

Como puede comprobarse en el siguiente gráfico que resume el endeudamiento de las posiciones de la cartera, a cierre del ejercicio 2019, la mayor parte de las inversiones tenía menos de 2x deuda ebitda:

Apalancamiento de la cartera (Deuda neta / EBITDA)



De las compañías que superan 2x deuda ebitda, **Intertrust** no nos preocupa porque su negocio de gestión de sociedades es altamente predecible y estable. **Mekonomen** acaba de realizar una adquisición y ha cortado el dividendo. Puede gestionar su capital circulante para mejorar la liquidez durante este tiempo. **KLXE**, que opera en el sector petrolífero ha sufrido una súbita caída de beneficios, pero a pesar de su alto ratio de deuda, mantiene liquidez para resistir varios años. No obstante, esta compañía sí podría dar problemas si el ciclo del petróleo se alarga más de cinco años. **Hornbach** tiene una ratio alta de deuda pero también tiene activos inmobiliarios como garantía.

Valoración de la cartera

La cartera está cotizando a un Free Cash Flow yield de casi el 13%.

La evolución del mercado ha llevado a nuestras compañías a niveles de valoración extremadamente bajos. Como era de esperar, aquellas más afectadas por la crisis han tenido un comportamiento significativamente peor que las menos afectadas, que en algunos casos han presentado subidas en el año.

Excluyendo algunas situaciones excepcionales, como algunas empresas petroleras (KLXE y Seabird) y Hornbach (asset play), con datos de cierre de 2019, la cartera está cotizando a un Free Cash Flow yield de casi el 13%. Esto representa una capacidad de doblar sólo con que la valoración se normalice, sin tener en cuenta las posibilidades de mejora de nuestras compañías.

A pesar de que hemos ajustado el valor de algunas compañías a la baja, por las pérdidas que puedan sufrir mientras dure la situación actual, el potencial de revalorización de nuestra cartera está en el 139%, el máximo desde que lanzamos el fondo. Por eso, por el alto potencial de revalorización y por la calidad de nuestros negocios, pensamos que nuestra cartera es una muy buena alternativa para el inversor que quiera aprovechar esta recuperación.

I. Posiciones no afectadas por la situación actual.

Para analizar cómo afecta la situación actual a las compañías de la cartera hemos creído conveniente clasificarlas en varios grupos en función del grado de impacto que tiene esta situación sobre sus negocios.

Un primer grupo compuesto por las compañías que creemos que, más allá de las complicaciones que puedan tener a corto plazo derivadas de las medidas de distanciamiento social, no están sufriendo mucho daño económico. Estas compañías tienen muy poca deuda y negocios que previsiblemente seguirán facturando mientras dure la situación o se recuperarán inmediatamente después. Estas compañías, que representan un 49% de la cartera, han tenido un buen comportamiento relativo en bolsa y en algunos casos estamos reduciendo su peso para invertir en otras compañías que han sufrido más.

SMS plc. Esta compañía es la primera posición en el fondo y como consecuencia de su buena evolución en el trimestre ha llegado a representar un 8% de la cartera. Como hemos comentado en otras ocasiones, SMS plc tiene un parque de contadores de electricidad que alquila a las nuevas comercializadoras de energía del Reino Unido. Los contratos son a más de 15 años y son pagados por el cliente final en su factura. Estamos convencidos de que este negocio no va a sufrir nada, aunque quizás tenga que ralentizar durante unos meses su ritmo de despliegue de nuevos contadores. Esta visión tan positiva se ha visto refrendada por la operación anunciada por la compañía a principios de marzo. SMS ha vendido una pequeña parte de sus contadores a un fondo de inversión por un múltiplo de 16,4x ventas (en SMS los ingresos son asimilables al flujo de caja). Esta valoración, avalada por un inversor profesional que ha podido analizar en detalle el negocio, muestra la calidad de su negocio y el valor de los flujos de caja estables en un momento de incertidumbre como el actual. SMS quedará una vez que se cierre la operación con una posición neta de tesorería de 62m, que garantizan el despliegue

del parque de contadores contratado.

