EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2020

Buenos resultados de nuestras participadas.

Los resultados de las compañías de nuestra cartera en la primera mitad del año han demostrado una extraordinaria solidez. En una situación como la que hemos vivido, con la actividad económica en hibernación durante la mayor parte del semestre, el 91% de nuestra cartera ha obtenido ebitda* positivo y el 37% de ella ha conseguido incluso mejorar su margen sobre ventas respecto al ejercicio anterior.

Esta evolución ha confirmado nuestra confianza en la cartera y estamos convencidos de que en momentos como el actual hay que mantener la paciencia hasta que el mercado se tranquilice y reconozca el valor real de las inversiones.

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.

* *Ebitda es beneficio operativo + amortizaciones – gastos por alquiler ("IFRS 16 leases").*

Resultados de nuestras participadas hasta junio.

Durante el primer semestre, más del 90% de nuestras inversiones ha obtenido ebitda positivo y el 75% ha generado caja con las operaciones.

Las compañías de nuestra cartera han presentado unos resultados del primer semestre que nos permiten valorar su capacidad para resistir una crisis y estrés inesperados. La situación ha sido extraordinariamente negativa durante este periodo, ya que las medidas para contener la expansión del covid han mantenido a la gente en casa durante meses y el impacto económico ha sido muy negativo, con caídas del PIB de doble dígito que no se recuerdan en tiempos de paz.

Como siempre insistimos, uno de los rasgos característicos de nuestro proceso de selección de valores es la búsqueda de negocios que tengan una cierta recurrencia y predictibilidad en sus ingresos y en sus beneficios. Pensamos que es la mejor forma de mitigar el riesgo inherente a la inversión en acciones de empresas. Ante la incertidumbre del futuro, buscamos negocios previsibles y estables.

El escenario actual ha servido para poner a prueba nuestra cartera. Como es lógico y según comentaremos más adelante, alguna de nuestras inversiones ha sufrido y ha tenido que recurrir al mercado para sanear su situación, pero la gran mayoría de nuestras empresas han tenido una evolución muy buena, teniendo en cuenta el contexto en el que han tenido que operar.

A medida que iban publicándose los resultados semestrales, aumentaba nuestra confianza en la calidad de la cartera y su capacidad de recuperación. Ahora, con todos los resultados en la mano podemos resumir que:

- el 37% de nuestra cartera ha mejorado su margen ebitda respecto al ejercicio anterior. Nos ha sorprendido positivamente comprobar que en la situación actual una proporción tan alta de nuestras inversiones ha conseguido mejorar sus resultados respecto al año pasado. En el informe anterior clasificábamos un 49% de nuestras inversiones como poco o no afectadas, pero no esperábamos que tantas de ellas consiguieran durante este semestre tan complicado no solo mantenerse sino mejorar respecto al año pasado.

Un 37% de nuestra cartera ha mejorado sus resultados durante los primeros seis meses del año, mientras las economías estaban cerradas.

- el 91% de las compañías ha mantenido un margen ebitda positivo. También esto nos ha sorprendido, porque la situación de estrés ha sido tan intensa que esperábamos ver muchas compañías en pérdidas operativas durante el semestre. Aunque las medidas de apoyo de los gobiernos han ayudado en cierta medida, cubriendo parte de los costes laborales del personal que no podía ir a trabajar, lo más llamativo ha sido la capacidad de adaptación de las compañías. La gran mayoría han conseguido ajustar sus gastos a la nueva situación, recortando costes innecesarios. La segunda derivada de este ajuste vendrá cuando la situación empiece a recuperarse, ya que las compañías partirán con estructuras de costes más bajos y su rentabilidad podría mejorar significativamente respecto al ciclo anterior.

- Tan solo el 9% de la cartera ha presentado ebitda negativo durante estos 6 meses. Se trata de dos compañías dedicadas a la exploración y producción de petróleo (KLXE y Franks), DFS Furniture y Rieter.

- Las compañías que considerábamos más afectadas en el informe trimestral anterior (DFS Furniture, Mitie, KLXE y Rolls Royce) han anunciado alguna operación para reforzar su posición.

