EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2020

Asimetría de valoración en los mercados.

En el anterior trimestral subrayábamos el elevado pesimismo en los mercados y la excesiva caída en las cotizaciones. Este trimestre hemos asistido a una rápida revalorización que pensamos que en algunas partes del mercado ha sido también excesiva, sobre todo teniendo en cuenta que la duración e intensidad de las medidas de confinamiento han sido mayores de lo inicialmente esperado.

Sin embargo, la recuperación de las cotizaciones ha sido muy asimétrica y el mercado presenta diferencias de valoración excepcionales entre distintas compañías, diferencias que constituyen una oportunidad de inversión única.

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.

Mantenemos el optimismo a pesar de la incertidumbre

Pensamos que la recuperación del mercado ha sido muy asimétrica y que existen compañías que continúan excesivamente castigadas.

En las últimas semanas hemos ido experimentando una progresiva vuelta a la normalidad respecto a la libertad de movimientos conforme se han ido levantando las medidas de confinamiento que se habían impuesto en las principales economías del mundo. Queda ahora por ver cuáles van a ser los efectos sobre la economía de estas medidas y si pueden existir nuevos rebrotes de la pandemia que lleven a los gobiernos a reimplantar medidas adicionales. Si hace tres meses preveíamos una rápida recuperación como el escenario más previsible, ahora somos más prudentes debido a que la duración e intensidad de las medidas tomadas en la mayoría de los países han ido más allá de lo que nosotros habíamos anticipado y probablemente hubiera sido deseable.

A la vez, el comportamiento de los mercados ha sido, como normalmente ocurre, muy poco previsible. En una fase inicial los mercados experimentaron en pocas semanas unas caídas de más del 35%, comportamiento comparable al del crash del 87 o los días posteriores a la bancarrota de Lehman Brothers. Sin embargo, después de tocar mínimos a finales de marzo, los mercados iniciaron una rápida recuperación que ha llevado a que algunos índices, como el Nasdaq, se encuentren de nuevo en positivo desde el inicio del año. Igual que considerábamos que las caídas iniciales fueron una sobrerreacción a la crisis del Covid fruto del elevado grado de incertidumbre, también pensamos que la recuperación ha sido en algunas partes del mercado excesivamente rápida ya que no hemos empezado a ver en toda su magnitud las consecuencias económicas de la pandemia y de las medidas tomadas por los gobiernos. Especialmente preocupante es el escenario de algunos países, como España o Italia, que han llegado a esta situación en una posición muy débil, sin haber corregido los desequilibrios respecto al nivel de endeudamiento y gasto público.

A pesar de todo esto, seguimos siendo optimistas respecto a la oportunidad para nuestro fondo y para aquellos inversores con un horizonte de medio plazo. Estas son las principales razones que nos reafirman en este optimismo:

1) El PIB mundial lleva muchas décadas a un ritmo de crecimiento elevado y creemos que, a pesar de que se puede

producir una ralentización en los próximos trimestres, esta tendencia va a mantenerse en el medio y largo plazo. Pensamos que existen dos motores fundamentales de este crecimiento: la revolución digital, que es equivalente a una nueva revolución industrial y está permitiendo un crecimiento acelerado de la productividad; y por otro lado la pujante clase media de distintas economías asiáticas. China es ya una realidad, pero países como India e Indonesia, con grandes poblaciones, tienen también un alto potencial de crecimiento.

Las personas y compañías tienen en general una gran capacidad de adaptación a las situaciones adversas.

2) Estamos convencidos de que las personas y las compañías sacan lo mejor de cada uno en situaciones de crisis. Como ya comentamos en el anterior informe, en los últimos meses hemos dedicado mucho tiempo a hablar con los gestores de un gran número de compañías. Una de las conclusiones más relevantes es la velocidad con la que la mayor parte de las compañías han tomado decisiones para minimizar el impacto de la situación actual y la capacidad de adaptación que están demostrando. Todo ello va a permitir que en la mayoría de los casos el impacto sea menos profundo y de menor duración, existiendo no pocos casos en los que incluso aprovechen esta situación para identificar nuevas oportunidades.

