



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral diciembre 2019

Cumplimos cinco años

A finales de enero cumplimos el quinto aniversario del lanzamiento del fondo con una rentabilidad media anualizada del 7,8%, un 2,5% superior a la de los índices comparables con dividendo. Teniendo en cuenta la situación actual de tipos de interés y el bajo riesgo operativo y financiero que hemos asumido en nuestras inversiones, creemos que los resultados son satisfactorios.

Equam ha batido a los índices porque hemos sido disciplinados en la búsqueda de negocios que operan en oligopolios, tienen un endeudamiento razonable y además cotizan a un descuento de su valor. Para los próximos años aspiramos a más, porque nuestro método ha ido mejorando progresivamente estos años.

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.

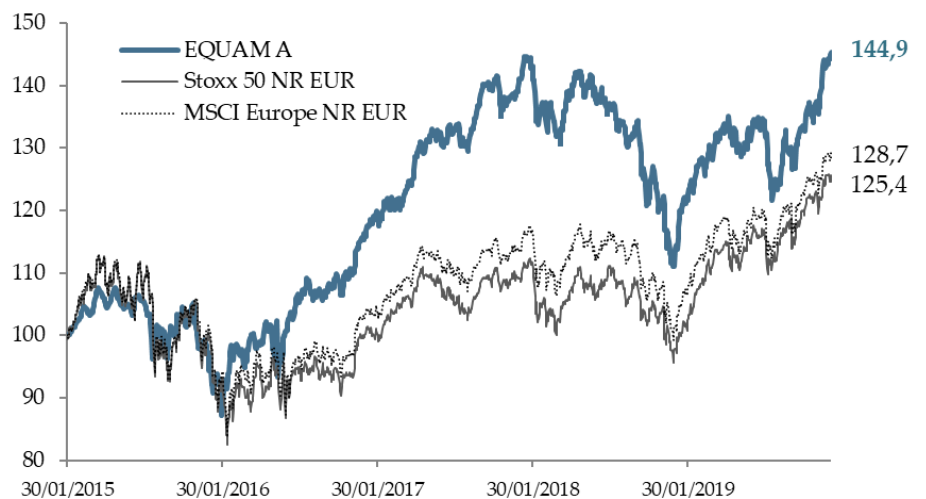
Cumplimos cinco años

Cerramos un primer ciclo de cinco años batiendo a los índices de forma consistente.

A finales de enero nuestro fondo Equam Global Value cumple el quinto aniversario desde su lanzamiento*. Aunque sigue siendo un tiempo relativamente corto, creemos que supone un hito importante, porque como siempre hemos defendido, el ciclo de inversión de un fondo como el nuestro debe de ser de al menos cinco años. Pensamos que es un buen momento para repasar el camino que hemos recorrido hasta ahora y la situación actual.

Desde el punto de vista de la rentabilidad y a falta de pocos días para cumplir los cinco años, el fondo ha alcanzado una rentabilidad total acumulada del 45%, lo que supone una rentabilidad anualizada del 7,8%. Pensamos que supone un resultado satisfactorio, sobre todo teniendo en cuenta el entorno actual de tipos de interés cercanos al 0% y que, en el mismo periodo, los índices comparables europeos con dividendos han obtenido una revalorización del 28,7% (rentabilidad anualizada del 5,3%).

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



*El fondo se lanzó el 15 de enero de 2015 pero empezamos a invertir el 30 de enero, fecha desde la que contabilizamos los resultados.

Como siempre, remarcamos que la rentabilidad obtenida en un año determinado no es significativa y sobre todo es imposible de anticipar. Tan sólo cuando ha pasado un periodo de tiempo suficientemente largo (que nosotros estimamos en al menos 5 años) los resultados obtenidos pueden considerarse relevantes y confirmatorios de que el proceso de inversión es correcto.

