EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2018

Nuevas oportunidades a largo plazo

El primer trimestre del año ha comenzado con caídas en los índices y en el fondo. Pensamos que estas caídas son necesarias para mantener un mercado saludable y a la vez nos están permitiendo encontrar nuevas oportunidades de inversión.

En los momentos de bajada se siembran los buenos retornos que se obtienen en la recuperación, pero hay que estar dispuesto a resistir la volatilidad.

Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.

Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.

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

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

EQUAM

Evolución en el primer trimestre

Este primer trimestre del año ha comenzado con caídas generalizadas en los índices de renta variable que también han afectado a EQUAM.

Dos posiciones de nuestra cartera explican nuestro peor comportamiento en el trimestre.

En estos tres primeros meses del año EQUAM ha caído un 6,4% frente al 4,3% de los índices europeos. La diferencia se explica principalmente por el mal comportamiento de dos posiciones de la cartera (Aryzta y Mitie). Excluyendo estas dos posiciones la cartera lo habría hecho como el mercado.

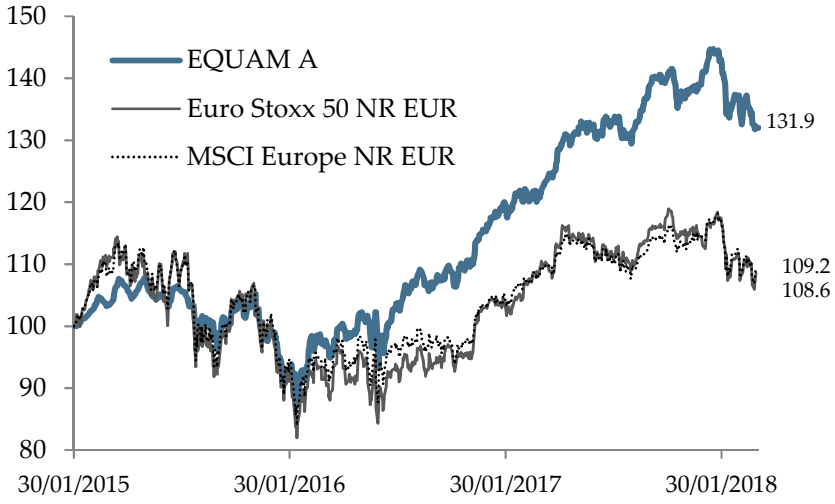
La rentabilidad anualizada del fondo desde el inicio en Enero de 2015 es del 9,1%, frente al 2,7% de los índices europeos con dividendos. Como siempre insistimos, el comportamiento del fondo en un plazo corto como un trimestre o un año no es muy relevante, y lo importante es la aplicación sistemática de un proceso de inversión coherente, como creemos que es el que venimos aplicando.

Aryzta, un 3% del fondo, presentó unos resultados de primera mitad del ejercicio (enero 2018) peores de lo esperado y la acción ha caído más de un 40%. Algunos inversores están preocupados por el posible incumplimiento de "covenants" en julio 2018. Nosotros pensamos que el plan de venta de activos que está poniendo en marcha el nuevo equipo directivo le permitirá cumplir dichos límites de endeudamiento por lo que hemos comprado más acciones para mantener el peso de esta posición. Los mercados suelen sobre reaccionar a las noticias, tanto negativas como positivas, y la misma Aryzta había subido más de un 30% en diciembre con noticias positivas sobre el proceso de reestructuración

Mitie, empresa inglesa que se dedica a la prestación de servicios de mantenimiento de edificios, seguridad,

limpieza y catering está atravesando un proceso de reestructuración, y el 16 de marzo presentó un anticipo de los resultados del ejercicio en el que comunicó que su consumo de caja será mayor de lo esperado. Aunque su situación de endeudamiento no es preocupante, muchos inversores han abandonado el sector tras la quiebra de Carillion, otra empresa del sector, y las acciones cayeron un 20%. También hemos comprado más acciones.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Hay muchas posibles explicaciones para el movimiento a la baja de este trimestre. Las valoraciones de la bolsa son altas en términos históricos, los tipos de interés están igualmente en niveles mínimos históricos y en proceso de normalización, las políticas proteccionistas de EEUU podrían desatar una guerra comercial que sería negativa para la evolución de la economía y las empresas tecnológicas americanas (Facebook, Amazon, Apple, Google…) están sufriendo una dura corrección que puede arrastrar al mercado. Todas las explicaciones que

busquemos a posteriori podrán ayudarnos a dar sentido a la evolución del mercado, pero lo cierto es que estos movimientos son tan recurrentes como impredecibles y por tanto insistimos en que no tiene sentido intentar anticiparse a ellos sino aprovecharlos. Comprando con las caídas y vendiendo cuando las valoraciones alcanzan el precio objetivo.

Para el inversor de largo plazo, no hay mejor alternativa de inversión que la compra de empresas buenas a precios atractivos.

No debemos olvidar tampoco que junto a los potenciales problemas que siempre acechan al mercado y a la economía, está la realidad incuestionable de que en las últimas decadas y a pesar de haber atravesado la mayor crisis financiera de un siglo, el mundo ha mejorado de forma muy relevante y el vector de esta mejora en las condiciones de vida de la sociedad es la actividad empresarial. Son las empresas las que crean valor en la sociedad y la mejor forma de capturar esta creación de valor a largo plazo es participar en su capital.

Por todo ello, vemos la situación actual del mercado, con caídas generalizadas en los índices y mayor volatilidad, como una oportunidad para encontrar buenos negocios a buenos precios. Quizás tengamos que sufrir pérdidas temporales al ir comprando empresas baratas que al poco tiempo estarán más baratas aún, pero estamos convencidos de que si seguimos actuando con esta disciplina, obtendremos retornos muy atractivos en el largo plazo.

Enfoques value

Nos gustaría recordar algunos de nuestros enfoques en la selección de las compañías que creemos que son las mejores opciones para participar de esta creación de valor.

En otras ocasiones hemos comentado nuestra preferencia por compañías con negocios estables y recurrentes y por aquellas gestionadas por sus fundadores o por accionistas

con experiencia, así como por aquellas con balances saneados.

Sin embargo, nuestro principal criterio de selección de inversiones es la valoración a la que podemos adquirir un negocio. Queremos comprar a un descuento mínimo del 30% respecto a la valoracion calculada por nosotros de forma independiente y muchas veces nos preguntan por nuestro enfoque a la hora de valorar distintas situaciones.

De forma teórica podemos clasificar nuestro análisis en tres tipos de situaciones en las que identificamos valor:

- En la mayoría de nuestras inversiones buscamos situaciones de oligopolio y predictibilidad del negocio. Normalmente son sectores que no crecen mucho, pero es precisamente este lento crecimiento lo que ayuda a mantener a la competencia fuera del negocio. Pensamos que estas situaciones tienen un perfil de riesgo más bajo para los inversores porque el negocio es más sostenible en el tiempo, y aunque haya crisis económicas, su efecto será tiempre temporal. En este tipo de inversiones nos fijamos en la naturaleza de las barreras de entrada a la competencia, en la estructura de oferta del mercado, en la recurrencia de los ingresos y en todas las variables que hacen a cada empresa única en su sector. En estas situaciones calculamos nuestra valoración sobre los flujos de caja que es capaz de generar la compañía en su situación actual, y también queremos comprar a descuento sobre dicha valoración. Para ello normalmente tenemos que esperar a que alguna mala noticia por una cuestión temporal haga bajar el precio de las acciones.

  Inversiones como Intertrust o Vopak son buenos ejmplos de este categoría de inversiones. Tienen

ingresos recurrentes y predecibles, pero unos malos resultados en un trimestre nos permitió comprar acciones a precios muy atractivos.

- Hay una segunda situación que también nos resulta muy atractiva pero que es más dificil de encontrar. Se trata de aquellas compañías que se encuentran en la privilegiada situación de operar en un nicho protegido de la competencia que a la vez está creciendo. Pueden invertir en nueva capacidad productiva y obtener retornos muy altos, porque otros competidores no pueden copiarles aunque quieran. Cuando se da una situación así, el crecimiento del negocio puede crear mucho valor y no aumenta el riesgo por la entrada de competencia. El único riesgo es pagar demasiado por estas oportunidades. En estas situaciones EQUAM está dispuesto a pagar el valor completo del negocio en su situación actual, sin aplicar un descuento, pero no más. Porque pensamos que el margen de seguridad lo ofrece el crecimiento dentro de ese nicho al el que solo la empesa o unos pocos competidores pueden acceder.

  Smart Metering Systems es un buen ejemplo de este tipo de inversiones. Tiene la posibilidad de invertir durante unos años en el parque de contadores inteligentes que le asegura unos alquileres a más de 20 años, protegidos de la inflación y con los que obtiene una tasa de retorno superior al 10%.

- Finalmente podemos considerar la inversión en **sectores competidos**. Aunque nuestra preferencia es invertir en situaciones en las que hay barreras de entrada a la competencia, a veces encontramos valor en sectores en los que hay una gran competencia y en los que el retorno que obtienen las empresas en sus inversiones suele ser bajo,

cercano a su coste de capital. Son empresas que producen bienes con poca diferenciación, que compiten con empresas de todo el mundo en sectores en los que es relativamente fácil aumentar capacidad para cualquiera de las empresas involucradas. En estos sectores es dificil para una empresa obtener retornos altos de sus inversiones de forma sostenida, porque en cuanto el resto de los competidores ven la oportunidad, invierten también y los retornos de la industria bajan. En estas situaciones intentamos aprovechar las oportunidades temporales que ofrece el ciclo de capital específico de la industria. Compramos la empresa más resistente del sector, a un descuento del coste de reposición del negocio, normalmente en momentos bajos del ciclo, cuando hay sobrecapacidad y bajos márgenes, y esperamos a que la sobrecapacidad se absorba, los márgenes mejoren y la valoración se acerque al coste de reposición. Aunque este tipo de inversiones pueden presentar un perfil de riesgo más alto por la impredictibilidad del negocio, también pueden ofrecer un retorno muy elevado con la recuperación del ciclo, y comprar a descuento nos proporciona un cierto margen de seguridad.

Las buenas oportunidades de compra aparecen en momentos de pesimismo, cuando todos quieren vender y nadie quiere comprar.

Un buen ejemplo de este enfoque es nuestra inversión en Euronav, dedicada al transporte de petroleo por barco. El sector se encuentra en una situación de sobrecapacidad y los retornos -y las valoraciones - del sector están en mínimos históricos.

Estos tres enfoques son muy claros sobre el papel, pero la realidad no es tan sencilla y normalmente se dan situaciones intermedias, en las que puede existir una cierta

protección de la competencia pero la situación nunca está clara del todo.

Además, para comprar a un descuento es necesario que otros inversores estén dispuestos a vender a esos precios. Estas oportunidades solo se presentan de vez en cuando, normalmente en situaciones de pánico, o cuando el comportamiento de los inversores se vuelve irracional al conceder excesiva importancia a potenciales riesgos, o por la falta de paciencia para que las cosas se aclaren. Dentro del proceso de inversión, concedemos la misma relevancia al análisis minucioso de las posibles inversiones que a la actuación paciente y disciplinada a la espera de oportunidades.

Un ejemplo de esta situación, lo encontramos actualmente en el Reino Unido donde la visión de los inversores sobre este mercado es más pesimista que sobre ningún otro activo del mundo, incluyendo los bonos del Estado. Las incertidumbres sobre el desenlace del Brexit han expulsado a muchos inversores lo que nos está permitiendo encontrar oportunidades que consideramos atractivas. Pensamos que para tener éxito a veces hay que hacer inversiones diferentes a lo que prefiere la mayoría y aceptar bajadas a corto plazo para obtener buenas rentabilidades a largo plazo.

Nuevas inversiones

Hemos invertido en Cameco, Franks International, Orsero y Spectrum.

Este trimestre, especialmente hasta que empezó la corrección, estuvimos más activos en la venta de posiciones que habían llegado a nuestro precio objetivo y por el contrario hemos encontrado menos oportunidades nuevas que en otras ocasiones.