3) Aunque hemos comentado anteriormente que los mercados han recuperado una parte significativa de las caídas iniciales, creemos que hay que mirar el detalle de dicha recuperación y no solo la evolución de los índices. La recuperación no se ha producido de igual forma en las distintas partes del mercado. Así, seguimos viendo una clara sobrevaloración en renta fija, consecuencia de la manipulación artificial de los tipos de interés por parte de los bancos centrales, en muchas operaciones de capital riesgo y en muchas compañías cotizadas consideradas "seguras" por los inversores. Pero a la vez existen otras compañías cotizadas que a pesar de la reciente recuperación han quedado olvidadas por los inversores y cotizan a múltiplos irracionalmente bajos.

Y no hace falta irse al mercado americano, ya que dentro de los mercados europeos existen también estas marcadas diferencias. En el siguiente cuadro mostramos una comparación entre los múltiplos de cotización de una selección de compañías de gran capitalización que tienen su actividad en sectores en los que muchos inversores están buscando refugio y los de otra selección de compañías con buenos negocios y balances fuertes en las que estamos actualmente invertidos. Podemos ver la

gran divergencia de valoración que existe entre ambos grupos sin que desde nuestro punto de vista exista una justificación, teniendo en cuenta la calidad de los negocios, el nivel de apalancamiento y su historia de creación de valor en los últimos años.

Divergencias de Valoración en los mercados europeos

Megacaps EUR			Compañías Equam		
	EV Ebitda	FCFy19		EV Ebitda	FCFy19
SAP	21,2x	2,2%	RHI Magnesita	5,0x	13,8%
ASML	36,2x	1,9%	Navigator	9,5x	11,4%
LVMH	15,4x	3,1%	Cementir	5,9x	15,6%
Loreal	18,5x	3,1%	Mondadori	6,7x	18,9%
Air Liquide	12,5x	2,5%	Takkt	7,1x	17,3%
Experian	22,6x	2,5%	TI Fluids	5,1x	19,2%
Nestle	14,2x	3,6%	Neurones	5,4x	10,5%
Richemont	23,1x	3,1%	Prosegur Cash	6,8x	15,1%
Givaudan	26,8x	2,3%	Mekkonomen	7,9x	14,1%
	21,2x	**2,7%**		**6,6x**	**15,1%**

Un buen ejemplo de esta irracionalidad respecto a las valoraciones es **Mondadori**, compañía editorial líder en Italia, que ha generado en cada uno de los dos últimos años una caja en el entorno de 50 millones de euros. Se trata de un negocio estable, con bajos costes fijos, poco intensivo en capital y una fuerte generación de caja. Aunque este año la generación de caja será inferior como consecuencia de los meses en que han estado cerradas las librerías, esperamos una recuperación relativamente rápida en los próximos trimestres. Además, una gran parte de su negocio está vinculado a la edición de libros para el sector de educación, que no está afectado por la situación actual. La compañía mantiene un nivel de apalancamiento muy bajo con una ratio de deuda neta sobre EBITDA de 0.7x. Está cotizando a un FCF yield 2019 del 19% y a un múltiplo EBIT 2019 de 6x (frente a transacciones comparables en los últimos años en el rango de 12 a 15x). Estimamos que la compañía puede recuperar los niveles de resultados de 2019 en el ejercicio 2021 o 2022 como muy tarde.

Otro ejemplo es la compañía francesa **Neurones** que opera en el sector de servicios informáticos a empresas. Esta compañía lleva creciendo orgánicamente en el rango del 5 al 10% durante los últimos 20 años con una estabilidad de márgenes operativos en el entorno del 9,5%. Por otro lado, la compañía tiene una posición de caja neta en el balance equivalente a un 40% de su

capitalización. Es verdad que esperan un estancamiento de los resultados para este año 2020, pero ello no justifica de ningún modo que la compañía esté cotizando a un múltiplo de 5,7x EV/EBIT ya que las perspectivas de la industria en la que opera continúan siendo muy positivas en el medio plazo.