Obtener buenos resultados es importante para nosotros, pero también lo es la manera en que se han obtenido y cuales han sido los riesgos que hemos asumido. Precisamente, a nuestro entender este ha sido uno de nuestros principales logros, ya que durante estos años hemos sido capaces de ejecutar de manera muy disciplinada un proceso de inversión que minimiza los riesgos y permite asumir que los resultados serán replicables en los próximos años. El proceso está enfocado en cuatro pilares fundamentales: i) la identificación de buenos negocios definidos como aquellos con ciertas barreras de entrada y visibilidad en su comportamiento a largo plazo, ii) negocios poco apalancados, iii) negocios gestionados por equipos directivos alineados y iv) ejecución disciplinada de compras y ventas, según el descuento de la cotización respecto al valor intrínseco, calculado de forma independiente por nosotros para cada una de las compañías que forman parte del fondo. Y todo ello manteniendo un nivel de diversificación de compañías y riesgos adecuado.

Existen una serie de factores que en su conjunto convierten a Equam una propuesta diferente.

Adicionalmente, existen un conjunto de factores que, aunque individualmente no son diferenciadores, en su conjunto pensamos que convierten a Equam en una propuesta diferente y que han ayudado a nuestro buen comportamiento:

- Nuestra experiencia profesional previa invirtiendo en compañías no cotizadas donde el horizonte de inversión se encuentra entre los 5 y 7 años y nuestra participación en consejos de administración, trabajando con los equipos directivos en la implementación de los planes estratégicos, nos hace más fácil abstraernos del ruido de los mercados, concentrarnos en el análisis de los negocios y aprovecharnos del cortoplacismo habitual de los mercados.

- El equipo de Equam tiene la mayor parte de su patrimonio invertido en el fondo para garantizar la alineación de intereses con los partícipes.
- Gestionamos un solo vehículo, concentrando todos nuestros esfuerzos y atención en la maximización de su retorno.
- Tenemos un tamaño pequeño que nos da mucha flexibilidad en la entrada y salida de nuestras inversiones y permite que el rango de compañías en las que podemos invertir sea muy amplio. A pesar de eso tenemos todavía espacio para crecer antes de que nuestra estrategia se vea afectada por el tamaño.
- Hemos consolidado un equipo de inversión formado por tres personas que permite combinar la suficiente profundización en el análisis con la agilidad en la ejecución en la toma de decisiones, evitando la dispersión de la información.
- Somos un proyecto independiente, propiedad de los gestores y contamos con la participación de Francisco García Paramés.

Visión actual del fondo y los mercados

A pesar de que la revalorización de algunas acciones y las ofertas de compra de inversores financieros han reducido el descuento al que cotizaba el fondo...

En el informe del último trimestre del año pasado remarcábamos la anomalía que veíamos en las valoraciones de muchas de las compañías en cartera y como creíamos que las caídas de finales de 2018 no tenían mucho sentido ya que estaban recogiendo un escenario excesivamente pesimista. Pensamos que el año 2019 ha demostrado esta realidad:

- Algunas de las compañías de nuestra cartera han experimentado revalorizaciones muy significativas, reduciendo gran parte de la infravaloración a la que estaban cotizando. Así, por ejemplo, en el último trimestre de 2018 comentamos la irracionalidad de la cotización de una de nuestras principales participadas, la compañía italiana Sesa. A pesar de su alto crecimiento en ventas y resultados desde hacía varios años y presentando unas muy buenas perspectivas, estaba cotizando a un nivel de valoración de 5,1x EBITDA después de haber caído sin explicación alguna un 30% en el último trimestre del año. En 2019 la cotización ha doblado (pasando de 23,2 euros por acción a 47,65) y aun así, como consecuencia del crecimiento de los beneficios, continúa cotizando a niveles que siguen siendo razonables para la calidad del negocio y de la compañía.
- Este año (en los primeros 7 meses) hemos recibido ofertas de adquisición por cinco compañías de nuestra cartera. Muchos inversores financieros han aprovechado el gran descuento de algunas compañías cotizadas y la discrepancia entre las valoraciones de compañías cotizadas y compañías no cotizadas.