Respecto a la situación de endeudamiento, a pesar de la caída de resultados en algunas compañías, seguimos manteniendo un nivel de apalancamiento muy moderado. Tres compañías superan 3x deuda ebitda. Dos de ellas (Mekonomen e Intertrust) ya lo hacían el año pasado y sus ratios de deuda eran fruto de recientes adquisiciones. La caída de resultados de la tercera, Piaggio, ha llevado su ebitda desde 1,9x en diciembre a 3x en junio, pero la evolución de la venta de motocicletas desde mayo está siendo extraordinariamente buena, por lo que pensamos que esta subida de la ratio de endeudamiento será temporal. Pero el resto de nuestras inversiones siguen manteniendo ratios de deuda muy saneados.

Pensamos que los resultados presentados por nuestras compañías son bastante buenos, y por tanto confiamos en su recuperación cuando la pandemia se controle. Así, el conjunto de las compañías de nuestra cartera ha experimentado durante el primer semestre del año una caída de las ventas del 4% y del EBITDA de algo menos del 10%. Teniendo en cuenta la

situación tan excepcional que hemos vivido creemos que son unos resultados muy satisfactorios.

Sin embargo, la evolución de las cotizaciones no ha sido tan buena como cabría esperar con estos resultados. La caída del fondo durante este año ha sido del 24%, algo que creemos que no está en absoluto justificado por la estabilidad de los resultados de la cartera.

Una caída de beneficios del 10% durante un semestre extraordinario no implica que el valor de un negocio haya caído un 10%, y menos aún un 24%. Dicho valor depende de la capacidad de generar beneficios en los años futuros y pensamos que esta capacidad se mantiene en las compañías de la cartera. En este sentido, las compañías van a empezar a mejorar sus resultados de manera significativa cuando se normalicen las medidas de confinamiento impuestas por los gobiernos y gracias a las medidas de ajuste que han tomado para adaptarse a la actual situación.

La divergencia de valoraciones en el mercado entre distintos tipos de compañías se ha exagerado a raíz de la crisis causada por la pandemia.

Como consecuencia de las caídas de este año, los múltiplos a los que cotiza la cartera siguen estando muy deprimidos, con un promedio que se sitúa en el entorno de 6,5 veces el ebitda de los últimos doce meses (incluyendo por tanto el impacto de la pandemia). Esta valoración, para unas compañías que lo están haciendo en general muy bien, que tienen poca deuda y que tienen perspectivas de crecimiento en los próximos años, es excesivamente baja. Especialmente si se compara con la valoración de más de 20 veces ebitda a la que cotizan muchas de las grandes compañías americanas y europeas. Recordamos la tabla que ya mostramos en el trimestre anterior y que refleja la tremenda disparidad de valoración de distintas compañías en el mercado.

Diferencias 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%**

La buena evolución de los resultados de nuestras compañías está soportada por tendencias estructurales más que por el efecto a corto plazo de la crisis.

Por eso seguimos pensando que estamos ante una buena oportunidad para invertir en nuestro fondo. No sabemos cómo será la recuperación, si será rápida cuando hay una vacuna o el virus deje de propagarse o si será lenta por el deterioro de la situación económica derivado de los confinamientos. Lo que sí sabemos es que estar invertido en una cartera como la nuestra, con negocios que tienen posibilidades de crecimiento, que están bien financiados, tienen ingresos estables y cotizan a múltiplos bajos, es la mejor manera de proteger el capital. Recordemos que la principal medida de rescate ha sido inyectar cantidades extraordinarias de dinero en la economía, diluyendo de esta forma el poder adquisitivo del dinero que ya estaba en circulación. Una buena forma de protegerse de esta pérdida de poder adquisitivo del dinero es la inversión las empresas cotizadas.

Inversiones con una evolución muy positiva.

A continuación, comentamos la evolución de algunas de nuestras inversiones que han destacado por su comportamiento especialmente positivo este semestre.

Euronav, la compañía de transporte de petróleo ha multiplicado su ebitda por 3,5x. El cuello de botella en almacenamiento de crudo llevó su precio a niveles negativos, pero también disparó el precio de los barcos, con el consiguiente aumento de beneficios de estas compañías. En seis meses ha obtenido un ebitda equivalente a 1/5 de su EV. Pensamos que este efecto será temporal y por eso hemos vendido más de la mitad de la posición.