Son muchas las razones que pueden explicar esta divergencia en la valoración, y probablemente los bajos tipos de interés derivados de la manipulación de los bancos centrales es una de ellas. No sabemos cuánto tiempo va a durar esta situación ni cual va a ser el catalizador que normalice esta situación, pero sí estamos convencidos de que la estrategia de invertir en buenos negocios, poco apalancados y a unos precios bajos, es la óptima en un horizonte de medio y largo plazo. Y desde luego una alternativa mejor que invertir en activos aparentemente seguros, pero por los que hay que pagar un precio muy alto; o mejor que mantener una posición de liquidez esperando al mejor momento para invertir. Siempre insistimos en que intentar acertar de forma sistemática en el momento más adecuado para entrar en el mercado es imposible, como hemos podido comprobar en estos últimos meses. Todo ello con el riesgo adicional de devaluación de la moneda que suponen las actuales políticas monetarias de los bancos centrales.

4) Históricamente en este tipo de situaciones de incertidumbre los mercados tienden a sobre reaccionar, porque el movimiento de los precios no refleja tanto el cambio en las valoraciones de las compañías, sino la resultante de los flujos de venta y compra, siendo muy superiores los primeros que los segundos, por el miedo que provocan la falta de visibilidad e incertidumbre. El siguiente cuadro muestra los comportamientos de los mercados ante situaciones de crisis semejantes a las que estamos viviendo ahora.

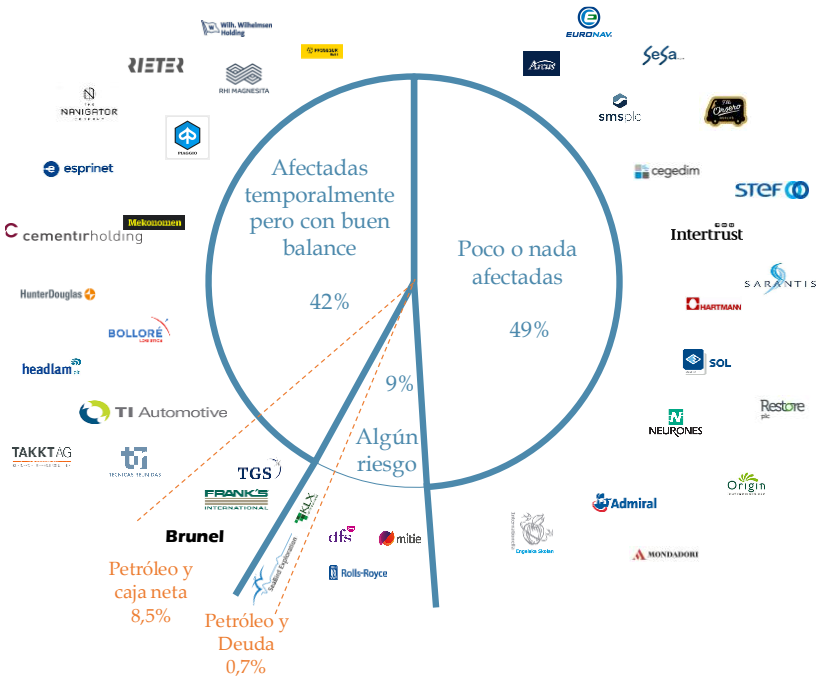
Comportamiento Mercados Crisis Anteriores

Evento	Caída (%)	Días Recup.	Subida (%)
Quiebra Lehman	-45,9%	285	84,9%
Ataque Torres Gemelas	-11,6%	19	13,1%
Colapso de LTCM	-10,0%	9	11,1%
Crisis del 87	-20,8%	223	26,3%
Dimisión de Nixon	-24,6%	143	32,7%

Movimientos en la cartera

En el anterior informe trimestral presentamos nuestras conclusiones respecto al impacto que habíamos estimado que podría tener la crisis del Covid sobre las compañías de nuestra cartera, una vez habíamos tenido la ocasión de hablar con cada una de ellas. De esta manera habíamos clasificado las compañías en tres bloques fundamentales tal y como mostramos en el siguiente gráfico:

Impacto sobre las compañías de la cartera (marzo 2020)



Hemos rotado la cartera para hacer inversiones adicionales en aquellas compañías que consideramos habían sido excesivamente castigadas por el mercado.