... mantenemos una visión optimista para el medio/largo plazo. Ya que seguimos encontrando compañías a valoraciones atractivas.

A pesar de estas revalorizaciones y del buen comportamiento de la cartera, seguimos manteniendo una visión optimista en el medio/largo plazo y seguimos encontrando muchas compañías que siguen cotizando a valoraciones atractivas.

La resolución del Brexit debería eliminar el descuento que afecta a las compañías del Reino Unido. Mantenemos un 31% de nuestra cartera en este mercado.

Somos conscientes de que siguen existiendo muchas incertidumbres y riesgos políticos y económicos que podrían tener influencia en los movimientos a corto plazo de los mercados. Entre estos riesgos nos preocupa especialmente la actitud de los bancos centrales de manipular artificialmente los tipos de interés manteniéndolos en niveles excesivamente bajos. Pero también pensamos que pocos momentos históricos existen en que no haya habido problemas de distinta índole y que generalmente las reacciones de los mercados antes este tipo de incertidumbres suelen ser excesivas y muchas veces ofrecen oportunidades de compra.

Un ejemplo de este tipo de sobrerreacción es la situación del Reino Unido y su relación con la Unión Europea donde llevábamos ya varios años de una visión muy negativa respecto al futuro de esta economía. Recibimos con optimismo el esclarecimiento respecto al Brexit que permite eliminar incertidumbres y clarificar el proceso de separación del Reino Unido de la Unión Europea, aunque sabemos que queda trabajo por hacer y el camino no estará exento de dificultades. Recordemos que mantenemos un 31% de nuestra cartera expuesta a compañías del Reino Unido ya que había un exceso de pesimismo sobre el futuro de este país que había castigado injustamente a muchas de las compañías cotizadas. Pensamos que la menor incertidumbre debería ir reflejándose en el nivel de cotización de estas compañías, como ya se ha ido produciendo en los últimos meses en algunos casos.

El fondo tiene un potencial de revalorización del 88%, superior a la media histórica.

Por último, recalcar que, a pesar de las revalorizaciones experimentadas por los mercados y el fondo en el último año, seguimos manteniendo, a finales de 2019, un potencial de revalorización (medido como la diferencia entre el NAV actual y el valor objetivo de las compañías de la cartera) del 88% que, aunque es inferior al 100% de finales del año pasado, sigue manteniéndose en niveles históricamente altos (la media del fondo desde el inicio es del 61%).

Evolución del potencial de revalorización del fondo



Hemos invertido en la compañía alemana Takkt, dedicada a la distribución B2B de productos y equipamiento para fábricas, almacenes y oficinas.

Nuevas inversiones

Durante el último trimestre del año hemos realizado pocas operaciones en el fondo. Respecto a las nuevas incorporaciones, tan sólo hemos invertido en una compañía; **Takkt**, una empresa alemana de distribución B2B de productos y equipamiento para fábricas, almacenes y oficinas.

No es la primera vez que invertimos en compañías de distribución y estamos invertidos en otras empresas con modelos de negocio semejantes, en otras industrias (la italiana Sesa o la británica Headlam, por ejemplo). Las compañías de distribución que operan en sectores donde hay una gran dispersión de proveedores y clientes disfrutan de importantes barreras de entrada ya que no resulta fácil para los nuevos entrantes establecer en poco tiempo relaciones comerciales con un número tan amplio de proveedores y clientes. Además, se trata de negocios poco intensivos en capital (básicamente capital circulante y almacenes que son frecuentemente alquilados) y por tanto normalmente muy generadores de caja si se gestiona bien el circulante.