IES. También ha subido su peso en la cartera por encima del 4% por su excelente evolución relativa durante el trimestre. La empresa sueca de colegios IES nos ha confirmado que el gobierno sueco seguirá pagando los “vouchers” (cheques escolares) aunque los colegios dejen de recibir alumnos porque seguirán dando clases online. En cualquier caso, hoy en día el gobierno sueco mantiene los colegios abiertos, ya que ha seguido una política distinta a la del resto de Europa y la mayoría de la población sigue con su vida normal. Adicionalmente, pensamos que IES no va a sufrir en el medio plazo porque tiene una larga lista de espera y el gobierno va a seguir pagando los colegios. Recordemos que IES tiene aproximadamente un 10% de sus ingresos de colegios en España que dado que se trata de colegios privados quizás sufran si la situación económica se deteriora más de lo esperado. Debido al pequeño peso de este negocio sobre el valor total de la compañía el impacto sería muy limitado.

Euronav. Esta empresa de petroleros se ha visto beneficiada en gran medida porque la demanda de petróleo ha sufrido una reducción muy significativa que no ha sido acompañada por la reducción de producción que sería razonable. Se está produciendo más petróleo del que se demanda y, por una parte, ese petróleo tiene que ser transportado a los países consumidores y, por otra parte, se está acumulando parte del exceso en petroleros. La consecuencia evidente es que el precio de alquiler de los petroleros se ha disparado y estas empresas están ganando mucho más que hace unos años. Euronav se ha visto afectada positivamente por la situación actual.

Cegedim. Empresa de software de gestión para médicos y farmacias en Europa, y sistemas de gestión de nóminas y de seguros en Francia. Pensamos que el negocio dedicado a médicos y farmacias no va a sufrir en esta crisis. Las farmacias y los médicos siguen facturando y pueden seguir pagando las mensualidades del software. La gestión de nóminas no debería tampoco sufrir porque se seguirán pagando, ya sea por las

empresas que sigan funcionando o por el Estado en el caso de que los empleados tengan que quedarse en casa.

Sol spa. También nos parece que esta compañía italiana de gases industriales tiene un negocio muy resistente que superará la crisis sin ningún problema. Tiene dos grandes divisiones. La división de gases industriales trabaja en una parte importante para el sector sanitario y de alimentación. En concreto, uno de sus principales productos es el oxígeno para hospitales, cuya demanda ha crecido con esta crisis. Su otra división, Vivisol, presta atención domiciliaria a pacientes que necesitan oxígeno. Tiene igualmente contratos a largo plazo con la seguridad social de cada país y también es previsible que siga ganando cuota de mercado y que la demanda siga creciendo a buen ritmo a pesar de la crisis actual.

Orsero. Esta compañía dedicada a la distribución mayorista de fruta y verdura mantiene su nivel de actividad durante la crisis y pensamos que no se verá muy afectada.

Sesa. Comercializa software de los grandes desarrolladores (IBM, Oracle, Salesforce...) en Italia, y actúa como integrador de sistemas para algunas industrias. Sesa ha ido migrando su base de clientes a un modelo SaaS, en el que los clientes pagan cuotas periódicas por el uso del software. Esto le confiere gran predictibilidad en el cobro de sus ingresos. Además, la crisis actual está aumentando la demanda de servicios digitales por lo que pensamos que no se verá negativamente afectada. En el último informe crecía su ebitda por encima del 26% y tiene una posición neta de tesorería.

Neurones. Empresa francesa de integración de sistemas. Pensamos que mantendrá su ritmo de crecimiento (entre el 5 y 10% anual durante los últimos 20 años) incluso aunque la actividad se deteriore, al igual que lo hizo durante la crisis de 2008. Además, la compañía tiene una posición de tesorería equivalente a la mitad de su valor en bolsa.

Arcus. Distribuidor de vino y bebidas alcohólicas en los países

escandinavos. La venta de bebidas alcohólicas en Noruega y Suecia es operada por monopolios estatales y los distribuidores que acceden a dicho monopolio tienen contratos a largo plazo. Las tiendas siguen operando con normalidad. Esta compañía tiene un perfil de ingresos muy estable y su único punto negativo es el riesgo de divisa por la caída de la Corona Noruega.