Durante el trimestre hicimos una visita a una compañía que está iniciando las inversiones para desarrollar una mina de uranio en Salamanca y retomamos el contacto con ese sector después de varios años. El precio del uranio lleva muchos años bajando, porque desde el desastre de Fukushima se cerraron las centrales japonesas y se anunció el cierre de las alemanas mientras entraban en producción nuevas minas de gran tamaño en Canadá y Kazajstán. La consecuencia ha sido la progresiva acumulación de inventarios y la mencionada caída del precio del uranio. Sin embargo, en esta visita nos llamó la atención la decisión de algunos de los principales productores de cerrar sus minas y reducir la producción. Pensamos que esta decisión acabará llevando a una recuperación del precio del uranio. Quizás tarde tiempo, porque los inventarios acumulados por las centrales japonesas equivalen casi a un año de producción mundial y otras empresas eléctricas también tienen inventarios excedentes, pero indudablemente la ecuación del sector ha cambiado. Todo ello a la vez que siguen en proyecto y construcción una gran cantidad de nuevos reactores en todo el mundo, que previsiblemente aumentarán la demanda de uranio en el largo plazo. El mundo no puede depender sólo de las energías renovables y la mayor parte de la nueva producción eléctrica vendrá de la energía nuclear. En este contexto volvimos a analizar **Cameco**, la principal minera de uranio de Canadá, y llegamos a la conclusión de que si vuelve a producir en sus minas cerradas y el precio del uranio se normaliza, vale el doble de lo que estamos pagando. Hemos invertido un 2% de la cartera.

También hemos comprado acciones de **Franks International**, una empresa de servicios para la exploración y producción de petroleo. Franks ayuda a construir los pozos, colocando los tubos de acero inoxidable que se introducen en el pozo e inyectando posteriormente el cemento que mantiene su estructura. Su principal actividad es en los pozos marinos – sector en el que se ha reducido la inversión drásticamente. El ebitda de Franks ha caido de 400 millones de $ a prácticamente cero, y su cotización ha bajado un 81%. Creemos que a pesar de las buenas perspectivas de la producción de "shale oil" para los próximos años, la creciente demanda de petróleo solo podrá ser satisfecha si se recupera la inversión en pozos marinos, y cuando esto ocurra, Franks recuperará su rentabilidad histórica. La compañía tiene una posición de caja neta que le permite resistir al menos tres años más de pérdidas sin problemas, por lo que creemos que es una buena forma de invertir en la recuperación del ciclo del petroleo.

Por eso también hemos invertido en **Spectrum**, empresa similar a TGS, que ya teníamos en cartera pero más pequeña y más potencial de revalorización.

Tenemos una visión positiva sobre la evolución del sector petrolero. Llevamos ya varios años en los que prácticamente no se han decidido nuevas inversiones en pozos offshore, pero la demanda ha seguido creciendo. Cuando la producción de los pozos que actualmente están produciendo empiece a decrecer volverán las prisas por invertir y el sector tendrá una intensa recuperación No sabemos cuando vendrá, pero sí estamos convencidos de que llegará .

En cualquier caso, nuestra apuesta por el sector petrolero busca un sano equilibrio entre la rentabilidad que podemos obtener de la recuperación del sector y el riesgo que queremos asumir en caso de que la recuperación se retrase mucho. Por eso hemos comprado compañías que

tienen una posición neta de caja y estructura de costes flexibles o que tienen fuentes de ingresos alternativos que aseguran su continuidad mientras esperan. La rentabilidad que obtendremos será menor que la que alcanzaríamos si invirtieramos en empresas endeudadas y con alto apalancamiento operativo, pero preferimos no asumir tanto riesgo.

También hemos comprado acciones de **Orsero**, un distribuidor italiano de fruta y verdura. Llevabamos tiempo siguiendo esta compañía y otras del sector, como Greenyard Foods, pero no ha sido hasta este trimestre que su precio ha bajado y hemos podido invertir. Esta compañía se ha visto afectada por sobre costes en su división de transporte marítimo y los márgenes han sido peores de lo esperado. La cotización ha caído un 36% desde máximos y cotiza a un 12% de FCF yield normalizado. Una vez más, se demuestra la necesidad de ser pacientes para poder invertir a precios atractivos.

Desinversiones

Seguimos vendiendo con disciplina las compañías que van llegando a nuestro precio objetivo.

Hemos vendido **Fiat**, **Jardine Lloyd Thompson**, **Swatch** y **Cegedim** porque habían llegado a su precio obejtivo. Como en trimestres anteriores, nos ha costado deshacernos de estas inversiones, especialmente de JLT y Swatch, pues entendemos que tienen negocios de enorme calidad y potencial. Sin embargo los precios a los que cotizan descuentan nuestros escenarios más positivos para los próximos años y nos hemos visto obligados a vender.

También hemos vendido **Deutsche Pfandbrifbank**. En este caso no ha llegado a nuestro precio objetivo, pero después de casi tres años con la inversión, la tesis que teníamos inicialmente no se está cumpliendo. Pensabamos que era una oportunidad muy atractiva, pues cotizaba a 0,4x valor en libros y tenía la posibilidad de mejorar su

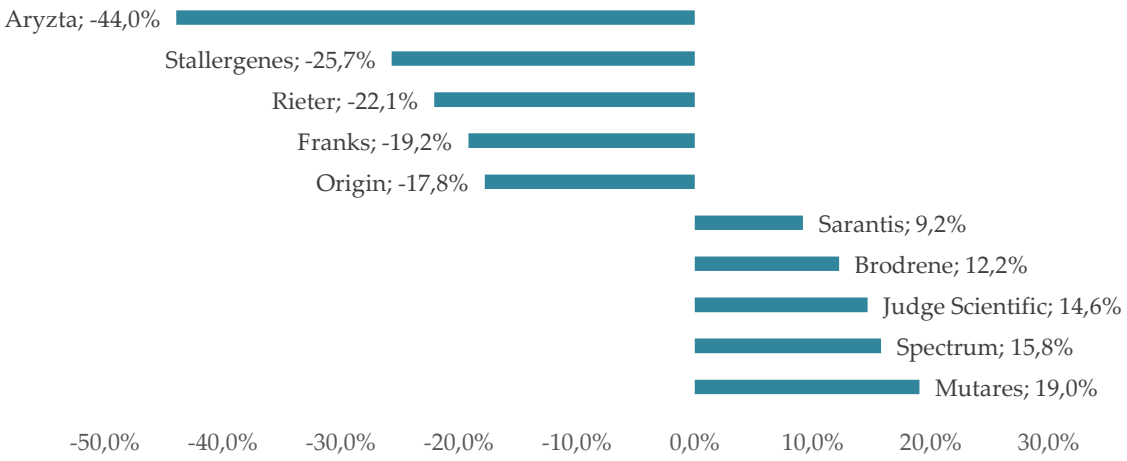
rentabilidad reorientando una parte de su cartera de préstamos hacia los sectores de infraestructuras e inmobiliario, pero no lo está consiguiendo. Además, su valoriación ha subido hasta 0,6x valor en libros, acorde con en RoE que obtiene, y hemos preferido consolidar la plusvalía y reinvertir en otras oportunidades más atractivas.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 7%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivo, ha aumentado al 63% respecto al potencial de subida del 41% en diciembre, como consecuencia de la venta de compañías que han alcanzado su precio objetivo y la reinversión de las plusvalías en otras que presentan más alto potencial, pero también por la caída de las cotizaciones.

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.

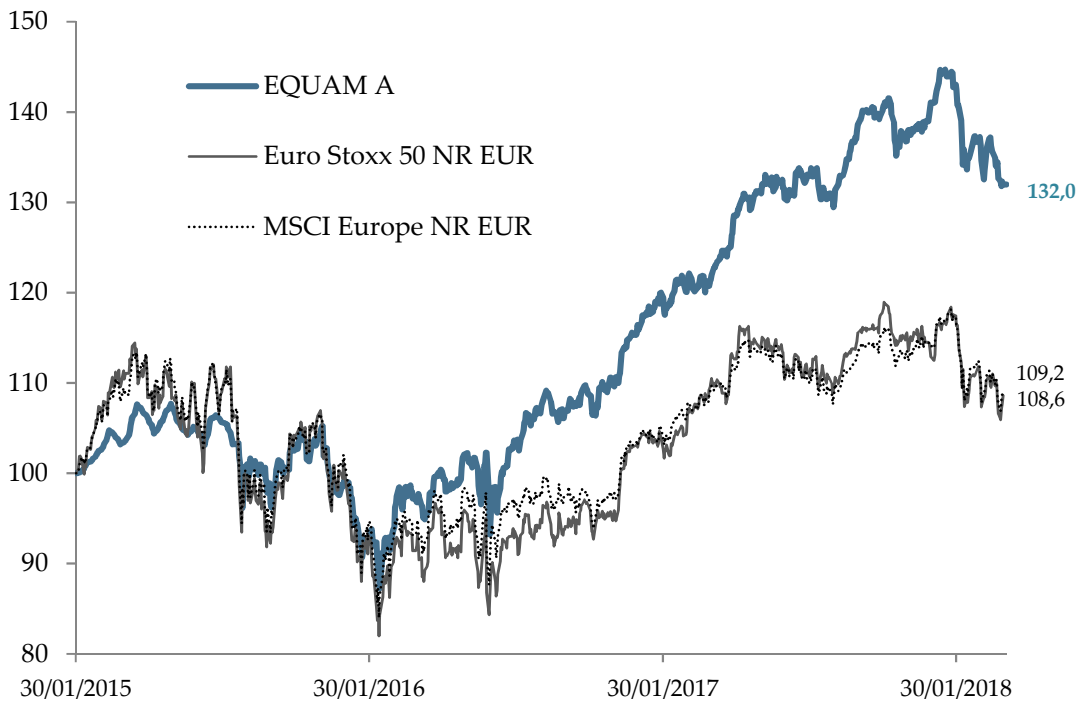


Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Company	Country	Weight	Value Base Case
MITIE Group	UK	3,5%	Undervalued compounder in fragmented market
Aryzta	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader.
Euronav	Belgium	3,0%	Depressed VLCC tanker company
DFS Furniture	UK	2,9%	Leading British manufacturer of furniture.
Serco Group	UK	2,8%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised
Origin Enterprises	Ireland	2,6%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
Smart Metering Systems	UK	2,6%	Protected and profitable smart metering market
Brunel International	Netherlands	2,5%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas
Arcus	Norway	2,5%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy
Piaggio	Italy	2,5%	Recovery of the European replacement cycle of bikes
Intertrust	Netherlands	2,5%	Leading Dutch manager of investment structures
SeSa	Italy	2,5%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2,5%	Norwegian shiping holding
Frank's International	United States	2,5%	Countercyclical niche oil services player
TGS-NOPEC	Norway	2,5%	Countercyclical niche oil services player
Total top 15		**40%**	
Total portfolio		**93%**	
Liquidity		**7%**	
Total fund		**100%**	

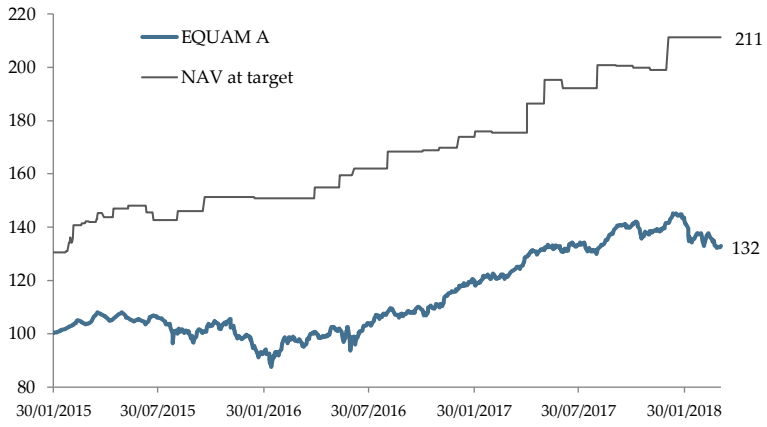
Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo[1]



[1] El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.

Resumen de rentabilidades

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	Eurostoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	-3,2%	-2,0%	-2,2%	-1,1%
3 meses	-6,4%	-4,3%	-3,8%	-2,1%
2018 YTD	-6,4%	-4,3%	-3,8%	-2,1%
2017	21,7%	10,2%	9,2%	11,5%
2016	17,1%	2,6%	3,7%	14,5%
2015	-1,0%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**32,0%**	**9,2%**	**8,6%**	**22,7%**
Anualizado inicio	**9,1%**	**2,8%**	**2,7%**	**6%**

**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
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)

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com

EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2018

Aprovechando la volatilidad de los mercados

Tras un 2017 con una muy baja volatilidad en el mercado, el primer semestre del año ha venido marcado por una vuelta a la volatilidad con grandes oscilaciones en los precios de cotización de muchas compañías. Hemos aprovechado esta circunstancia para aumentar considerablemente el potencial de revalorización del fondo respecto al inicio del año, pasando del 41% hasta el 65% actual.

Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.

Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.

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

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

Evolución en el trimestre

El segundo trimestre del año ha continuado con la misma tendencia de alta volatilidad que habíamos experimentado a principios de año y aunque los índices se han recuperado algo, siguen en territorio negativo en el año. Equam ha seguido una evolución relativamente parecida a los índices. De esta forma, en los seis primeros meses del año el fondo ha caido un 1,7% frente a la caida de los índices europeos en el rango de 1,9% a 0,5% (incluyendo dividendos).