Durante el último trimestre no hemos incorporado ninguna compañía en la cartera, pero sí que hemos realizado una serie de operaciones que han permitido mejorar el potencial de revalorización del fondo:

- Hemos realizado ventas parciales de algunas de las compañías no afectadas o beneficiadas por la situación actual que habían experimentado unas menores caídas en su cotización como por ejemplo SMS, International Engelska Skolan o Euronav.

- Hemos reinvertido el resultado de las ventas en varias compañías afectadas por la situación actual pero que no presentan problemas. Son compañías en las que pensamos que el efecto de la situación actual va a temporal y que presentan un balance sólido y tienen liquidez, necesarias ambas para aguantar una situación de ralentización económica. Así hemos realizado inversiones adicionales en Takkt, RHI Magnesita o Mondadori.

Por otro lado, queremos hacer una explicación más detallada de la evolución de las compañías que considerábamos más problemáticas en nuestro análisis del pasado trimestre:

Todas las compañías de nuestra cartera que estaban más afectadas por la situación del Covid han tomado decisiones estratégicas que mejoran sustancialmente su situación.

- **KLX Energy**, una de nuestras inversiones en el sector petróleo, con un peso del 1,5%, anunció en el mes de abril su fusión con la compañía Quintana Energy Services, otro de sus competidores en el sector de servicios para compañías petrolíferas "on-shore" en Estados Unidos. Creemos que esta transacción tiene unos efectos muy positivos, ya que creará uno de los líderes en este segmento donde inevitablemente se va a producir un proceso de consolidación. Adicionalmente, la operación va a permitir reforzar el balance del nuevo grupo ya que Quintana no tiene deuda y su aportación a nivel de EBITDA va a ser de €27 millones (un 35% más). Por otro lado, KLX ha implementado un plan muy agresivo de reducción de costes que ha permitido que en el primer trimestre del año (terminado en a finales de abril) la compañía haya continuado generando caja a pesar de la difícil situación del sector.

- **DFS Furniture**, compañía líder en el Reino Unido en la venta de sofás y sillones, ha realizado en el mes de abril una ampliación de capital de 60 millones de libras (un 20% de su capital) acompañada de una línea de financiación bancaria adicional de 70 millones de libras. Cabe destacar que la ampliación de capital se realizó a una prima del 11% respecto a la cotización del momento del anuncio. Este nuevo paquete de financiación va a permitir a la compañía afrontar los problemas de capital circulante que tenía. El confinamiento impidió a DFS cobrar de sus clientes al no poder entregar los artículos comprometidos y tuvo que buscar financiación

adicional para pagar a sus proveedores. Estamos convencidos que esta operación va a permitir a DFS salir reforzada de la crisis y ganar cuota de mercado frente a otros competidores más pequeños que van a tener problemas financieros, algo que ya sucedió en la crisis de 2008). Por esta razón decidimos acudir a la ampliación de capital reforzando nuestra inversión en esta compañía.