Brodrene Hartmann. Esta empresa vende envases de cartón reciclado para el transporte de huevos y frutas. Tiene una posición de liderazgo en mercados oligopolísticos que no pensamos que pueda verse afectada por la situación actual. El consumo de alimentos continúa estable y por el momento han confirmado que no tienen problemas de acceso a materias primas ni a servicios logísticos.

Origin Enterprises. Ofrece servicios de asesoramiento a agricultores a través de su red de ingenieros agrónomos. Está presente en el Reino Unido, Europa del Este y recientemente en Brasil. Sus actividades no deberían verse afectadas por la crisis actual. Sin embargo, el primer semestre de la compañía no fue bueno porque los agricultores ingleses plantaron mucho menos de lo habitual por el clima demasiado húmedo.

Sarantis. Esta empresa griega dedicada a la comercialización de productos de droguería y cosmética tiene un perfil de ingresos muy resistente. Sus productos son necesarios para la limpieza del hogar y siguen vendiéndose en la situación actual. La compañía no tiene deuda.

Mondadori. Es el líder en la comercialización de libros en Italia. Pensamos que la venta de libros no va a verse afectada, principalmente porque los dos primeros trimestres del año no son muy importantes. Sus tiendas físicas sufrirán el cierre durante unos meses, pero la mayor parte de sus tiendas son de franquiciados y aportan una pequeñísima parte de sus beneficios. También tiene una posición de deuda desahogada.

Admiral. Esta aseguradora británica de automóvil es la más

eficiente de su mercado. La actual crisis va a ser beneficiosa para el seguro del automóvil porque al reducirse el tráfico está bajando significativamente la siniestralidad. Además, el sector de seguros está endureciendo las condiciones y probablemente veremos subidas de primas en el futuro.

Intertrust. Como hemos comentado en otras ocasiones, gestiona sociedades instrumentales para multinacionales y fondos de inversión. La facturación por estas sociedades se mantendrá a pesar de la crisis, ya que sigue siendo necesario presentar las declaraciones de impuestos, convocar las juntas de accionistas y mantener los registros contables. Es posible que si la crisis actual es muy profunda algunas sociedades se cierren y esto podría tener un impacto a medio plazo, aunque siempre quedaría compensado este efecto por los ingresos derivados del cierre de compañías. Sin embargo, en pasadas crisis esta compañía ha demostrado ser muy resistente al ciclo.

Restore. También hemos comentado en otras ocasiones la solidez de este negocio, que se dedica a la custodia de cajas de documentación (80% de sus beneficios). El coste de mantenimiento de las cajas es tan bajo que estas se mantienen en custodia una media de 13 años. Pensamos que la crisis no va a afectar a este negocio en absoluto. La compañía tiene un pequeño negocio dedicado a la gestión de traslados de oficina que en estos momentos sí se está viendo afectado por la parada de actividad, pero su peso es pequeño en el grupo.

Stef. Empresa francesa dedicada a la cadena logística del frío. Se dedica a transportar alimentos perecederos y es previsible que su negocio no se vea afectado de forma significativa en esta crisis.

II. Posiciones con impacto temporal.

El segundo grupo en el que podemos clasificar nuestras compañías es el de aquellas que sí pueden sufrir un efecto negativo temporal en su actividad. Pensamos que ninguna de nuestras compañías tendrá problemas serios, especialmente por su bajo endeudamiento y su negocio resistente. Hemos aprovechado las caídas de cotización en algunas empresas de este grupo para reforzar nuestra inversión.

TI Fluids. Esta empresa, líder mundial en la fabricación de tubos de nylon para el sector automovilístico, destaca por su excepcional capacidad de generar caja y por la mejor evolución de sus ventas que las de su sector. A corto plazo sus ventas se verán afectadas con la parada de las fábricas de automóviles, pero, como ha sucedido con sus plantas de producción en China, la situación se normalizará rápidamente cuando la situación mejore.