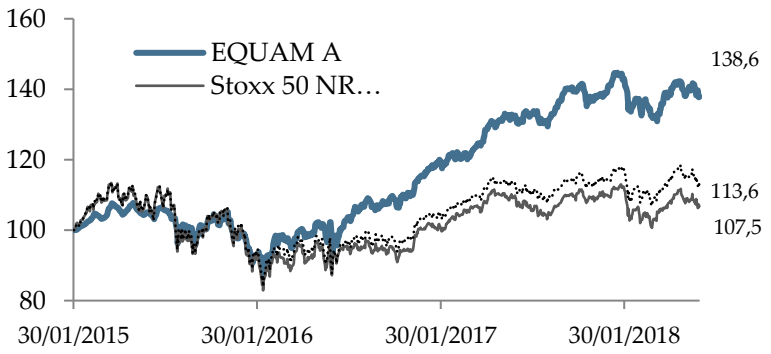
Aunque el fondo no se ha revalorizado durante el primer semestre, hemos seguido creando valor con nuevas inversiones aprovechando la volatilidad para aumentar de manera significativa el potencial de revalorización.

Eso no quiere decir que no hayamos creado valor durante este tiempo. Lo que hemos hecho es aprovechar de manera muy satisfactoria la mencionada volatilidad. Así, si a principios de año el valor del fondo de acuerdo a nuestros precios objetivos se situaba en 200, a 30 de junio hemos conseguido aumentar este valor hasta 229,7 a través de las nuevas inversiones que hemos realizado y los cambios en pesos en función del potencial de revalorización de las distintas compañías. Por ello, el potencial de revalorización del fondo ha aumentado desde el 41% de inicios del año hasta el 65% actual, haciendo en la actualidad mucho más atractiva la inversión en Equam que hace unos pocos meses. Es decir, a pesar de que el fondo ha estado prácticamente plano en los seis primeros meses del año, hemos hecho una siembra muy importante que esperamos que se vaya reflejando en los próximos semestres. Además tenemos actualmente al menos diez compañías que hemos estado analizando en profundidad durante los últimos meses, que creemos que tienen un gran atractivo y que en cualquier momento podrían acabar formando parte del fondo.

Aunque muchos inversores se enfocan en la evolución en el corto plazo creemos que lo verdaderamente importante es la capacidad de generación de valor en periodos largos

a través de la inversión en compañías que estén cotizando con un descuento respecto a su valor real (aunque no sepamos cuando el mercado va a reconocer dicho valor). De esta manera, si analizamos la evolución de Equam con una perspectiva más larga, la rentabilidad anualizada del fondo en los casi tres años y medio desde su lanzamiento se situa en el 10% frente al rango de 2,2%-3,8% de los fondos europeos incluyendo dividendos.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

¿Cómo es la cartera de Equam?

Queremos aprovechar esta carta trimestral para dar algunos detalles adicionales respecto a la composición de nuestra cartera, aunque como siempre, estamos a disposición de cualquier inversor que tenga cualquier preguntas a este respecto.

Aunque Equam invierte principalmente en compañías europeas, la exposición de las compañías del fondo está muy diversificada geográficamente.

Exposición geográfica. Como hemos comentado en el pasado, estamos centrando nuestra búsqueda de oportunidades al mercado europeo de cara a poder tener una cercanía con las compañías y sus equipos directivos y también poder restringir el ámbito de potenciales inversiones. Así de las 46 compañías que tenemos en

cartera actualmente, sólo tres están cotizadas fuera de europa. Sin embargo, esto no quiere decir que nuestra cartera este solamente expuesta a la economía europea ya que un buen número de las compañías en las que invertimos son negocios globales con presencia en distintas zonas geográficas. De esta forma si atendemos a las ventas de las distintas compañías en las que estamos invertidos, la exposición a Europa representa algo menos de un 60% de las ventas, Estados Unidos un 15% y otras zonas del mundo (mercados emergentes) un 25%. Dentro de Europa, tenemos un peso destacado de compañías en el Reino Unido, donde hemos aprovechado la incertidumbre (y en cierta medida miedo) generado por el proceso del Brexit para invertir a precios atractivos, pero donde de nuevo un gran número de estas compañías tienen una exposición global de sus negocios.

Somos agnósticos respecto al tamaño de las compañías, invertimos allí donde creemos que existe discrepancia entre valor y precio y un mínimo nivel de liquidez.

Capitalización de las compañías. Respecto al tamaño de las compañías, es cierto que tradicionalmente nos resulta más fácil encontrar valor en compañías de menor tamaño ya que están menos seguidas por el mercado y se producen a menudo más ineficiencias, pero a la hora de invertir somos agnósticos respecto al tamaño de las compañías siempre que exista una suficiente liquidez que nos permitar comprar y vender con comodidad. Invertimos donde creemos que hay discrepancia entre valor y precio independientemente del tamaño. Actualmente un 50% de los activos del fondo están en compañías con una capitalización de más de 1.000 millones y tan sólo 4 compañías tienen una capitalización menor de 300 millones.

Hacemos un proceso de análisis "bottom-up" sin pesos sectoriales y buscamos tener una cartera lo menos correlacionada posible, sin fuerte exposición a ninguna variable en concreto.

Exposición sectorial. También hemos mencionado en varias ocasiones nuestro enfoque bottom-up a la hora de analizar las oportunidades de inversión y no tratar de invertir el fondo asignando pesos sectoriales. Lo que sí buscamos es tener una cartera de compañías lo menos correlacionada posible y que las distintas inversiones dependan de variables muy distintas, teniendo como único elemento común que coticen a un descuento significativo respecto a su valor. De esta manera, la mayor exposición a una variable en particular lo tenemos actualmente en el sector de gas y petróleo donde tenemos cinco compañías

que representan un peso de alrededor del 12%. El siguiente segmento es el sector marítimo donde tenemos dos inversiones que tienen un peso del 6%, estando el resto muy diversificado respecto a sectores o variables de riesgo.

Nuevas inversiones

TI Fluid mantiene posiciones de liderazgo en los sectores en los que opera, tiene una atractiva rentabilidad y capacidad de generación de caja, cotizando a una valoración muy interesante.

Durante el segundo trimestre hemos realizado tres nuevas inversiones. Una de ellas, **TI Fluid Systems** es una compañía de componentes de automoción con una posición de liderazgo en sus dos divisiones: sistemas de fluidos para refrigeración y frenos, entre otros, donde la compañía tiene una cuota del 35% y es tres veces más grande que su siguiente competidor; y depósitos de gasolina de plástico donde es uno de los tres principales competidores a nivel mundial. Existe cierto temor en el mercado por el impacto que puede tener en el negocio de TI Fluid la transición desde el coche de combustión hacia los modelos híbridos o puramente eléctricos. Sin embargo, la compañía estima que aunque como es obvio la división de depósitos sufrirá (con el coche eléctrico, no así con el híbrido), el impacto en conjunto será positivo debido a la necesidad de mayores componentes de transmisión de fluidos en los coches eléctricos. Por otro lado, es cierto que la compañía tiene unos niveles de deuda algo superiores a la media del sector, pero creemos que se mantiene en unos niveles razonables (1,8x deuda neta / EBITDA) si tenemos en cuenta su fuerte capacidad de generación de caja. Cotizando a 7,5x PER y un FCF yield del 11% creemos que supone una atractiva inversión. Esta valoración está también afectada por otros dos hechos: i) la compañía está cotizada en el Reino Unido, reporta en euros y tiene a su equipo directivo en Estados Unidos, lo que genera cierta complejidad para algunos inversores; y ii) Bain Capital sacó a bolsa la compañía a finales de 2017 pero todavía mantiene una participación del 73% lo que reduce de manera significativa el free float e introduce en el mercado un riesgo de caida por posible venta de este inversor (para

nosotros esto no es un riesgo ya que no afecta a la valoración).

A pesar de toda la incertidumbre que existe en la industria del tabaco, Imperial ha demostrado su capacidad de generar caja y valor a lo largo del tiempo y creemos que su cotización está excesivamente castigada.

Hemos invertido también en **Imperial Brands,** una de las compañías tabaqueras líderes a nivel mundial aprovechando lo que creemos que ha sido una sobrereacción del mercado que ha llevado a una caida del 40% en apenas 8 meses. El sector tabaco lleva bastantes años sufriendo una caida generalizada de volúmenes de ventas como consecuencia del menor consumo y de la fuerte presión por parte de los reguladores. Sin embargo, las compañías tabaqueras han sido capaces de compensar estas caidas de volúmenes con una subida constante de precios (la elasticidad de la demanda de tabaco es muy baja) y una recurrente restructuración y optimización de costes de producción que le han permitido reducir sus costes de manera significativa. Por otra parte, en el caso concreto de Imperial, la compañía después de varios años de crecimiento mediante adquisiciones empezó hace 12 meses un plan de optimización y racionalización de sus marcas (enfocándose en sus marcas más fuertes) que está empezando a dar sus primeros frutos en forma de aumento de sus cuotas de mercado. Finalmente, la industria del tabaco ha estado amenazada por la irrupción de productos de nueva generación (cigarrillo eclectrónico y de vapor) con el riesgo de canibalización e irrupción de nuevos competidores. En este sentido, el riesgo para Imperial Brands creemos que es menor por su menor cuota de mercado en cigarrillos tradicionales respecto a la cuota de mercado que tiene actualmente en estos productos de nueva generación (donde opera principalmente con su marca Blu que está teniendo una buena aceptación en el mercado). La compañía cotizaba a nuestro precio de compra a un FCF yield por encima del 10% y un PER de 9x reflejando desde nuestro punto de vista un escenario excesivamente negativo.

Hemos realizado una nueva inversión en el segmento de exploración sísmica, pero en esta ocasión hemos invertido en una compañía con activos físicos.

Desde el verano de 2015 hemos estado invertidos en el sector de exploración sísmica para compañías petrolíferas, inicialmente a través de TGS Nopec y en una fase posterior invirtiendo en Spectrum. En ambos casos se trataba de compañías que no tenían activos ni deuda y por tanto que estaban perfectamente preparadas para aguantar el ciclo bajista del petróleo. Ahora, tras tres años de ciclo bajista y aunque aún no tenemos visibilidad de cuando empezará a recuperarse la inversión en el sector, hemos aumentado nuestra exposición a este segmento a través de una inversión en una pequeña compañía de exploración sísmica que es propietaria de cuatro barcos. La compañía ha realizado una restructuración operativa con la que ha reducido de manera muy significativa su estructura de costes y dos ampliaciones de capital en los últimos 6 meses que han dejado su balance con una posición de caja neta equivalente a un 28% de su capitalización. De esta forma se ha preparado a la compañía para la previsible recuperación del sector en los próximos años. Aunque tiene un perfil de riesgo algo mayor a las otras dos compañías, al tener en propiedad los activos, creemos que el momento (tanto sectorial como interno de la compañía) es muy bueno y el potencial de revalorización muy alto.

Desinversiones

Durante este trimestre hemos recibido una nueva oferta de adquisición por una de nuestras compañías de la cartera, la americana **KLX** dedicada a la distribución de piezas de repuesto para los sectores aeronáuticos y de energía. Como ya anunciamos en nuestro anterior informe trimestral, KLX había comunicado la contratación de un asesor financiero para explorar las diferentes alternativas estratégicas y su impacto en el valor de la compañía. En el mes de mayo la

Tras la oferta realizada sobre el negocio aeronáutico de KLX (90% del valor de la compañía) por parte de Boeing, hemos decidido desinvertir.

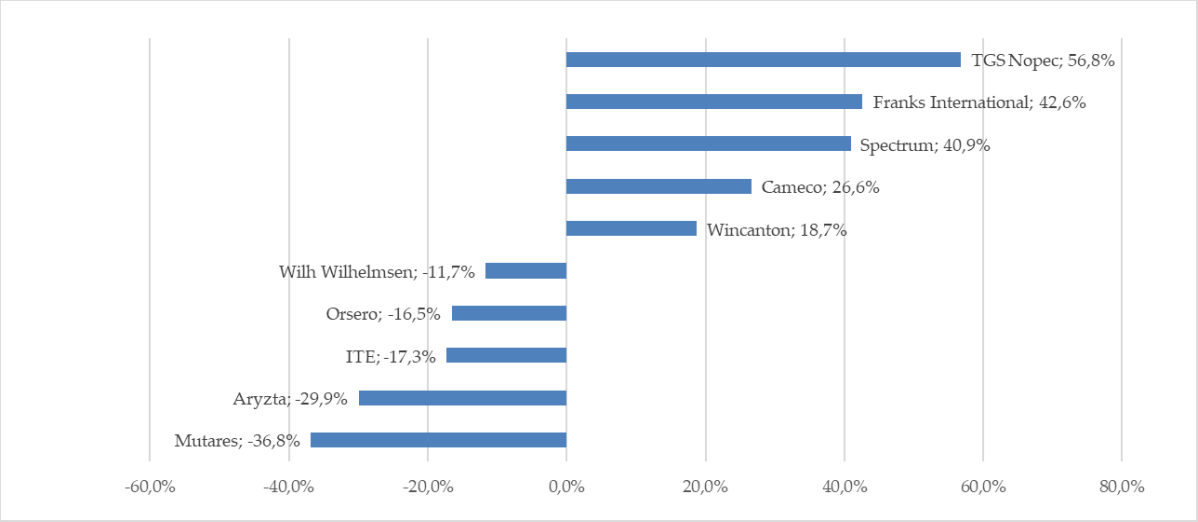
compañía anunció que había llegado a un acuerdo con Boeing para vender su negocio aeronáutico (que representa el 90% del valor de la compañía) y que previamente realizaría una separación del negocio de energía. Tras este anuncio, una vez que la cotización recogía los términos de la oferta, hemos decidido vender. Hemos obtenido una rentabilidad del 72% en los poco más de 3 años que hemos mantenido esta inversión en cartera.