- Respecto a **Rolls Royce**, compañía dedicada a la fabricación y mantenimiento de motores de aviones de gran fuselaje, la compañía ha anunciado un plan de restructuración y ahorro de costes muy significativo (incluyendo una reducción de su plantilla en un 20% aproximadamente) para adaptar su capacidad a la nueva situación de demanda. Este plan le va a permitir unos ahorros de costes anuales de 1.300 millones de libras, que compensará en gran medida la disminución de ingresos prevista como consecuencia de la reducción del tráfico aéreo. A pesar de que somos conscientes de que la recuperación en el sector aeronáutico no va a ser rápida, creemos que los niveles de cotización de esta compañía son exageradamente bajos, ya que estimamos que la capitalización actual es menor que el valor de los otros dos negocios de Rolls, el de defensa y el de sistemas de energía, que prácticamente no están afectados. Ello implica que el mercado está otorgando un valor negativo al negocio de aviación civil de la compañía. Nosotros creemos que, a pesar del impacto de la situación actual, este negocio mantiene unas características atractivas debido la visibilidad que tienen los contratos de mantenimiento a largo plazo con las aerolíneas. Por otro lado, hay que recordar que la compañía tiene un balance fuerte y liquidez suficiente para esperar la recuperación del sector.

- La semana pasada la compañía **Mitie**, dedicada a servicios de mantenimiento técnico y de limpieza y seguridad de edificios, anunció una ampliación de capital de 200 millones de libras. Esta ampliación de capital tiene un doble objetivo: por un lado, reforzar el balance de la compañía para afrontar la situación actual sin ningún tipo de problemas y poder refinanciar la línea de crédito que tenía actualmente; y por otro financiar la compra del negocio de mantenimiento de

edificios de Interserve. Esta última operación va a permitir a Mitie mejorar su posición en el mercado de manera muy importante, conseguir una mayor penetración en el sector público y obtener unas sustanciales sinergias derivadas principalmente de economías de escala. Creemos que esta operación va a ser muy beneficiosa para la compañía y que va a permitir que el mercado empiece a reconocer el valor real de su negocio. Hay que recordar que a pesar de los avances significativos que había conseguido la compañía en su proceso de restructuración durante los últimos 3 años la compañía seguía cotizando a un PER de 5x.

- Finalmente, hemos tomado la decisión de vender nuestra posición en **Seabird** que tenía un peso a finales de marzo de 0.2%. Esta compañía del sector petróleo dedicada a la exploración sísmica era nuestra única inversión en el sector intensiva en capital y tenía un mayor nivel de costes fijos, lo que nos hacía sentirnos más incómodos ante un retraso en la recuperación del sector.

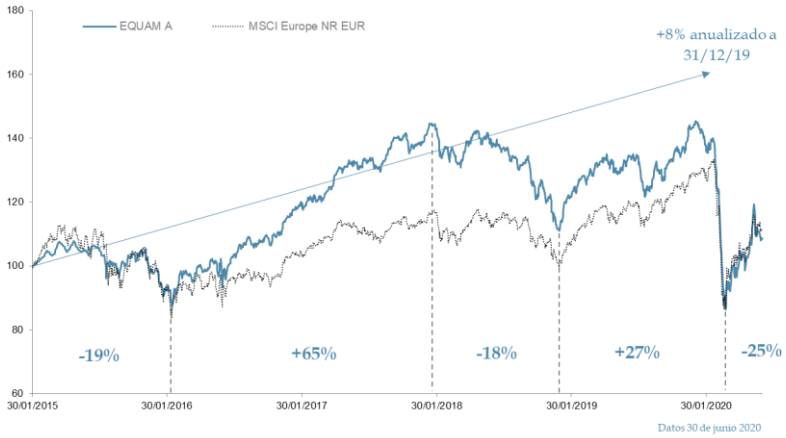
Todas estas actuaciones demuestran la capacidad de adaptación de las compañías a situaciones adversas que comentábamos al inicio del informe. Estamos convencidos que las medidas tomadas por estas compañías van a permitir una buena recuperación y creación de valor que no ha sido en su mayor parte reconocida todavía por el mercado.

Evolución del fondo

Después de las caídas del primer trimestre del 34%, el fondo ha recuperado un 14% durante el segundo trimestre del año frente a un 12,6% de los índices. Esta recuperación no ha sido suficiente para compensar la mayor caída experimentada en el primer trimestre del año por lo que seguimos durante 2020 con un comportamiento inferior al de los índices comparables (caída del 25% del fondo frente al 13% de los índices comparables con dividendos).