En el caso de Takkt, la compañía distribuye productos necesarios para los almacenes, fábricas y oficinas de todo tipo de compañías. Aunque el negocio tiene una cierta exposición al ciclo, el impacto es bastante acotado en el tiempo ya que sus

Hemos vendido Latecoere, una vez que la OPA de Searchlight ha recibido el apoyo del Consejo.

clientes deben seguir comprando este tipo de productos (a medio camino entre los consumibles y los bienes de equipo) incluso en tiempos de crisis. Por otro lado, Takkt ha sido capaz de mantener un nivel de rentabilidad muy estable a lo largo de los años, en el rango del 12 al 15% de margen EBITDA y una generación de caja también consistente ya que en aquellos ejercicios en los que el resultado operativo disminuye, recibe una inyección de caja por la liberación de capital circulante. A nuestro precio de compra, hemos invertido en esta compañía a más del 10% de FCF yield, calculado sobre el nivel mínimo anual de caja generado en los últimos 15 años (incluido los años de la crisis financiera de 2008).

Desinversiones

Este trimestre hemos vendido tres compañías, una por una oferta de compra (Latecoere) y otras dos por haber llegado a su precio objetivo.

En el caso de **Latecoere**, como ya comentamos en anteriores informes, la oferta recibida por parte del inversor financiero Searchlight nos parecía a todas luces insuficiente y así se lo transmitimos (en coordinación con otros accionistas minoritarios) al consejo de administración de la compañía, solicitándole la búsqueda de ofertas alternativas que reflejaran todo el valor potencial del grupo. Dichas actuaciones no dieron el resultado esperado ya que el consejo de administración apoyó la oferta de compra de Searchlight y finalmente decidimos vender nuestra posición ante el riesgo de que la oferta fuera exitosa y nos quedáramos en una situación de liquidez muy disminuida.

Las otras dos compañías que hemos vendido son las compañías inglesas Serco y Meggitt. **Serco**, compañía de servicios de contratos para la administración pública, llevaba inmersa desde hace varios años en un proceso de reestructuración que está empezando a dar sus frutos. La buena evolución de los resultados ha llevado a una revalorización significativa de la acción, que a nuestro entender ya recoge las mejoras previsibles de los próximos años.

Hemos vendido nuestra inversión en Meggitt y reinvertido en Rolls Royce, aprovechando su baja cotización por los problemas temporales de uno de sus programas.

En el caso de **Meggitt** también la evolución de la cotización ha recogido la mayor parte de la mejora prevista para los próximos años. Además, esta subida en la cotización ha coincidido en el tiempo con la caída en la cotización de **Rolls Royce**, compañía con una tesis de inversión similar, Rolls se ha visto afectada por problemas en de uno de sus motores, el Trent 1000, que están lastrando la rentabilidad más de lo que inicialmente se había previsto. Aunque el coste total será alto, los problemas del Trent 1000 están en vías de solución y esperamos una recuperación de la cotización cuando se resuelvan definitivamente, porque la compañía sigue ejecutando su plan estratégico conforme a lo planeado y su capacidad de generación de caja mejorará sensiblemente en los próximos años. Por esta razón, hemos incrementado nuestra posición en Rolls Royce con la caja generada por la desinversión de Meggitt.