También hemos desinvertido de dos compañías (**Judge Scientific y Alliance Pharma**) que aunque operaban en sectores muy diferentes (la primera en instrumental de laboratorio y la segunda en el sector farmaceutico), compartían un mismo modelo de negocio basado en reinvertir la generación de caja en adquirir nuevas empresas que integraban en sus respectivas estructuras. En ambos casos hemos desinvertido al llegar a nuestro precio objetivo con importantes plusvalías (59% en poco menos de dos años en el caso de Judge y 40% en 7 meses en el de Alliance Pharma).

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 3%, algo inferior al de los últimos trimestres.

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.



Seguimos de manera muy cercana la situación en Aryzta.

Respecto a la situación de **Aryzta**, seguimos manteniendo un estrecho seguimiento de la situación. El beneficio actual de Aryzta está muy deprimido ya que aunque el nuevo equipo directivo está ejecutando con disciplina el plan de restructuración que pusieron en marcha hace una año, la compañía está sufriendo por una serie de factores externos que están dificultando y retrasando la consecución de resultados positivos (subida de costes de ciertas materias primas y costes logísticos principalmente). Por otra parte, no ayuda a la cotización ni a la ejecución del plan el tener la presión de un balance con un alto nivel de apalancamiento y la obligación de cumplir con los covenants impuestos por los bancos.

Aunque no existe una certeza absoluta y no descartamos totalmente que en algún momento pudiera ser necesario una ampliación de capital, seguimos pensando que la compañía será capaz de cumplir con dichos covenants gracias a la posible venta o dividendos que pueden obtener

de Picard Surgelés, activo no estratégico que está en proceso de venta. En este escenario y teniendo en cuenta que se trata de un negocio con barreras de entrada y demanda estable y predecible, una vez que empiecen a obtenerse los resultados del plan de restructuración el potencial de revalorización es alto.

ITE Group ha anunciado una operación de compra que va a suponer doblar el tamaño de la compañía y reducir de manera importante su exposición a mercados emergentes, aunque creemos que la operación diluye algo nuestro potencial de revalorización.

Otra de nuestras compañías en la cartera, **ITE Group** anuncio la adquisición del negocio de exhibiciones de Ascential. Se trata de una serie de activos muy interesantes, con posición de liderazgo en sus respectivos nichos y presencia en mercados occidentales que compensan la exposición de la compañía a mercados emergentes (principalmente Rusia) que son más arriesgados y volátiles. Como accionistas de ITE hemos recibido esta operación con cierto escepticismo, precisamente porque la recuperación de Rusia y otros mercados emergentes ofrecían un potencial de revalorización considerable y con esta operación se diluye algo este potencial. Sin embargo, hemos decidido acudir a la ampliación de capital porque pensamos que el nuevo grupo sigue cotizando a un descuento suficiente respecto a nuestra estimación de valor intrínseco.

Respecto a **Mutares**, empresa alemana de inversión en compañías en restructuración, la compañía anunció durante el trimestre la salida a bolsa de su principal participada, la compañía STS, que es líder mundial en fabricación de componentes de plástico para vehículos pesados, donde han hecho una serie de adquisiciones en el último año que están en proceso de integración. Aunque esta salida a bolsa da mayor transparencia a la principal inversión de Mutares y le dota de los recursos necesarios para acometer las interesantes inversiones de expansión que tiene, se ha producido a un precio significativamente inferior al que la propia Mutares había indicado para este negocio en sus últimas estimaciones de valor de su cartera. De esta forma, la valoración de la cartera de acuerdo a la propia compañía ha caido en un 30%, aunque al haber

caido la cotización en un porcentaje aún mayor (34%), el descuento al que cotiza ha aumentado. Sin embargo es cierto que la credibilidad del equipo gestor ha quedado algo cuestionada tras esta operación.

Equam incorpora a Francisco García Paramés como accionista

Una vez obtenida la autorización por parte de la CNMV, el pasado mes de Mayo firmamos la ampliación de capital que ha permitido la incorporación de Francisco García Paramés (a través de la sociedad Santa Comba) como accionista de Equam Capital, operación que habíamos anunciado a finales de 2017.

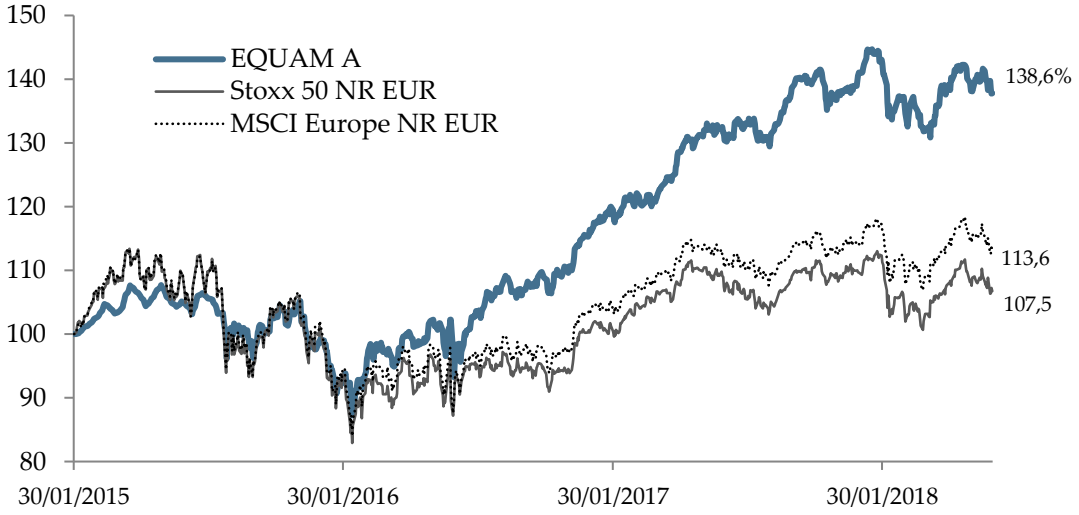
Como ya manifestamos en su momento, estamos muy satisfechos con esta asociación y convencidos de que la larga y exitosa experiencia de Paramés y los sólidos recursos con los que cuenta Cobas, consolidan y refuerzan nuestro proyecto.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

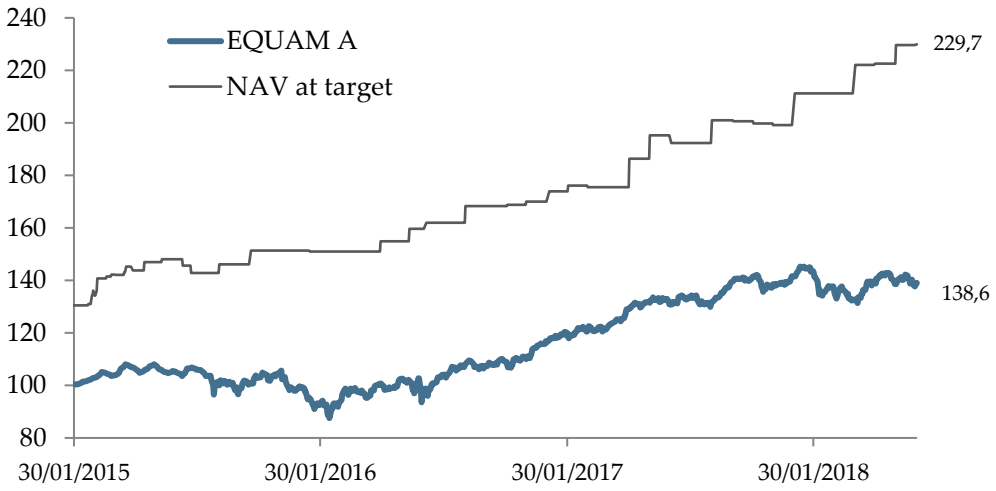
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Frank's Inter.	US	3,8%	Countercyclical niche oil services player	121%
Euronav	Belgium	3,6%	Depressed VLCC tanker company	31%
Origin Enter.	Ireland	3,4%	Agronomy company with stable revenue at low price.	38%
Spectrum	Norway	3,3%	Countercyclical niche oil services player	35%
DFS Furn.	UK	3,2%	Leading British manufacturer of furniture	109%
MITIE	UK	3,2%	Undervalued compounder in fragmented market	111%
Parques Reunidos	Spain	3,1%	Spanish theme park operator trading at 52w lows	49%
Serco	UK	2,9%	Refocused contractor in restructuring process	99%
Aryzta	Switzerland	2,8%	Undervalued oligopolistic leader.	169%
Int. Engelska Skolan	Sweden	2,8%	Swedish School company with strong organic growth	90%
Piaggio	Italy	2,6%	Recovery of the European replacement cycle of bikes	76%
Smart Met. Systems	UK	2,6%	Protected and profitable smart metering market	21%
Arcus	Norway	2,5%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy	41%
TGS	Norway	2,5%	Countercyclical niche oil services player	12%
Meggitt	UK	2,5%	Undervalued compounder in low cycle	43%
Total top 15		**45%**		
Total portfolio		**97%**		
Liquidity		**3%**		
Total fund		**100%**		**66%**

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo[1]



[1] *El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.*

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	0,3%	-0,7%	-0,1%	1,0%
3 meses	5,0%	4,0%	4,2%	1,0%
2018 YTD	-1,7%	-0,5%	-1,9%	-1,3%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,1%	2,6%	0,6%	14,5%
2015	-1,0%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**38,6%**	**13,6%**	**7,5%**	**25,0%**
Anualizado inicio	**10,0%**	**3,8%**	**2,2%**	**6,2%**

**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
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)

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com

EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2018

Cartera con negocios sólidos a precios atractivos.

Durante el tercer trimestre hemos encontrado buenas oportunidades de inversión para reforzar la cartera y aumentar su potencial de revalorización. Dicho potencial - asumiendo que las cotizaciones alcanzan nuestras valoraciones internas - es del 70%, el más alto desde el lanzamiento del fondo en 2015. En este informe destacamos que además del alto potencial de revalorización, la cartera tiene unas características de diversificación, estabilidad de sus negocios y bajo endeudamiento que nos permiten esperar con total tranquilidad hasta que se alcancen las valoraciones objetivo, cualquiera que sea la situación del mercado.

Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.

Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.

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

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

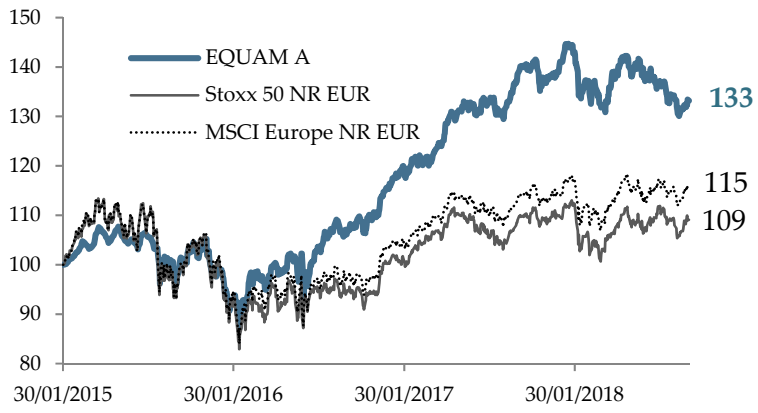
EQUAM

Evolución en el trimestre

A lo largo del tercer trimestre el fondo ha presentado una caída del 3,9%, frente a una subida de los índices comparables en el entorno del 1%. Esta peor evolución se debe a la negativa evolución de la cotización de algunas compañías, entre las que destacan Aryzta, SMS, Wilmington, Parques Reunidos y Rieter, todas ellas por motivos específicos y cuyas caídas no han podido ser compensadas por la buena marcha de una gran parte de los valores la cartera. La evolución del fondo en lo que llevamos de año es de -5,9%, comparado con -0,6% del Stoxx 50 y +0,8% del MSCI Europe.