Sin embargo, estamos convencidos de que estamos ante una situación excepcional, en la que, como hemos comentado anteriormente, el tipo de compañías en las que estamos invertidos están siendo especialmente castigadas y se encuentran muy infravaloradas, y que cuando la situación se normalice volveremos a nuestra trayectoria de largo plazo. En este sentido cabe recordar que a principios de este año y después de cinco años habíamos conseguido una revalorización media anual del 8% frente a un 5,3% de los índices.

Evolución Equam desde inicio



Finalmente cabe recordar que, a pesar de la recuperación de estas últimas semanas, debido a la mejora en el valor objetivo como consecuencia de los movimientos realizados en la cartera, el potencial del fondo continua en niveles máximos del 120% frente a un potencial medio desde lanzamiento del 60%.

A pesar de la reciente revalorización, el potencial del fondo se mantiene en niveles máximos como consecuencia de los movimientos realizados en la cartera.

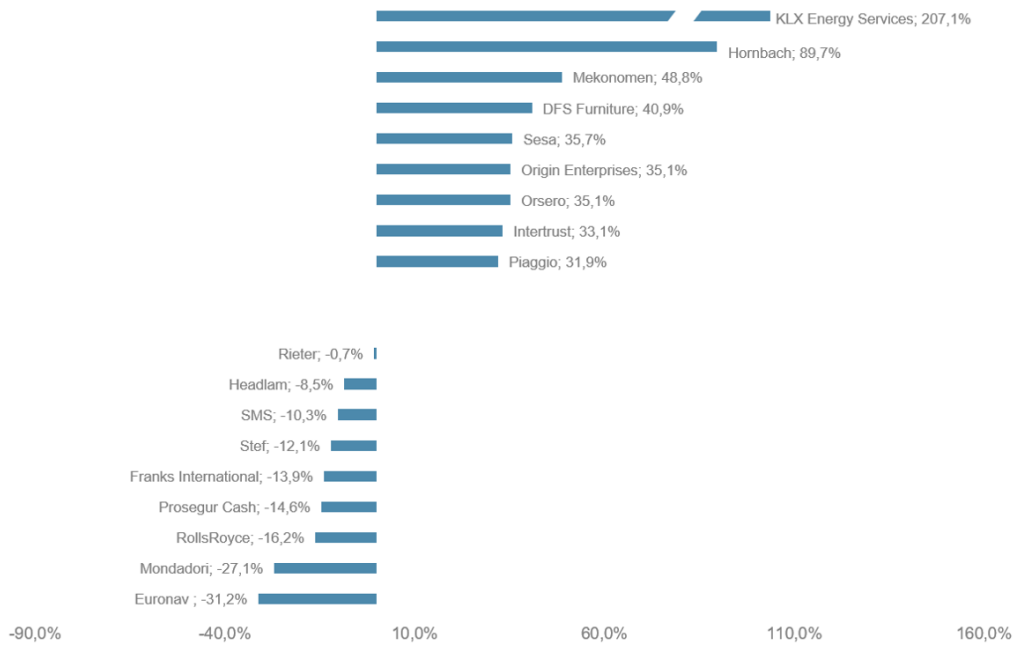
Potencial de Revalorización de Equam a precios objetivo

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 40 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez semejante al de los últimos trimestres 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 marzo.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
108,98€
30 de junio de 2020

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
TAKKT AG	4,0%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	3,9%
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings	3,8%
TI Fluid Systems plc	3,8%
Prosegur Cash SA	3,6%
Smart Metering Systems PLC	3,5%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	3,5%
RHI Magnesita NV	3,5%
MITIE Group PLC	3,1%
Orsero SpA	3,1%
Total Top 10	**35,9%**
Total cartera de Renta variable	**99,5%**
Liquidez	**0,5%**