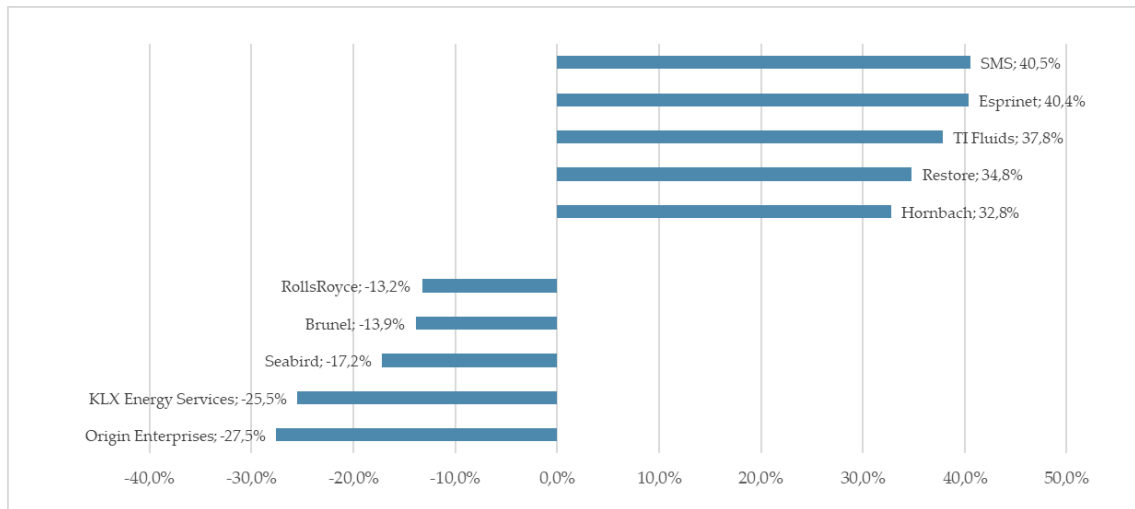
También hemos aprovechado para aumentar el peso de compañías de nuestra cartera que han seguido manteniendo una cotización muy lejana a nuestro valor intrínseco como por ejemplo **Técnicas Reunidas** y **Prosegur Cash** o en compañías del sector petrolífero donde sigue existiendo a nuestro entender un excesivo pesimismo.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 43 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez por debajo 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 septiembre.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Actualidad Equam

Hemos incorporado a una persona al equipo que estará encargada de la relación con inversores y las actividades

En septiembre de 2019 se incorporó al equipo de Equam Carmen Fernández como persona encargada de actividades comerciales y relación con inversores. Creemos que es un paso importante ya que esta incorporación nos va a permitir ofrecer un mejor servicio a nuestros partícipes o potenciales inversores, a la vez que liberar tiempo y distracciones al equipo de inversor.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Company	Country	Weight	Value Base Case
Smart Metering	UK	5,6%	Protected and profitable smart metering market
MITIE Group	UK	5,0%	Undervalued compounder in fragmented market
SeSa	Italy	4,8%	Italian Value-Added software distributor.
TI Fluid	UK	4,6%	Undervalued auto parts company
TGS-NOPEC	Norway	4,3%	Countercyclical niche oil services player
Euronav	Belgium	3,8%	Depressed VLCC tanker company
Engelska Skolan	Sweden	3,7%	Swedish Schools at 8% FCFyield
Prosegur Cash	Spain	3,4%	Cash in transit present in Spain & Latam
Rolls-Royce	UK	3,2%	Sound oligopoly going through restructuring
Rieter	Switz.	3,1%	Swiss manufacturer of spindles
Cegedim	France	3,0%	Software for doctors and insurers, stable revenues
DFS Furniture	UK	3,0%	Leading British manufacturer of furniture.
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2,8%	Norwegian Shipping holding
Técnicas Reunidas	Spain	2,7%	Turnaround of refining engineering company
Frank's Int.	US	2,7%	Countercyclical niche oil services player
Total, top 15		55,6%	
Total, portfolio		99,8%	
Liquidity		0,2%	
Total, fund		100,0%	88%

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.