A lo largo del año hemos seguido aplicando el mismo método de siempre; comprar compañías que cotizan a un descuento superior al 30% respecto a su valor y venderlas cuando alcanzan su valor objetivo. Y a pesar de lo que puede parecer a primera vista por la evolución del fondo, la realidad es que este trimestre hemos seguido encontrado compañías a un descuento para sustituir otras que han alcanzado su valor. El resultado de este trabajo es que el potencial de revalorización del fondo es, a cierre del tercer trimestre superior al 70%, el más alto desde su lanzamiento.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



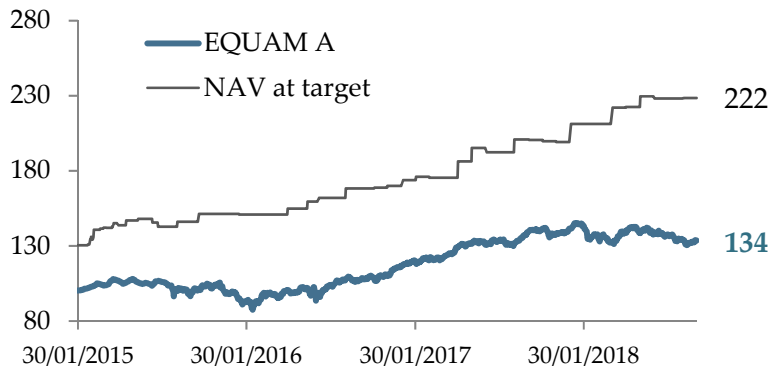
** Los índices Net Return en Euro asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Nuestro potencial de revalorización

El potencial de revalorización actual es el más alto desde el lanzamiento del fondo.

Desde que lanzamos el fondo en enero de 2015 hemos publicado todos los meses el valor de nuestro fondo asumiendo que todas nuestras inversiones alcanzan la valoración objetivo que hemos calculado para cada una de ellas. La diferencia entre el valor liquidativo del fondo, calculado con las cotizaciones reales de cada día, y el valor del fondo calculado con nuestros precios objetivo es nuestro potencial de revalorización y desde el lanzamiento ha oscilado entre el 40% y el 70%.

Valor liquidativo de EQUAM y Valor a precios objetivo



Aunque no hay ninguna garantía de que esta revalorización se consiga en el corto plazo, pensamos que sí que hay una probabilidad razonablemente alta de que el valor liquidativo vaya convergiendo poco a poco hacia el valor objetivo.

En estos momentos, en los que el potencial de revalorización se encuentra en máximos históricos pero el fondo ha tenido un comportamiento peor que el mercado, nos gustaría transmitir a nuestros co-inversores la confianza que tenemos en nuestras valoraciones y por qué creemos que está más que justificado esperar pacientemente mientras se produce la convergencia entre valor y precio.

Una de las razones por las que estamos confiados en dicho proceso de convergencia es que en el pasado así ha

ocurrido. Creemos que la buena evolución de Equam en los últimos años – ocupa el puesto 4/218 en el ranking de fondos europeos por rentabilidad a tres años - se debe en gran medida a dicho proceso de convergencia de las cotizaciones hacia nuestras estimaciones de valoración de cada compañía.

Creemos que esta progresiva convergencia entre valor y precio seguirá produciéndose en el futuro, sea cual sea la situación de mercado y aunque atravesemos épocas de mayor turbulencia, por una parte, (i) porque nuestras valoraciones están calculadas con un método muy consistente y contrastado y por otra, (ii) porque la situación de nuestras empresas es lo suficientemente robusta como para permitirnos esperar pacientemente e incluso comprar más acciones cuando haya caídas:

(i) Respecto a la **consistencia de nuestras valoraciones**, nos gustaría recalcar que tanto los múltiplos que usamos como las magnitudes normalizadas sobre las que aplicamos los múltiplos, son prudentes. Además, las desinversiones de los últimos años también confirman que estamos haciendo bien el trabajo de valoración.

- Las valoraciones internas que asignamos a cada inversión son razonables. El cálculo del valor objetivo de nuestras inversiones está soportado por ratios – entre 10x y 12x ebit o 6% Free Cash Flow Yield - acordes con las medias históricas de la bolsa. Esto nos diferencia de otros inversores dispuestos a pagar múltiplos de valoración mucho más altos a cambio de tener compañías con potencial de crecimiento. Nosotros estamos más cómodos utilizando ratios de valoración alineados con la media histórica que nos permite presentar con confianza una valoración del fondo a precios objetivo fácilmente alcanzable.

- Calculamos la valoración con magnitudes financieras normalizadas pero que no asumen crecimiento. Hemos llegado a estas magnitudes normalizadas no solo analizando la información pública disponible, sino también entrevistándonos con los equipos de dirección de las empresas y con analistas de bolsa que las siguen,

por lo que creemos que nuestras asunciones recogen bien la situación real de nuestras compañías.

- En los casi 4 años de vida del fondo, más de 40 inversiones han llegado a nuestro precio objetivo, con revalorizaciones medias del 50%. Además, las opas que hemos recibido sobre inversiones de la cartera (siete, incluyendo Abertis y JLT, que vendimos antes de recibir dichas ofertas) han sido a valoraciones cercanas o superiores a nuestras estimaciones. Después de cuatro años, la larga lista de compañías de la cartera y opas que alcanzaron nuestros precios objetivo es suficientemente representativa como para afirmar que nuestras valoraciones están, en general, bien hechas y su justificación no requiere acontecimientos extraordinarios.

(ii) Sobre la naturaleza estable y robusta de nuestras inversiones queremos destacar que la gran mayoría de los negocios en los que invertimos tienen un perfil de generación de caja estable y un endeudamiento bajo, que les permiten atravesar las crisis

- Los negocios en los que hemos invertido son estables. Este punto es crucial, porque si los negocios que compramos tuvieran un problema estructural, el tiempo correría en su contra y el proceso de convergencia podría producirse a la inversa, es decir, con la caída del valor intrínseco por el deterioro progresivo de los resultados. Pero creemos que en nuestra cartera es difícil que pase algo así, puesto que descartamos negocios que carecen de una base suficiente para ofrecer estabilidad a largo plazo en su generación de caja. Sufriremos en ocasiones caídas temporales en la rentabilidad en algunas inversiones, pero la solidez estructural de nuestros negocios nos da total confianza en su recuperación.

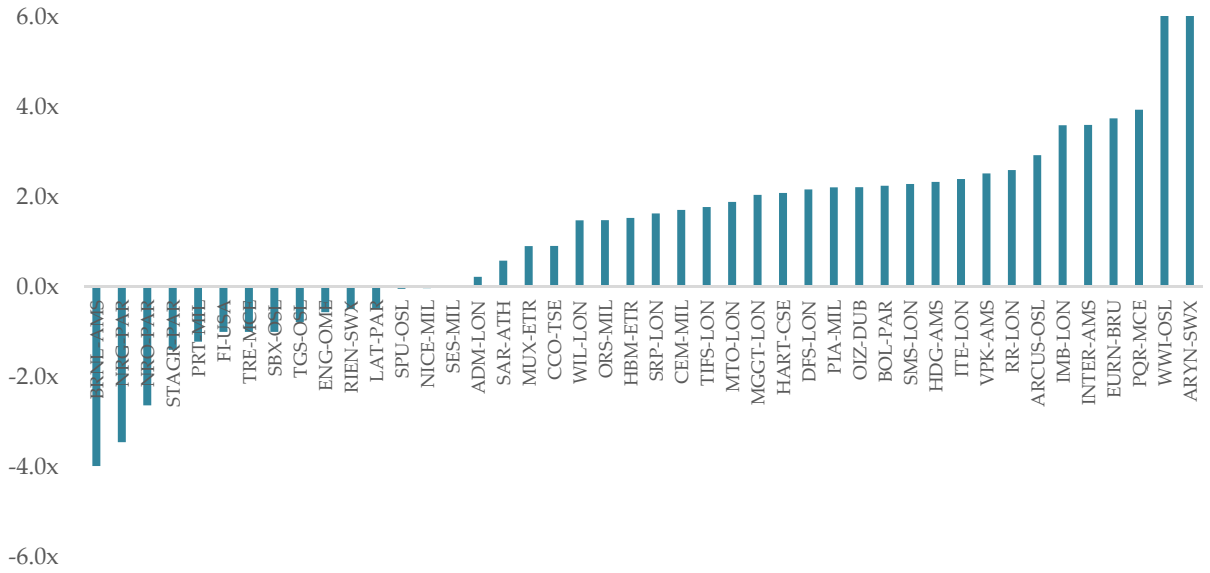
- La cartera está bien diversificada, con inversiones des correlacionadas entre si y con exposición limitada en cada posición. Como hemos comentado en otras ocasiones, no somos capaces de anticipar con exactitud

a priori cual de nuestras inversiones tendrá la mejor revalorización y por tanto preferimos evitar los riesgos de la concentración.

- Nuestras inversiones tienen balances saneados y están financiadas de forma razonable. Este punto es también de vital importancia porque para que se produzca la convergencia entre precio y valor será preciso esperar años en algunas ocasiones y hay que minimizar el riesgo de que en ese tiempo el exceso de deuda provoque una quiebra que impida de forma definitiva dicha convergencia.

La siguiente tabla muestra el endeudamiento de las posiciones de nuestra cartera, comparando la deuda neta con el beneficio operativo antes de amortizaciones obtenido durante los últimos doce meses (hasta julio en la mayoría de los casos.)

Deuda Neta / Ebitda LTM



El gráfico anterior muestra cómo el endeudamiento de nuestras inversiones no supera 2,5x ebitda en la gran mayoría de las inversiones. Este endeudamiento nos parece muy razonable si tenemos en cuenta que los

negocios en los que hemos invertido generan flujos de caja estables y predecibles.

Algunas de las posiciones de la cartera parecen estar más apalancadas a la vista del gráfico, pero pensamos que el endeudamiento es también adecuado en estas situaciones por las siguientes razones:

- Wilh Wilhelmsen (WWI) y Euronav (EURN) son navieras cuyo endeudamiento debe medirse en comparación con el valor de los activos, no con el ebitda. En este sentido, las dos tienen un endeudamiento inferior a 0,35x el valor de sus activos, ratio inferior al de sus competidores.
- Parques Reunidos (PQR) e Intertrust (INTR) son LBOs de Candover y Blackstone respectivamente que empezaron a cotizar hace relativamente poco y aunque sus ratios de deuda son más altos, están generando caja y desapalancandose progresivamente.
- Únicamente Aryzta tiene un endeudamiento más alto del que nos parece adecuado para las compañías de la cartera. El modelo de negocio de Aryzta es muy bueno y por eso hicimos la excepción, pero en agosto el equipo gestor anunció una ampliación de capital de 800 m. Aunque no sabemos cuál será el desenlace, si finalmente se aprueba esta ampliación el retorno de nuestra inversión se verá afectado negativamente y tendremos que reconocer que fue un error hacer la excepción a nuestro filtro del endeudamiento para invertir en Aryzta.

Por todo lo anterior, estamos convencidos de que el potencial del fondo está calculado de forma realista y de que la solidez de las inversiones, tanto desde el punto de vista operativo como financiero permite a nuestros inversores esperar pacientemente hasta que se complete el proceso de convergencia entre valor y precio. La cartera está preparada para superar crisis económicas y fases muy bajistas del ciclo.

Lo que no podemos saber es en qué momento se producirá esta convergencia en cada caso. En el pasado hemos disfrutado de una rápida revalorización de muchas de nuestras inversiones, pero este año, a pesar de estar haciendo exactamente lo mismo que en años anteriores, vemos cómo el ritmo de revalorización de las inversiones se ha ralentizado en unos casos y en otros se han producido caídas en la cotización que han aumentado la divergencia entre valor y precio. Esta evolución a corto plazo nos obliga a extremar la disciplina en la ejecución y la paciencia y fortaleza en la toma de decisiones, algo con lo que estamos comprometidos desde el lanzamiento del fondo. Mantener la paciencia y la disciplina cuando la evolución a corto plazo es negativa es la esencia de nuestro método y lo que permite obtener buenos resultados a largo plazo para los inversores.

Nuevas inversiones

Hemos aprovechado la caída en la cotización de Prosegur Cash causada por la crisis de divisa en Argentina para comprar acciones de este negocio sólido y con alto potencial.