Prosegur Cash. Esta compañía ha visto como la demanda de sus servicios se ha reducido durante el confinamiento de la sociedad. Con la caída de la actividad ha caído también la necesidad de usar efectivo como medio de pago y Prosegur Cash ha anunciado un ERTE en España. Es previsible que la mayor parte de sus costes se reduzcan durante este periodo y que una vez resuelta la situación, vuelva todo a la normalidad.

Wihl Wilhelmsen. El holding noruego con participaciones en empresas de transporte marítimo y servicios a las navieras está viendo como su actividad se reduce en muchas áreas. El holding no tiene deuda y mantiene posiciones financieras líquidas. Sin embargo, algunas de sus participadas sí que tienen endeudamiento. En el caso de Wallenius y Hyundai Glovis, sus participadas en el sector de transporte de automóviles por barco, han sufrido un descenso de demanda por la parada de muchas fábricas Wallenius está reduciendo costes devolviendo algunos de los barcos que tiene en Charter, bajando la velocidad de sus barcos y retrasando algunas inversiones. Tiene una liquidez de 700m\$ que le permite hacer frente a sus

vencimientos de deuda de este año, a sus compromisos ineludibles de capex y asumir algunas pérdidas, si las hubiera.

Rieter, la empresa suiza de maquinaria para el sector textil acumula ya varios años difíciles por la situación de sobrecapacidad del sector. Recientemente ha recibido pedidos de Egipto que han empezado a dinamizar el sector. También se espera la renovación de equipos por parte de sus clientes turcos, que están muy bien capitalizados. Sin embargo, la incertidumbre de la situación actual y la caída de ventas del sector textil retrasará algo más la recuperación del sector. A pesar de estas malas noticias estamos convencidos de que Rieter sobrevivirá sin problemas a esta fase deprimida del ciclo porque tiene una posición de tesorería neta que representa casi la mitad de su capitalización bursátil.

Navigator El año pasado no fue muy bueno para Navigator, porque a la caída de precios de la pulpa de celulosa se le sumó la subida de costes de energía, y el ebitda cayó un 23%. A pesar de la adversa situación del sector, consiguió generar un flujo de caja después de inversiones de más de 180m€ (con una capitalización de 1.500m€) de euros y mantiene un endeudamiento de 1,9x ebitda. Pensamos que la parada de actividad puede afectar unos meses a su producción, pero en diciembre tenía una posición de tesorería de 160m€, con lo que puede resistir perfectamente hasta que la situación se normalice.

Mekonommen, la compañía sueca que distribuye piezas de repuesto a sus talleres asociados en Noruega, Suecia, Finlandia y Polonia, ha recortado el dividendo y ha reconocido que está sufriendo una caída de ventas a partir de marzo en algunos países, especialmente en Noruega. Sin embargo, no sabe cuál será el alcance de la situación. Como hemos comentado, Suecia mantiene una política más abierta respecto al coronavirus y la situación en ese país está más normalizada. Aunque esta compañía tiene un nivel de endeudamiento más elevado que el resto de las compañías de la cartera (en el entorno de 3,8x ebitda) pensamos que las medidas que está tomando para

conservar caja, la posibilidad de reducir su capital circulante y la mayor normalidad del mercado sueco, le permitirán superar la situación. Nos parece que el negocio de esta compañía tiene la capacidad de recuperar muy rápidamente la actividad normal

Cementir. Esta compañía familiar, que cotiza en Italia pero opera en los países escandinavos, Bélgica, Turquía, Egipto y en EEUU a través de su filial de cemento blanco. Pensamos que puede verse temporalmente afectada por la parada de la construcción en Europa y EEUU, pero que se recuperará rápidamente. Sus actividades en Turquía ya estaban pasando por un momento difícil por la situación del país. Cementir tiene una ratio de deuda sobre ebitda de 0,7x, muy bajo para una cementera y a 31 de diciembre tenía 330m€ en caja, equivalentes a casi todos los gastos operativos de un año.