Potencial de revalorización del fondo 120% Nº de inversiones 40

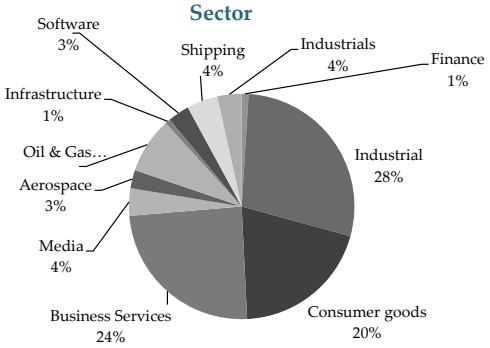
Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	1,8%	3,1%	3,6%	-1,2%
3 meses	14,2%	12,6%	10,4%	1,6%
2020 YTD	-25,1%	-12,8%	-10,6%	-12,2%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
2018	-18,8%	-10,6%	-10,2%	-8,2%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,1%	2,6%	0,6%	14,5%
2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**8,6%**	**12,1%**	**12,2%**	**-3,6%**
Anualizado inicio	**1,5%**	**2,1%**	**2,1%**	**-0,6%**

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

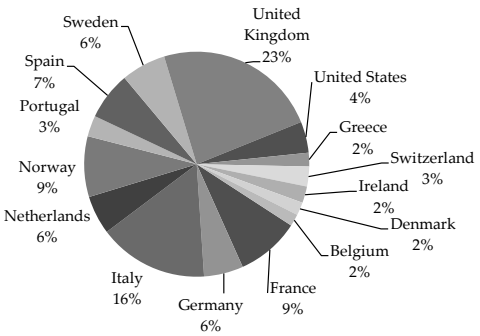
*** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Resumen de exposición de la cartera

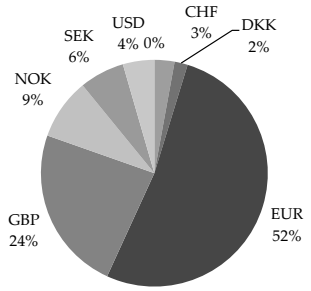
Sector



País

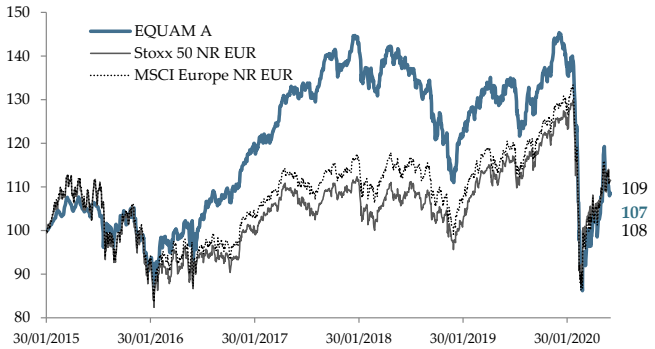


Divisa

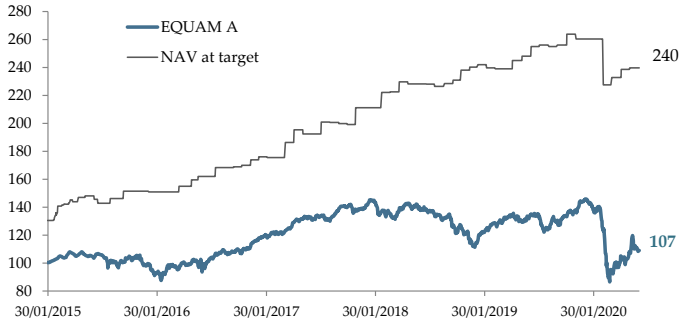


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



Incometric Fund - Equam Global Value

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

Traspasable	SI, Nº CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio
Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)

Asesor del fondo	Equam Capital
Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
Depositario	KBL (Lux)
Registro de accionistas	European Fund Admin.