Brodrene Hartmann, nuestra empresa danesa de hueveras de papel reciclado ha aumentado su ebitda un 87% respecto al ejercicio anterior. La demanda ha crecido de forma sólida por el aumento del consumo de huevos durante la pandemia, pero también como consecuencia de otras tendencias estructurales, como el abandono del plástico y el consumo de huevos de mejor calidad que se traducirán en un crecimiento de la demanda sostenido en los próximos años. Brodrene está ampliando capacidad en su planta de Missouri y en sus fábricas europeas, por lo que esperamos que mantenga el buen ritmo de crecimiento.

Hornbach, nuestra empresa alemana de bricolaje y mantenimiento del hogar ("do it yourself" o "DIY") también se ha beneficiado de un aumento muy significativo de la demanda y su ebitda ha crecido más de un 60% respecto al año pasado. Una de las consecuencias inesperadas del confinamiento es que los consumidores han aumentado el gasto en mantenimiento de sus casas y la demanda de estos productos se ha disparado en todo el mundo. Además, la compañía llevaba años invirtiendo en su servicio de venta online y durante estos meses en los que la demanda ha crecido tanto, han sacado partido de estas inversiones.

Sarantis, empresa griega de cosméticos y productos de limpieza, ha tenido un excelente comportamiento, con crecimiento de su ebitda por encima del 36%. La demanda de productos de limpieza y en concreto de bolsas de basura, ha crecido mucho, pero también esperamos que se mantenga un buen ritmo de crecimiento en el futuro por el aumento de capacidad en sus instalaciones y la compra de negocios con excelente potencial.

Admiral, la compañía británica líder en seguros de automóvil ha mejorado su beneficio antes de impuestos en un 28%. A ello han contribuido la bajada de siniestralidad por el confinamiento y sus negocios internacionales, que han empezado a aportar beneficios. Las perspectivas son buenas para el sector del seguro, en el que empezamos a ver un endurecimiento generalizado de las condiciones.

Sol. Como esperábamos, esta compañía italiana de gases industriales ha tenido un comportamiento muy bueno, presentando un ebitda un 20% superior al del ejercicio anterior. No solo la demanda de algunos gases ha aumentado, sino que, además, la división de asistencia domiciliaria, que lleva oxígeno a domicilio a pacientes con insuficiencia respiratoria, sigue en una fase de fuerte crecimiento estructural.

Sesa, dedicada a la comercialización de software y a la integración de sistemas ha mantenido el ritmo de mejora de beneficios que había comenzado antes de la pandemia y su ebitda ha crecido un 16%.

Inversiones más afectadas por la crisis

En julio vendimos nuestra inversión en Rolls Royce. El consumo de caja y el retraso de la recuperación del sector aeronáutico harán inevitable una ampliación dilutiva.

Como ya anticipamos en el análisis preliminar que hicimos en el informe del primer trimestre, las posiciones afectadas negativamente por la crisis han sido las relacionadas con el sector aeronáutico (Rolls Royce), las que tienen un componente elevado de ventas minoristas con cadenas de tiendas cerradas durante las semanas de confinamiento (como DFS Furniture) y las relacionadas con el petróleo:

Rolls Royce factura a sus clientes, las aerolíneas, en función de las horas de vuelos que éstas hagan. Como los aviones han estado parados tantos meses los ingresos de Rolls han sufrido una caída drástica. Tras la presentación de resultados del primer semestre del año y en vista del fuerte consumo de caja del negocio y de las perspectivas de una recuperación lenta de los vuelos transoceánicos, decidimos vender esta posición en julio ante el alto riesgo de que la compañía necesitara realizar una ampliación de capital para fortalecer su balance y obtener la liquidez necesaria para aguantar el largo periodo de recuperación del sector. Esta previsible ampliación de capital ha sido anunciada la semana pasada y como preveíamos, ha tenido un impacto muy negativo en la cotización de la compañía (desde nuestra venta la acción ha caído un 40%). No obstante, hemos sufrido una pérdida en el entorno del 2,5% del fondo con esta inversión en este año. Rolls Royce llevaba varios años en una senda de recuperación de sus negocios y tenía unas muy buenas perspectivas de crecimiento de la generación de caja para los próximos años, pero desgraciadamente su negocio se ha visto afectado de una manera muy sustancial por la pandemia del Covid. Esta circunstancia era muy difícil de prever, pero nos sirve para recordar lo importante que es mantener una cartera diversificada para superar situaciones como la actual sin sufrir un daño excesivo.