Hunter Douglas es el líder mundial en la venta de estores y persianas. A pesar de haber hecho varias adquisiciones relevantes en los últimos años mantiene una ratio de deuda de 1x ebitda, gracias a su gran capacidad de generar caja. Es previsible que sus ventas caigan mientras se mantengan las medidas de distanciamiento social, pero tiene una gran solvencia y líneas de liquidez que le permitirán pasar estos meses.

III. Posiciones con posibles tensiones de liquidez.

Seguimos con especial atención Mitie y DFS, por su posición de deuda cercana a 2x ebitda y Rolls Royce, por sus contratos de mantenimiento ligados a las horas de vuelo que se han visto reducidas de forma significativa.

Rolls Royce. El fabricante británico de motores de avión va a ver reducida su facturación porque la caída en horas de vuelo de las aerolíneas va a provocar una caída en sus ingresos de mantenimiento. Los contratos que tiene la compañía son a muy largo plazo y cuando la actividad se recupere también se

recuperarán sus ingresos. Pensamos que la compañía tiene una posición de liquidez suficiente (7.000 m£) y tiene un nivel de endeudamiento de 1,6x deuda ebitda. Ha parado su actividad en el Reino Unido, ha cortado el dividendo y ha anunciado conversaciones con el gobierno para recibir ayudas en caso de que la situación se alargue. Pensamos que su posición es sólida pero que la valoración puede verse afectada si la recuperación del tráfico aéreo, especialmente en el segmento de aviones de largo recorrido, es lenta. Todavía no hemos podido hablar con esta compañía y por eso mantenemos una posición de mayor cautela, puesto que se encuentra en uno de los sectores más afectados por la crisis.

Mitie. Esta empresa británica dedicada al mantenimiento de edificios ha visto como la demanda en algunos de sus servicios (limpieza y seguridad) ha aumentado con la crisis actual, pero tendrá que reducir su actividad en el sector de ingeniería mientras duren las medidas de distanciamiento social en el Reino Unido. El gobierno británico pagará el 80% del sueldo de los trabajadores que tengan que quedarse en casa, por lo que pensamos que la mayor parte de sus costes están cubiertos. Pensamos que la compañía tiene liquidez suficiente para atravesar la situación y que hay holgura suficiente para cubrir los covenants de la deuda. Sin embargo, Mitie sufre variaciones relevantes de capital circulante a lo largo del año, por lo que seguimos esta compañía con gran atención por si hay alguna novedad en su posición de liquidez.

DFS Furniture. Es el mayor vendedor de sofás en el Reino Unido con una cuota del 35%. La compañía ha tenido que cerrar sus tiendas y la distribución a domicilio, por lo que durante unos meses las ventas van a desaparecer. Aunque su endeudamiento era razonable en condiciones normales, en la situación excepcional que atraviesa ahora la situación financiera es más complicada. Ha puesto en marcha un plan de reducción de costes y tiene liquidez para 5 meses, que creemos que es suficiente para pasar la crisis. También está negociando una línea de circulante para pagar a sus proveedores a tiempo a pesar de la difícil situación. Pensamos que los bancos van a

apoyar a la compañía teniendo en cuenta su solidez y dada la excepcionalidad de la situación. Respecto a sus actividades en China (compra una parte de sus sofás a proveedores de China), en su publicación de diciembre informó de la rápida recuperación de la actividad en ese país una vez terminada la cuarentena.

IV. Posiciones afectadas por su relación con el petróleo.

Nuestra exposición al petróleo es a través de compañías con balances sólidos que aseguran su supervivencia a cualquier crisis.

Nuestra cartera tiene una exposición directa al sector de **petróleo** (9,2 % de la cartera), que ha sufrido una marcada corrección desde principios de año por la caída temporal de la demanda y por la guerra comercial desatada entre algunos productores. Sin embargo, mantenemos nuestra tesis de inversión de medio/largo plazo y confiamos en su recuperación, ya que la demanda de petróleo a nivel mundial sigue creciendo y la inversión en el sector lleva varios años contrayéndose. Por otro lado, las compañías a través de las que hemos invertido tienen un balance tan sólido que es altamente improbable que tengan problemas financieros.