Durante el tercer trimestre hemos realizado cinco nuevas inversiones. Una de ellas es **Prosegur Cash**, la división de transporte de efectivo de Prosegur que salió a cotizar a principios de 2017. El negocio genera mucha caja y tiene una estructura oligopolística, porque el que alcanza una cuota de mercado relevante en un mercado, obtiene unas economías de escala que le permiten obtener altas rentabilidades y hacen difícil la entrada de nuevos competidores. Además, a pesar de la opinión generalizada de que el uso de efectivo está cayendo, la realidad es que salvo en algunos países escandinavos, su uso sigue creciendo. El modelo de negocio se presta también al crecimiento por adquisiciones, ya que es posible comprar pequeñas compañías que no tienen escala suficiente a precios atractivos e integrarlas en la red ya existente de Prosegur, generando sinergias considerables. Por todas estas razones, veníamos siguiendo esta compañía desde hace tiempo, pero no habíamos sido capaces de invertir porque cotizaba a una valoración razonable, equivalente a nuestra estimación interna. Sin embargo, la crisis de divisa en Argentina ha provocado un cierto pánico que ha hecho caer el precio de las acciones más de un 40% desde máximos y la acción cotiza a 7,5x ebit normalizado – asumiendo que se resuelve la actual crisis de divisa. Tenemos confianza en la capacidad de la compañía para superar la crisis de la divisa en Argentina, por una parte, porque ya demostraron en el pasado, en situaciones más difíciles que las actuales, que son capaces de preservar el valor de su inversión y por otra parte porque entendemos que la caída de la divisa provoca inflación en el país, inflación que aumenta la demanda de servicios de transporte de efectivo y que además permite subir los precios. Sabemos que Prosegur se recuperará e incluso saldrá reforzado de esta situación, aunque no sabemos cuándo se producirá la mejoría, y quizás la situación deba

empeorar antes de que empiece a mejorar. Pero teniendo en cuenta la baja valoración, hemos empezado a comprar.

Headlam cumple nuestros requisitos de inversión: negocio de gran calidad, con caja neta, buen equipo gestor y cotizando a casi 10% de Free Cash Flow Yield.

En el trimestre también hemos invertido en **Headlam**, empresa inglesa que distribuye alfombras y moquetas el Reino Unido. La compañía no solo distribuye estos productos directamente a los instaladores, sino que también mantiene sus inventarios, les ayuda con la administración, y les facilita la moqueta cortada a medida para cada pedido. Con los años y tras una larga historia de adquisiciones Headlam se ha convertido en el principal mayorista con el que pueden contar los pequeños instaladores para poder competir con los grandes distribuidores. Como distribuidor mayorista tiene unas fuertes economías de escala por los costes fijos de almacén y red de distribución, y habiendo alcanzado una clara posición de dominio en el Reino Unido con una base de clientes fieles e integrados en sus sistemas, es difícil que entre un nuevo competidor.

La compañía presentó unos resultados de 2017 peores de lo esperado y la cotización sufrió una caída considerable. Al mercado no le gustó que los ingresos "like for like" cayeran – por la debilidad del consumo en el Reino Unido, pero sobre todo por el cambio estratégico de uno de sus clientes que dejó de comprarles temporalmente. Tampoco fue bien recibido el plan de inversiones en un nuevo centro de distribución en Ipswich que va a requerir inversiones considerables en 2018 y 2019 (aunque a nosotros nos parece bien porque ayudará a mejorar la eficiencia de la red de distribución). La caída de la cotización nos permitió adquirir este excelente negocio, que tiene una posición de caja neta equivalente al 10% de su capitalización a un 9,5% de Free Cash Flow Yield.

También hemos comprado acciones de **Mondadori**, dedicado a la publicación y distribución de libros en Italia y revistas en Francia e Italia.

La publicación de libros es un negocio estable y con una buena capacidad de generación de caja. Mondadori tiene una cuota de mercado alta en Italia, tanto en libros para educación como en libros de interés general. En 2016 Mondadori compró RCS Libri (Rizzoli) operación con la que reforzó su posicionamiento en libros de educación y que está permitiendo obtener sinergias relevantes. En cuanto a la edición de libros de interés general, Mondadori ha sido muy disciplinado en la compra de derechos y en la impresión de ediciones más pequeñas para reducir las devoluciones de las redes de distribución, algo que está contribuyendo a mejorar los márgenes.

La división de revistas, por el contrario, es un negocio en decadencia, con caída del número de lectores y de los ingresos por publicidad. La situación del sector es difícil, porque resulta muy caro hacer ajustes de coste, especialmente en las revistas de opinión, y los márgenes se ven amenazados. Sin embargo, creemos que Mondadori está haciendo un buen trabajo también en esta división, pues tras la compra de Banzai parece que empieza a estabilizar la situación en Italia con la digitalización de sus contenidos y en Francia ha anunciado la posible venta de sus revistas a Reworld Media. En definitiva, pensamos que se trata de un grupo familiar muy bien gestionado, que genera caja y está muy infravalorado porque, en nuestra opinión el mercado presta demasiada atención a la evolución de las ventas de revistas. Hemos podido comprar esta compañía familiar, presidida por Marina Berlusconi, a un descuento del 55% respecto a nuestra suma de partes, en la que asumimos un múltiplo de 9x ebitda para el negocio de libros y 3-4x ebitda para el negocio de revistas.

También hemos comprado acciones de **KLX Energy**, compañía que cotiza en Estados Unidos, pero que conocemos por nuestra anterior inversión en KLX. KLX Energy ("KLXe") es un "spin-off" que hizo nuestra antigua KLX, cuando recibió la oferta de compra de Boeing por su

interés en el negocio aeronáutico. Como Boeing no estaba interesado en el negocio de energía, KLX acordó hacer una distribución de este negocio a sus accionistas, previa a la compra de la compañía. Como suele suceder en este tipo de "spin-off", la distribución a los accionistas se hizo a una valoración baja, pues nadie tenía interés en maximizar dicha valoración y después de haber traspasado 50M$ desde la matriz. El equipo gestor de KLX dejará la compañía y pasará a dedicarse en exclusiva a KLXe. Hemos comprado esta compañía, que tiene un gran potencial de revalorización, caja neta y un equipo de gestión excepcional a 5,5x ebitda.

Desinversiones

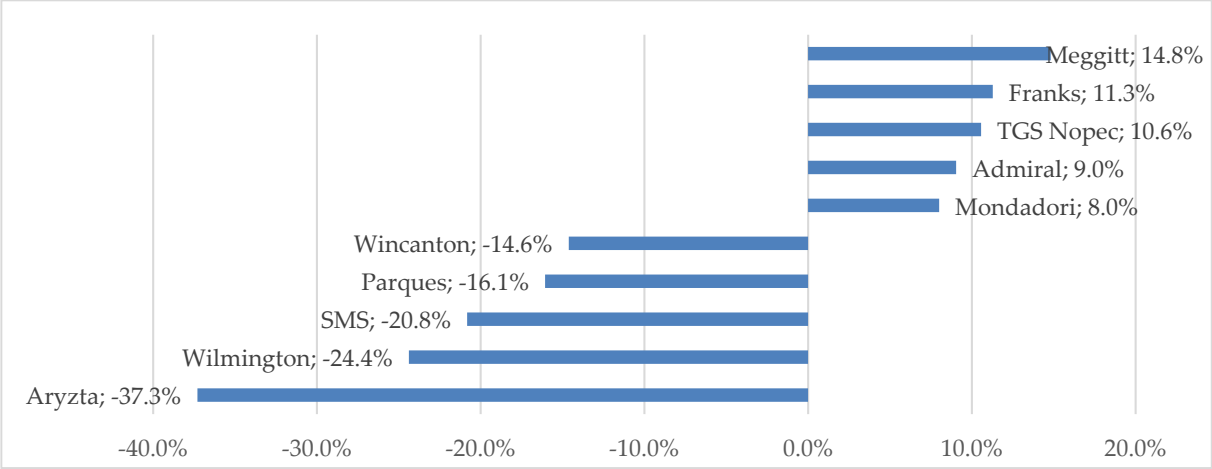
Hemos vendido Vopak y Técnicas Reunidas, que se acercaban a sus precios objetivo, para invertir en compañías más baratas.

Durante el tercer trimestre hemos vendido nuestras posiciones en Vopak y Técnicas Reunidas. Las dos compañías han tenido una buena evolución desde que las compramos hace aproximadamente un año y se acercaban a su precio objetivo, por lo que decidimos vender. Nos costó especialmente deshacernos de Vopak, porque está terminando su ciclo de inversión en nuevos centros logísticos en Asia y pensamos que en 2019 empezarán a tener un impacto relevante en ebitda. La evolución había sido buena y encontramos más valor en las nuevas inversiones, pero no descartamos volver a invertir en esta compañía si la cotización ofrece una buena oportunidad.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 48 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 1%.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre o desde el momento de nuestra inversión inicial, si ésta fue posterior a junio.



Seguimos de manera muy cercana la situación en Aryzta

Respecto a la situación de **Aryzta**, cabe destacar que en agosto el equipo gestor anunció una enorme ampliación de capital de 800 millones. Resulta sorprendente esta ampliación porque, como esperábamos, la compañía ha conseguido cumplir con los 'covenants' de la deuda a julio 2018. A diferencia de otras ocasiones, no hemos seguido comprando en las caídas, porque de realizarse la ampliación, para evitar diluirnos tendríamos que acudir y doblar la inversión, y no queremos tener tanta exposición a esta compañía. Han pasado unos tres años desde que empezamos a invertir en Aryzta y los resultados de la inversión no han sido los esperados. Al invertir, nos equivocamos no solo al pasar por alto el elevado endeudamiento sino también por comprar una compañía muy mal gestionada. Durante este tiempo hemos mantenido la inversión no por tozudez sino porque pensábamos que con la llegada de un nuevo equipo directivo podrían realizarse las desinversiones necesarias (esencialmente Picard) y restablecerse el endeudamiento a niveles razonables. Pero no ha sido así y vemos con gran frustración la evolución de esta inversión. Por el momento

mantenemos la posición porque el valor intrínseco de Aryzta es superior a la cotización y pensamos que, si tiene éxito la iniciativa promovida por Larius Capital, entre otros, y se detiene o se modifican los términos de la ampliación de capital es posible crear valor desde la cotización actual. Pero pase lo que pase, en el futuro evitaremos situaciones tan endeudadas como ésta.

También **Wilmington** ha tenido una mala evolución en el trimestre. Una de las principales causas comentadas por el equipo gestor ha sido la entrada en vigor de la directiva de protección de datos GDPR, que ha afectado las ventas de su base de datos de productos farmacéuticos. Confiamos en que pronto consigan certificar sus bases de datos conforme a la nueva regulación y su situación se recupere.

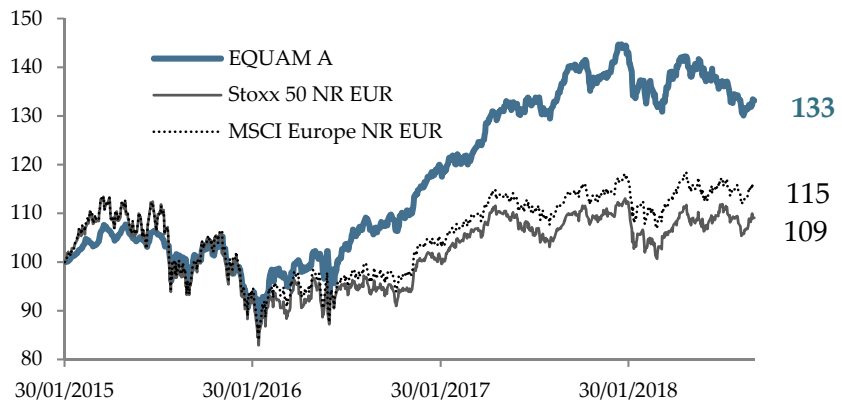
La situación de Turquía ha afectado principalmente a **Cementir**, que tiene plantas de cemento en el país, y a **Rieter,** que tiene ventas muy rentables en Turquía. A pesar de la debilidad de la lira turca y de la inestabilidad política, creemos que la competitividad de las exportaciones ha mejorado significativamente con la devaluación de la lira y pronto se reactivará la compra de máquinas y la demanda de cemento.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

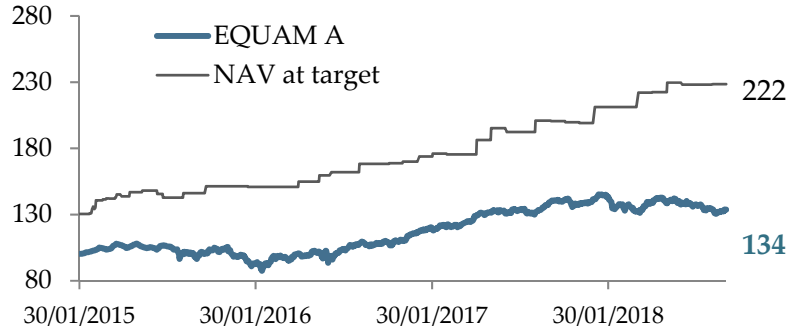
Company	Country	Weight	Value Base Case
MITIE	UK	3.7%	Undervalued compounder in fragmented market
Euronav NV	Belgium	3.6%	Depressed VLCC tanker company
Frank's	United States	3.6%	Countercyclical niche oil services player
DFS Furniture	UK	3.5%	Leading British manufacturer of furniture.
Origin Enterprises	Ireland	3.3%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
Spectrum	Norway	3.3%	Countercyclical niche oil services player
Serco Group	UK	3.1%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised
Rieter Holding	Switzerland	3.0%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
Parques Reunidos	Spain	2.8%	Spanish theme park operator trading at 52w lows
IES	Sweden	2.8%	Swedish School company with strong organic growth at 8% FCFy
ITE	UK	2.7%	Deeply undervalued event management company
SMS	UK	2.6%	Protected and profitable smart metering market
Arcus	Norway	2.6%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy
Orsero	Italy	2.5%	Undervalued defensive business
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2.5%	Norwegian shiping holding
Total top 15		**45%**	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo[1]



[1] *El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.*

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	0.0%	0.5%	0.9%	-0.6%
3 meses	-3.9%	1.3%	1.3%	-5.2%
2018 YTD	-5.5%	0.8%	-0.6%	-6.4%
2017	21.7%	10.2%	9.0%	11.5%
2016	17.1%	2.6%	0.6%	14.5%
2015	-1.0%	0.9%	-0.3%	-2.0%
Acum Inicio	**33.2%**	**15.1%**	**9.0%**	**18.1%**
Anualizado inicio	**8.1%**	**3.9%**	**2.4%**	**4.2%**

**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
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)

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral diciembre 2018
Fuerte corrección en el mercado.