DFS Funiture es el líder inglés en producción y venta de sofás. Con una cuota de mercado en el entorno del 35% consigue unas economías de escala que la convierten en la más rentable del sector. Esta posición de dominio no ha sido suficiente para evitar las pérdidas en el semestre. DFS no pudo entregar sofás durante casi tres meses y por tanto no pudo facturar. En este contexto, el 22 de abril decidió hacer una pequeña ampliación de capital de 64m£, que colocó con facilidad con una prima del 16% sobre el precio de cierre anterior. Acudimos a la ampliación con algo menos de lo que nos correspondía porque

Hemos acudido a las ampliaciones de DFS Furniture y Mitie, que presentan buenas perspectivas de recuperación.

la colocación se hizo sin derecho de suscripción preferente y no nos asignaron todas las acciones que pedimos. Con la apertura de tiendas la compañía ha experimentado un significativo impulso, y desde junio los pedidos de sofás están superando considerablemente los del ejercicio anterior, por lo que las perspectivas de recuperación de esta compañía son buenas. Adicionalmente, alguno de los competidores de menor tamaño, están pasando por dificultades financieras lo que permitirá a la compañía reforzar su liderazgo aumentando su cuota de mercado.

En el caso **KLXE**, la sociedad americana que presta servicios para la exploración y producción de petróleo cabe destacar que en el segundo trimestre, a diferencia de los anteriores, sí ha consumido algo de caja y a este ritmo le queda liquidez para aguantar quizás un par de años a que llegue la recuperación. Para reforzar su posición ha consumado la fusión con Quintana Energy Services, un competidor que no tenía deuda. KLXE pesa un 0,6% en la cartera.

También hemos acudido a la ampliación de capital de **Mitie**. Aunque los resultados presentados no fueron malos para la situación actual, la caída de beneficios llevó a su equipo directivo a ampliar capital y proponer la adquisición de los activos de su competidor Interserve.

Con estas operaciones, las compañías que estaban más afectadas han saneado su balance o han salido de la cartera.

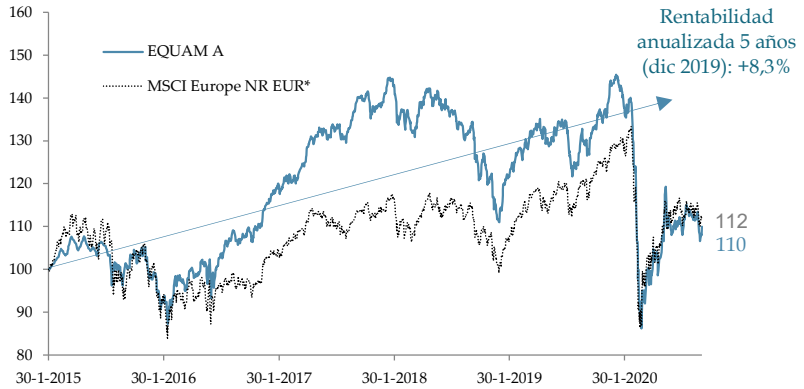
El resto de las empresas también han seguido poniendo en práctica sus programas de ahorro de costes para adaptarse a la situación sobrevenida. Muchos de estos ahorros se mantendrán en el tiempo y cuando la situación mejore permitirán una mejora sustancial de la rentabilidad. La revolución tecnológica a la que estamos asistiendo permite la sustitución de costes laborales por procesos informáticos que son más eficientes. La pandemia ha acelerado la transición en muchas empresas y pensamos que en el próximo ciclo muchas de nuestras inversiones experimentarán una marcada mejora de rentabilidad.

Evolución del fondo

La caída del NAV del fondo durante la pandemia ha reducido nuestra rentabilidad anualizada desde el lanzamiento del 8.3% al 2%.

A lo largo del tercer trimestre, EQUAM ha obtenido una rentabilidad del 1,3%, algo mejor que el MSCI Europe (+0.1%) y que el Eurostoxx (+0.6%). En lo que llevamos de año, sin embargo, nuestro fondo lo ha hecho peor que el mercado (caída del 24% frente al 13% de los índices comparables) y hemos perdido la ventaja sobre el índice. Al final de 2019 acumulábamos una rentabilidad anualizada del 8.3% en los cinco primeros años desde el lanzamiento del fondo, notablemente mejor que los índices. Sin embargo, con las caídas de este ejercicio nuestro comportamiento desde el inicio es similar al de los índices (rentabilidad anualizada en el entorno del 2%).