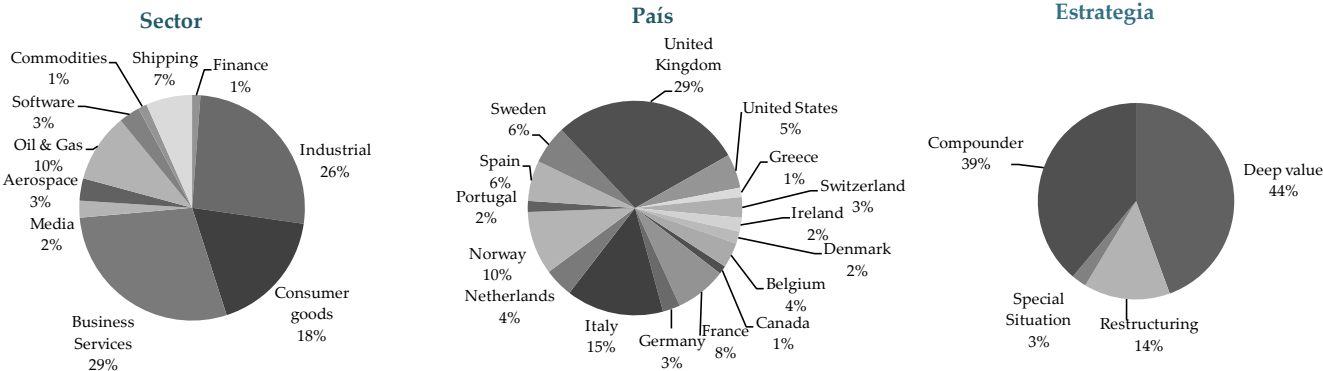
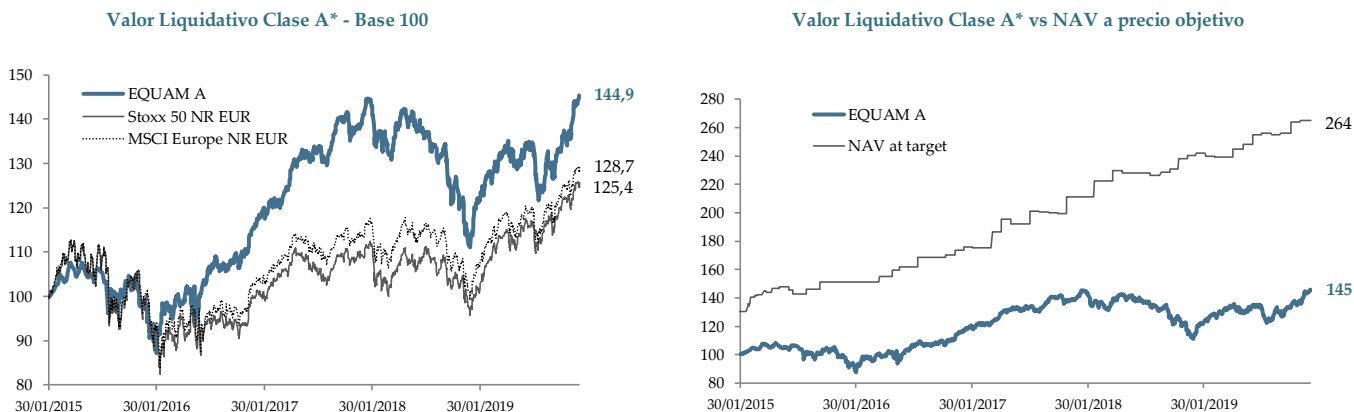
En ausencia de oportunidades atractivas de inversión, preferimos mantener liquidez. EQUAM Global Value es un fondo (FCP) UCITS domiciliado en Luxemburgo, que está registrado en CNMV y es traspasable.


Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo	88%	Nº de inversiones	43
Smart Metering Systems PLC	5,6%				
MITIE Group PLC	5,0%				
SeSa S.p.A.	4,8%				
TI Fluid Systems plc	4,6%				
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	4,3%				
Euronav NV	3,8%				
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holding	3,7%				
Prosegur Cash SA	3,4%				
Rolls-Royce Holdings plc	3,2%				
Rieter Holding AG	3,1%				
Total Top 10	41,3%				
Total cartera de Renta variable	99,8%				
Liquidez	0,2%				

Evolución vs índices		MSCI	stoxx 50	Equam vs
	EQUAM A	Europe NR	NR	MSCI
1 mes	5,5%	2,1%	1,8%	3,4%
3 meses	11,3%	5,7%	4,9%	5,6%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
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	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	44,9%	28,7%	25,4%	16,3%
Anualizado inicio	7,8%	5,3%	4,7%	2,6%

* 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.