A continuación, resumimos brevemente la situación de cada una de nuestras inversiones en el sector de petróleo. Es la parte de nuestra cartera que ha tenido peor comportamiento en el año, pero pensamos que la situación financiera de estas compañías nos permite esperar tranquilamente a que la industria se recupere.

TGS (3,9% de la cartera). Compañía que tiene imágenes del subsuelo marino. Tiene una gran flexibilidad de costes que durante los cinco últimos años de crisis del sector ha generado caja equivalente al 23% de su capitalización y tiene saldos netos de tesorería equivalentes al 11% de su capitalización.

Franks International (3,0%): Compañía de servicios de cementación y colocación de tubos de inoxidable en los pozos marinos, que ha sido capaz de conservar su caja durante los

últimos cinco años de crisis. Lleva tres años mejorando ventas y ebitda y tiene una posición de tesorería neta equivalente al 22% de su capitalización.

Brunel International (1,6%): Dedicada a servicios de contratación de personal, también ha sido capaz de generar caja en los años de crisis del sector equivalente al 32% de su capitalización actual y tiene una posición neta de tesorería del 22% de su capitalización. También lleva tres años mejorando sus ventas y ebitda pero los resultados de 2019 fueron malos porque tuvo que reconocer pérdidas al cerrar una nueva línea de negocio (servicios de ingeniería) que no ha ido como esperaban.

KLXE (0,5%): Ofrece servicios a las productoras de petróleo americanas. Aunque lleva dos años presentando buenos flujos de caja operativos, el sector ha sufrido un rápido deterioro en EEUU, y esperamos que en los próximos trimestres consuma algo de caja. Aunque tiene deuda de 250 m\$, no tiene vencimientos hasta noviembre de 2025 y tiene una tesorería de 125 m\$, equivalente a 5x su capitalización actual. El valor de mercado de KLXE ha caído de forma muy significativa, pero creemos que su posición de caja nos permite esperar el tiempo necesario a que se recupere el sector.

Seabird Exploration (0,2%): Esta compañía tiene una posición de deuda equivalente al 5% de su capitalización, pero ha consumido caja en el pasado y por tanto su precio se ha deteriorado más que el resto de las compañías del sector.

Descripción

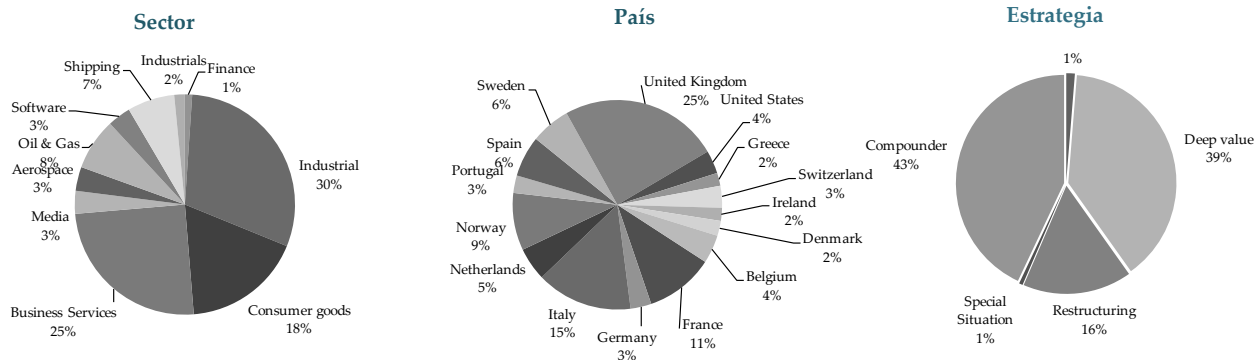
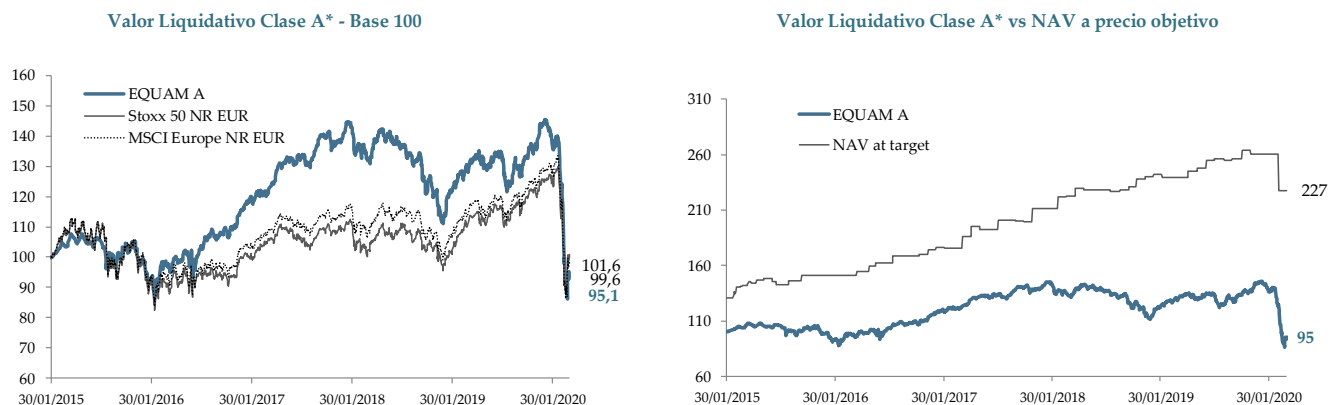
EQUAM Global Value invierte a largo plazo en una cartera diversificada de compañías, principalmente Europeas, que tengan un modelo de negocio claro, estructura de capital sólida y que coticen a un descuento significativo sobre su valor intrínseco.