Evolución de Equam desde lanzamiento



* *MSCI Europe Net Return en Euro, con reinversión de dividendos netos de retenciones.*

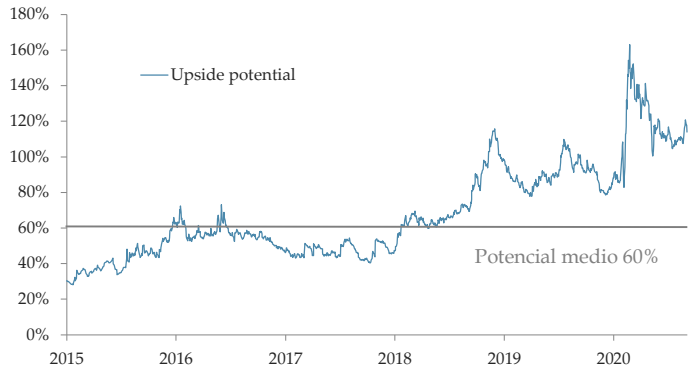
Creemos que esta peor evolución es temporal y que cuando el mercado tenga mejor visibilidad sobre la situación económica y la pandemia esté bajo control, recuperaremos la buena evolución que veníamos obteniendo hasta principios de este año.

También refuerza esta convicción el hecho de que nuestra cartera cotiza a unos múltiplos que representan un descuento relevante respecto al mercado y respecto a los múltiplos que merecen compañías con buenas perspectivas como las de nuestra cartera. Si se alcanzaran nuestros precios objetivo y los múltiplos de cotización de nuestras inversiones se normalizarán, el fondo obtendría una revalorización del 114%

El potencial de revalorización del fondo continua en máximos históricos.

frente a un potencial de revalorización medio del 60% desde el lanzamiento.

Potencial de Revalorización de Equam a precios objetivo

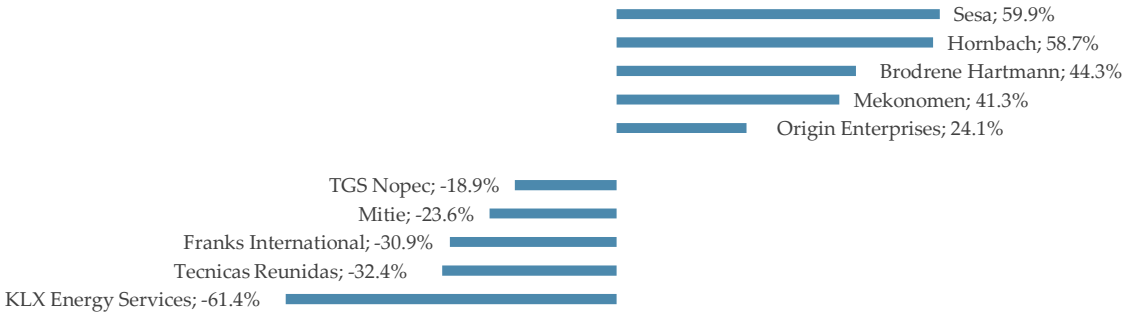


Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 39 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. Como se puede ver las compañías que peor comportamiento han tenido durante este trimestre son las relacionadas con el sector petróleo que como ya comentamos en el anterior informe trimestral han sufrido un doble impacto por aumento de la oferta y disminución de la demanda. Nosotros seguimos manteniendo una visión positiva del sector y creemos que este castigo tan fuerte no está justificado.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Company	Country	Weight	Value Base Case
Arnoldo Mondadori	Italy	4.5%	Book publisher trading at a discount
Prosegur Cash	Spain	4.2%	Cash in transit present in Spain & Latam
TAKKT AG	Germany	4.1%	Factory and office materials wholesaler
TGS-NOPEC	Norway	4.1%	Countercyclical niche oil services player
Intern. Engelska Skolan	Sweden	4.1%	Stable and growing school company 8% FCFy
Smart Metering Systems	United Kingdom	4.0%	Profitable growth in smart metering market
RHI Magnesita	United Kingdom	3.9%	Turnaround in refractory materials
MITIE Group	United Kingdom	3.9%	Turnaround in UK facility management
TI Fluid Systems	United Kingdom	3.2%	Undervalued auto parts company
Neurones	France	3.2%	High growth, well managed IT company
DFS Furniture	United Kingdom	3.1%	Leading British manufacturer of furniture.
SOL	Italy	3.1%	Italian Industrial gases and home care.
Wilh. Wilhelmsen	Norway	3.0%	Norwegian shipping holding
Mekonomen	Sweden	2.9%	Auto part distribution in the Nordics.
Navigator	Portugal	2.9%	Lowest cost pulp and paper manufacturer at low valuation.
Total top 15		**54%**	
Total portfolio		**99%**	
Liquidity		**1%**	
Total fund		**99%**	

EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
110,39€
30 de septiembre 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
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	4,5%
Prosegur Cash SA	4,2%
TAKKT AG	4,1%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	4,1%
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holding	4,1%
Smart Metering Systems PLC	4,0%
RHI Magnesita NV	3,9%
MITIE Group PLC	3,9%
TI Fluid Systems plc	3,2%
Neurones SA	3,2%
Total Top 10	**39,1%**
Total cartera de Renta variable	**99,5%**
Liquidez	**0,5%**

Potencial de revalorización del fondo 114% Nº de inversiones 39

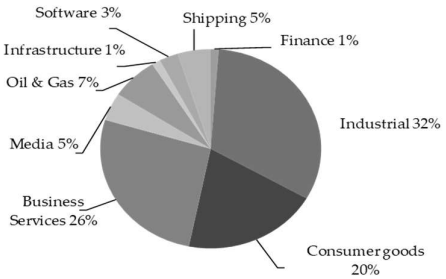
Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	-2,0%	-1,4%	-1,6%	-0,5%
3 meses	1,3%	0,1%	-2,3%	1,2%
2020 YTD	-24,1%	-12,7%	-12,7%	-11,4%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
2018	-18,8%	-10,6%	-10,2%	-8,2%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,1%	2,6%	0,6%	14,5%
2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**10,0%**	**12,3%**	**9,5%**	**-2,3%**
Anualizado inicio	**1,7%**	**2,1%**	**1,6%**	**-0,4%**

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

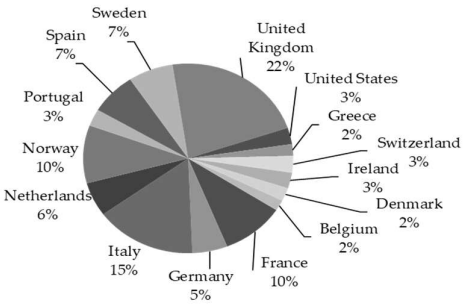
*** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Resumen de exposición de la cartera

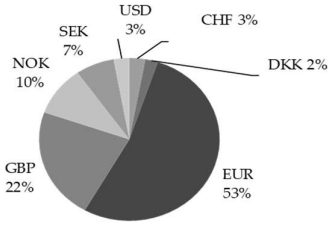
Sector



País

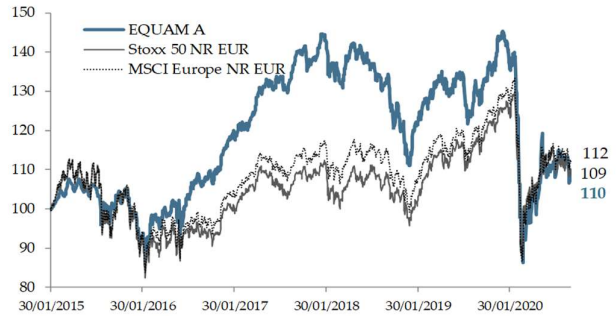


Divisa

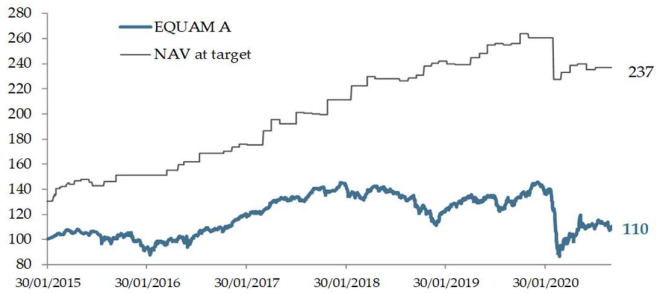


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

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	Traspasable	SI, Nº 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.