El año 2018 ha venido marcado por una importante corrección en los mercados financieros, especialmente acusada en la última parte del año. El comportamiento del fondo en el año ha sido peor que el de los mercados, pero desde su lanzamiento Equam sigue batiendo de manera holgada a los índices europeos.

A pesar de todas las incertidumbres y aunque la volatilidad puede continuar en los próximos meses, seguimos viendo el futuro a medio/largo plazo con optimismo. El potencial del fondo es superior al 100% (el mayor desde su lanzamiento) y consideramos momentos como los actuales como buenas oportunidades para invertir con un horizonte a medio plazo.

Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.

Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.

El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión.

Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, alineando totalmente nuestros intereses con los de los partícipes del fondo.

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS IV, 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.

EQUAM

Fuerte corrección en el mercado

A pesar de la fuerte caída en la cotización del fondo en 2018, Equam ha batido a sus índices de referencia de manera holgada desde su lanzamiento

El año 2018 cierra con una fuerte correción en los mercados, que en el caso de Europa han sufrido caídas en el entorno del 10-11%. El fondo ha tenido un comportamiento peor que los mercados y ha experimentado una caida del 19% en el año. Si tomamos una perspectiva más larga , desde la fecha de lanzamiento de nuestro fondo en enero de 2015, Equam Global Value presenta una revalorización del 14,4% (3,5% anualizado) frente al 2.1% (0,5% anualizado) de los índices europeos comparables con dividendos.

El negativo comportamiento de los mercados durante los últimos meses ha venido marcado por varias cuestiones:

- Proceso de tensionamiento coordinado de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, incluyendo un progresivo aumento de los tipos de interés y la extracción de liquidez del sistema financiero. La Fed ha dejado de reinvertir los bonos de su balance cuando vencen y el BCE ha abandonado su política de compra de bonos.

- La guerra comercial entre Estados Unidos y China, y el potencial deterioro de la actividad que puede ocasionar, especialmente en China. En diciembre, China presentó un dato de crecimiento de exportaciones de +5,4%, inferior al 10% esperado.

- Problemas políticos en Europa, con incertidumbre sobre el marco jurídico en el que quedará Reino Unido tras el Brexit, conflicto entre Italia y la UE por el déficit presupuestario y tensiones en Francia.

- El miedo a un cambio de ciclo económico que tenga un impacto en los resultados de las compañías.

Nos parece que el tensionamiento de la política monetaria es una de las principales causas de la caída de las cotizaciones. Después de una década en la que los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de dinero en los mercados, hemos pasado, en pocos meses, a una situación en la que están retirando dinero del sistema. El impacto de este cambio de política en los precios de los activos está siendo muy considerable. Aunque es imposible predecir las decisiones políticas de los bancos centrales, pensamos que su objetivo es eliminar los excesos que había en las valoraciones y que por tanto la tensión monetaria se suavizará en el medio plazo.

Respecto a la tensión en las relaciones entre China y Estados Unidos, que también han introducido una alta volatilidad en la actividad económica China, pensamos que el proceso de negociación que han abierto puede dar resultados positivos y establecer un marco de comercio más equilibrado que permita a las grandes economías seguir creciendo.

La inestabilidad política Europea nos afecta directamente, por la exposición del fondo a esta zona. Creemos que lo más importante respecto al Brexit es que se decida el nuevo marco comercial del Reino Unido cuanto antes. Sea cual sea la nueva estructura de relación, las empresas se adapatarán, pero necesitan certidumbre y estabilidad jurídica. También creemos que esta situación se normalizará en el medio plazo.

Respecto al ciclo, y sin querer entrar en mucho detalle, aunque consideramos que puede haber una ralentización temporal en el crecimiento económico mundial, seguimos siendo optimistas con las perspectivas a largo plazo. Creemos que la situación de la economía mundial es diferente a la que teníamos en los años 2007/2008 y no debemos olvidar que el PIB mundial lleva más de 50 años creciendo de manera positiva todos los años (con la

excepción de 2009).

Todos estos factores generan situaciones de incertidumbre y desconcierto, lo que ha provocado un flujo de salida de fondos en la renta variable a nivel mundial que ha provocado una súbita caída en las cotizaciones que en la mayor parte de los casos no se deriva necesariamente de un cambio en la valoración de las compañías. Además, estas situaciones de pánico provocan ventas masivas por parte de los inversores sin discriminar por la calidad de los activos y sin tener en cuenta las valoraciones implícitas en los niveles de cotización. Como hemos podido ver en innumerables ocasiones en el pasado, los mercados tienen una tenderncia a pasar de una situación de euforia al pánico de una manera muy rápida.

Los movimientos a corto plazo de los mercados son impredecibles y en la mayor parte de los casos están poco correlacionados con cambios en la valoración de las compañías

Como siempre hemos dicho, los movimientos a corto plazo de los mercados son impredecibles y situaciones de caídas bruscas se van a seguir produciendo de manera periódica en el futuro. No hay que emplear demasiado tiempo en intentar anticiparse a estos movimientos, porque dependen de factores políticos y maroeconómicos completamente impredecibles. Lo que sí que hay que hacer es aprovechar las oportunidades que se presentan durante estos movimientos, comprando acciones de aquellas compañías en las que las caídas pronunciadas de la cotización no están justificadas por la evolución previsible de sus resultados.

Para ilustrar nuestra forma de actuar, centremonos por ejemplo en nuestra inversión en **Sesa**, que actualmente es la segunda posición del fondo. Sesa es una compañía italiana líder en ese país en la distribución de software y soluciones informáticas de valor añadido para pequeñas y medianas empresas. Se trata de una compañía que cumple todos nuestros criterios de inversión:

- Sector con claras barreras de entrada (es necesario

cerrar acuerdos con las grandes compañías internacionales del sector IT) y un negocio con altos retornos sobre el capital y gran capacidad de generación de caja. Además se trata de un negocio en crecimiento sin una exposición excesiva al ciclo económico.

- Compañía con un muy bajo perfil de riesgo ya que mantiene una posición de caja neta en su balance.

- Los fundadores de la compañía son los gestores y principales accionistas lo que permite que exista una buena alineación de intereses.

Invertimos en esta compañía a principios de 2017 a un precio de 19,5€ por acción. La compañía ha mantenido desde entonces la buena evolución financiera de los últimos años, con un crecimiento anual de sus resultados superior al 8% y un destacada generación de caja. En agosto el precio de la acción había subido hasta los 31,6€ (<9x EV/EBIT), pero seguía por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco de 40 euros.

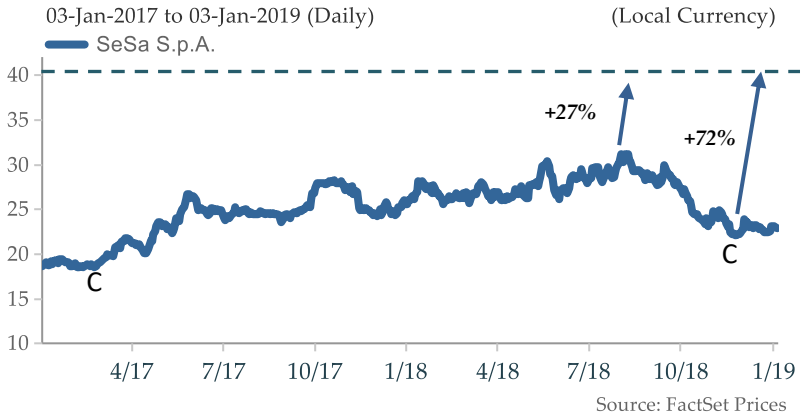
La siguiente tabla muestra la evolución de las ventas, beneficio operativo bruto y posición de tesorería de Sesa en los últimos ejercicios.

eur mn	2014	2015	2016	2017	2018E	CAGR
Ventas	1.060,0	1.230,0	1.271,0	1.363,0	1.469,0	*8,5%*
EBITDA	51,6	54,0	57,9	63,1	70,6	*8,2%*
Ebitda margin	*4,9%*	*4,4%*	*4,6%*	*4,6%*	*4,8%*	
Caja Neta	26,2	33,9	41,8	51,9	68,6	

A pesar de esta buena evolución y de estar cotizando a una valoración atractiva, la compañía no se ha salvado del castigo de los mercados. Como consecuencia de la última corrección, desde agosto la acción ha caido un 27%, cerrando el año a 23,2 €. En estos 5 meses no ha habido ninguna noticia negativa que justifique un cambio en las perspectivas del negocio ni en la valoración de la

compañía. Al contrario, en diciembre Sesa presentó unos resultados semestrales que confirmaban la buena trayectoria de la compañía (crecimiento del EBITDA de +16,6% en el semestre) sin reacción alguna en la cotización. A precios actuales el múltiplo de cotización ha caido hasta 6.5x EV/EBIT que consideramos injustificadamente bajo y el potencial de revalorización de esta inversión ha subido de un 27% en agosto a un 72% actualmente.

Evolución de la cotización de Sesa y precio objetivo



No sabemos cual va a ser el comportamiento de la acción en el corto plazo, pero sí que i) a pesar de la caida en la cotización el valor de nuestra inversión no ha experimentado ningún deterioro (más bien lo contrario); y ii) que antes o después deberá producirse una convergencia del precio de cotización hacia el valor real de la compañía. Por eso hemos reforzado nuestra inversión en esta compañía, aprovechando las caídas para comprar más acciones.

Los precios de cotización de las compañías del fondo están muy alejados del valor real de las mismas, lo que se traduce en un potencial de revalorización del fondo superior al 100%, con diferencia el más alto desde el lanzamiento del fondo hace casi cuatro años.

Esta situación que hemos comentado de Sesa podría trasladarse a la mayor parte de las inversiones del fondo. De hecho, el valor objetivo del fondo de acuerdo a nuestro cálculo independiente ha experimentado un incremento del 15% en el año, desde 200 euros por participación a finales de 2017 hasta los 230 en la actualidad. Esta

revalorización se ha producido tanto por la incorporación de nuevas inversiones con mayor potencial de revalorización que las que hemos ido vendiendo a lo largo del año, como por la reponderación hacia aquellas compañías del fondo que ofrecían una mayor desviación entre cotización y valor.

Este aumento del valor objetivo del fondo, junto con la caida de su valor de cotización en el año, hace que el potencial de revalorización (medido como diferencia entre el valor de cotización del fondo y el valor objetivo del mismo) sea superior al 100% y se encuentre en niveles máximos desde el lanzamiento en enero de 2015. Por eso, a pesar del contexto actual en el que las incertidumbres políticas y macroeconómicas pueden mantener la evolución de las cotizaciones bajo presión en el corto plazo, estamos convencidos de que hay que conservar la calma y mantener la perspectiva a largo plazo en las inversiones.

Somos optimistas respecto al futuro y ahora más que nunca creemos fundamental conservar la calma y tener una visión a largo plazo de la inversión. Momentos como los actuales son buenas oportunidades para invertir con una visión a largo plazo.