EQUAM Global Value está gestionado con criterios estrictos de análisis de riesgo para minimizar la posibilidad de pérdida permanente de capital. Invertimos sólo en situaciones en las que el riesgo es cuantificable y asumible y donde el potencial de revalorización excede de modo asimétrico cualquier posible escenario negativo.

En ausencia de oportunidades atractivas de inversión, preferimos mantener liquidez. EQUAM Global Value es un fondo (FCP) UCITS domiciliado en Luxemburgo, que está registrado en CNMV y es traspasable.


Principales Posiciones y rentabilidad

| Compañía | Peso | Potencial de revalorización del fondo | 139% | Nº de inversiones | 42 | |
|---|--------------|--|-----------------------|--------------------|----------------------|--------------|
| Smart Metering Systems PLC | 6,3% | Evolución vs índices | | | | |
| Internationella Engelska Skolan i Sverige Holding | 4,5% | EQUAM A | MSCI Europe NR | stoxx 50 NR | Equam vs MSCI | |
| Euronav NV | 4,3% | 1 mes | -23,6% | -14,3% | -10,3% | -9,3% |
| TI Fluid Systems plc | 4,0% | 3 meses | -34,4% | -22,6% | -19,0% | -11,8% |
| Prosegur Cash SA | 3,9% | 2020 YTD | -34,4% | -22,6% | -19,0% | -11,8% |
| TGS-NOPEC Geophysical Company ASA | 3,8% | 2019 | 27,2% | 26,0% | 27,4% | 1,2% |
| Rolls-Royce Holdings plc | 3,5% | 2018 | -18,8% | -10,6% | -10,2% | -8,2% |
| Cegedim SA | 3,4% | 2017 | 21,7% | 10,2% | 9,0% | 11,5% |
| Rieter Holding AG | 3,3% | 2016 | 17,1% | 2,6% | 0,6% | 14,5% |
| MITIE Group PLC | 3,3% | 2015 | -1,1% | 0,9% | -0,3% | -2,0% |
| Total Top 10 | 40,2% | Acum Inicio | -4,9% | -0,4% | 1,6% | -4,5% |
| Total cartera de Renta variable | 98,9% | Anualizado inicio | -1,0% | -0,1% | 0,3% | -0,9% |
| Liquidez | 1,1% | * 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. | | | | |

Resumen de exposición de la cartera

Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Incometric Fund - Equam Global Value

| | | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|-------------------------------|-------------------------|----------------------|
| 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) |
| | | | | Registro de accionistas | European Fund Admin. |