Históricamente la inversión en renta variable ha obtenido retornos atractivos y superiores a la inversión en otro tipo de activos. Pero para conseguir esta mayor rentabilidad hay que mantener la disciplina en la toma de decisiones y muy especialmente resistir el impulso de vender en un pánico con la esperanza de poder comprar más adelante a precios más atractivos.

Es más, consideramos momentos como los actuales como magníficas oportunidades de inversión en renta variable, siempre con un horizonte de inversión a medio/largo plazo (al menos 5 años). Seguimos convencidos de que la mejor forma de proteger nuestro patrimonio es invertir en buenas compañías a precios atractivos.

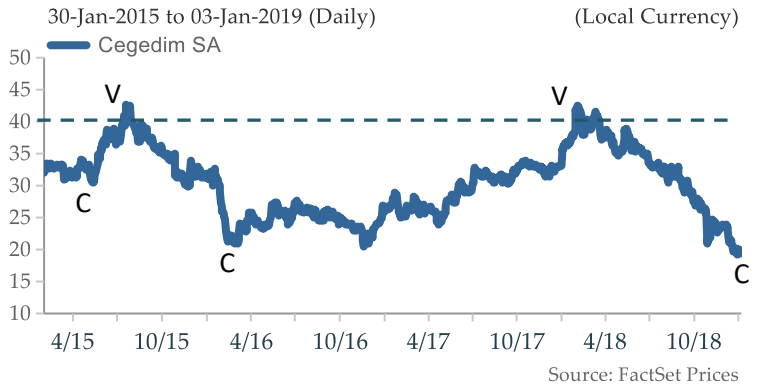
Destacar asímismo que no es la primera vez que vivimos una situación similar a la actual. En los 9 meses desde mayo de 2015 hasta febrero de 2016 el fondo cayó un 19%, para luego subir un 65% en los dos años siguientes.

En resumen, a pesar del comportamiento negativo en el año y siendo conscientes de que la incertidumbre y las caidas pueden continuar en los próximos meses, cerramos el año con optimismo y convencidos de que el mejor camino en la situación actual es seguir con la ejecución disciplinada del proceso de inversión que hemos venido describiendo en pasados informes.

Inversiones

Por tercera vez desde el lanzamiento del fondo, hemos tomado una participación en Cegedim, compañía familiar dedicada al software en el sector sanitario.

Hemos realizado una nueva inversión en la compañía francesa **Cegedim,** sociedad dedicada al software y otros servicios para el sector sanitario (médicos, farmacias y compañías de seguros)**.** Se trata de la tercera vez que realizamos una inversión en esta compañía ya que a pesar de que tiene un negocio sólido, poco cíclico y de alta visibilidad, la acción ha estado sometida a una alta volatilidad. El proceso de transición en su modelo de negocio desde un sistema basado en licencias perpetuas a otro basado en suscripciones genera una ralentización temporal de las ventas, así como un incremento también temporal del esfuerzo inversor en investigación y desarrollo para el lanzamiento de nuevos productos basados en la nube. La cotización de la compañía ha pasado desde los más de 40 euros por acción de principios de año (nivel al que vendimos nuestra participación) al precio actual de alrededor de 20 euros por acción. Es decir, se ha producido una caída superior al 50%, en un escenario en el que el resultado del ejercicio 2018 va a ser muy similar al del año anterior (con una buena visibilidad de mejora una vez se reduzca el actual nivel de inversión en I+D) y con un negocio que tiene poca exposición al ciclo económico.



Estamos comprando esta compañía a un múltiplo

EV/EBITDA de 5,5x sobre resultados actuales y de 4,2x sobre los resultados normalizados una vez que finalice el periodo de transición en el que se encuentra inmersa. Al igual que en el caso de Sesa que mencionábamos anteriormente creemos que se trata de un ejemplo claro de la irracionalidad con la que actúan los mercados en el corto plazo. Cabe recordar por otro lado, que Cegedim es una compañía familiar, en la que la familia fundadora es el principal accionista con una participación estable del 52%. Además, tiene una estructura de balance muy sólida con un nivel de apalancamiento reducido, especialmente si tenemos en cuenta la estabilidad de su negocio (por debajo de 2x deuda neta / EBITDA).

Desinversiones

Hemos decidido vender Aryzta debido a la pérdida de confianza en el equipo directivo actual y el consejo de administración de la compañía.

En el apartado de desinversiones cabe destacar nuestra decisión de venta de **Aryzta**. Se trata de nuestro principal error desde el lanzamiento del fondo al habernos saltado dos de nuestros filtros de inversión: bajo apalancamiento y calidad y alineamiento de intereses del equipo directivo.

Como ya informamos en nuestro último informe trimestral, el equipo directo de la compañía anunció en el mes de agosto una ampliación de capital de 800 M€ de euros, anuncio no sólo sorprendente porque el equipo había consistentemente mantenido que no iba a ser necesaria una ampliación de capital, sino también por el tamaño de la misma (la ampliación equivalía a la capitalización de la compañía en ese momento). Como dijimos en su momento, manteníamos la posición a la espera de concretarse los términos de la ampliación y la reacción del Consejo a la alternativa planteada por el principal accionista de la compañía: una ampliación de 400 M€ combinada con una serie de ventas de activos no estratégicos que permitía reforzar el balance de la compañía con una menor dilución para los accionistas.

Sin embargo, la actitud del Consejo y del equipo directivo fue de cerrarse a mantener ningún tipo de diálogo o analizar alternativas diferentes a su propuesta. Ante esta situación de distanciamiento entre los directivos y consejeros y un bloque significativo de los accionistas y una vez conocidos los términos de la ampliación (claramente perjudiciales para los intereses de los inversores actuales), tomamos la difícil decisión de vender nuestra participación materializando las pérdidas acumuladas. La decisión vino motivada por i) el riesgo de caídas adicionales en el corto plazo debido a la presión vendedora de derechos por parte de accionistas que no quisieran acudir a la ampliación (como así ocurrió ya que desde nuestro precio de venta la cotización ha caído un 40% más) y ii) la existencia de otras alternativas de inversión fruto de la fuerte corrección de los mercados con un perfil de riesgo/rentabilidad a largo plazo mejor. Y todo ello a pesar de que consideramos que una vez ejecutada la ampliación de capital y reducido de manera muy significativa el nivel de apalancamiento, existe un potencial de revalorización significativo, razón por la cual seguimos observando esta oportunidad desde cerca por si pudiera surgir una nueva oportunidad de entrada. Hemos perdido un 80% de nuestra inversión en esta compañía desde nuestra inversión inicial en 2015 y ha drenado un 3,5% de rentabilidad del fondo en el año 2018. Aprendemos de nuestros errores y salimos reforzados de esta ingrata experiencia sobre la importancia de ejecutar con disciplina nuestro proceso de inversión sin desviaciones ni excepciones a nuestros criterios.

Hemos recibido una oferta de compra de nuestra inversión en Nice. El principal accionista de la compañía ofrece una prima del 40% sobre el precio de cotización.

Por el lado de las desinversiones queremos destacar también la venta de **Nice**, empresa italiana fabricante de motores para toldos y persianas y automatismos de puertas) tras el anuncio de una oferta de compra por el principal accionista de la empresa. A pesar de que el precio

de oferta estaba por debajo de nuestro valor intrínseco, suponía una prima del 40% sobre la cotización actual y hemos decidido vender para utilizar la caja aprovechando las recientes caídas de muchas compañías. Hemos obtenido una revalorización de alrededor del 40% durante los casi dos años que hemos mantenido la compañía en cartera.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

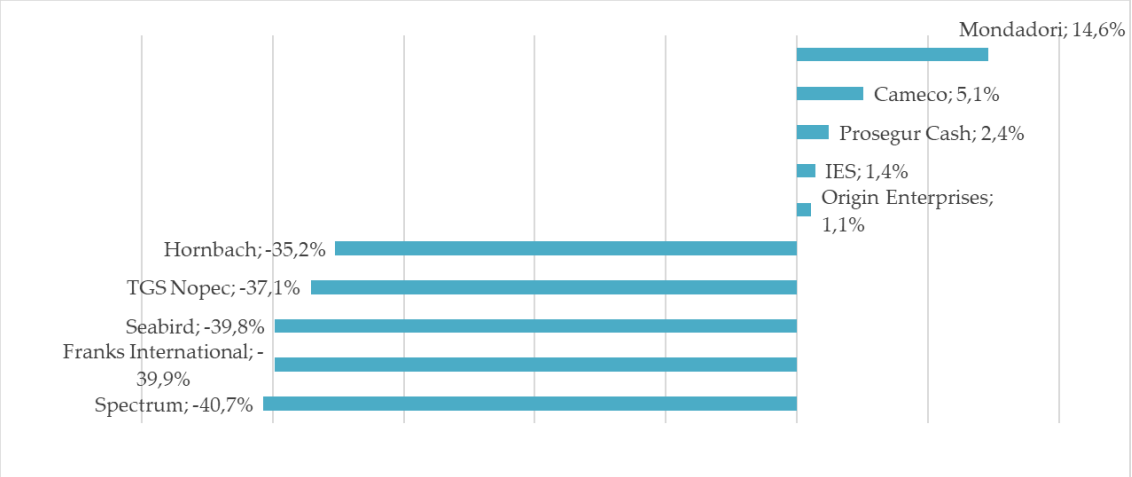
Después de las nuevas inversiones y desinversiones tenemos 46 compañías en cartera y un nivel de inversión del 99%.

Principales posiciones de la cartera a 31 de diciembre.

Compañía	Peso
Parques Reunidos Servicios Centrales SA	3,8%
SeSa S.p.A.	3,6%
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdin	3,4%
Smart Metering Systems PLC	3,3%
Rieter Holding AG	3,3%
MITIE Group PLC	3,2%
Cementir Holding S.p.A.	3,2%
Protector Forsikring ASA	3,2%
Prosegur Cash SA	3,1%
Euronav NV	3,0%
Total Top 10	**33,1%**
Total cartera de Renta variable	**99,2%**
Liquidez	**0,8%**

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.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre [1]



[1] *Variación de la cotización de 30/09/2018 a 31/12/2018. En el caso de las nuevas incorporaciones (Cegedim) hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición*

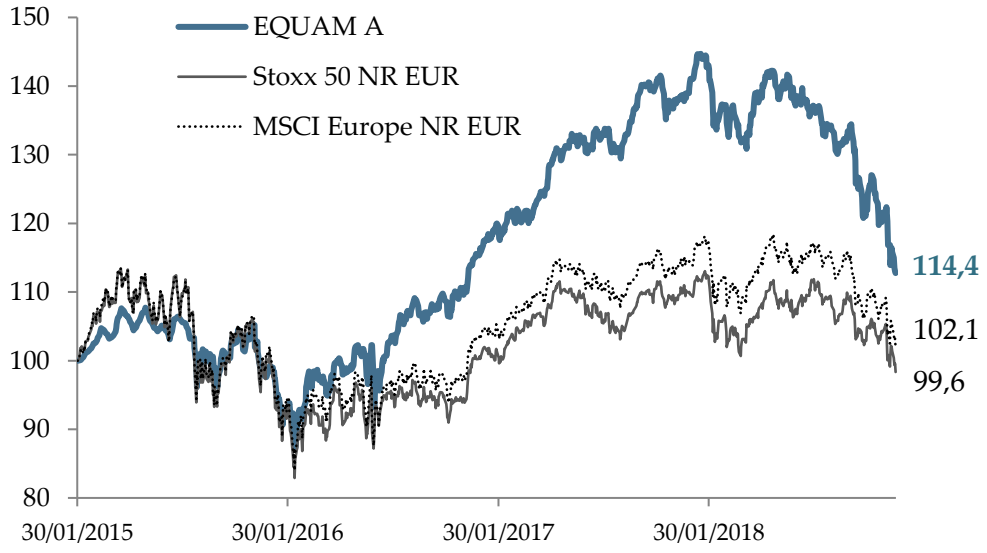
Cabe mencionar el muy mal comportamiento de las compañías vinculadas al sector de petróleo (Spectrum, Franks International, Seabird y TGS), con caídas en el rango del 35 a 40% en el trimestre. A pesar de la caída del precio del petróleo en los últimos meses, seguimos convencidos de que nuestra tesis de inversión sobre el sector sigue intacta. Llevamos ya varios años en los que prácticamente no se han decidido nuevas inversiones en pozos "offshore", pero la demanda de petróleo ha seguido creciendo. Por eso, a pesar de las buenas perspectivas de la producción de "shale oil" para los próximos años, la creciente demanda sólo podrá ser satisfecha si se recupera la inversión en pozos marinos. De hecho, cuando la producción de los pozos actualmente en funcionamiento empiece a decrecer, volverán las prisas por invertir y el sector tendrá una intensa recuperación. No sabemos cuándo vendrá, pero sí estamos seguros de que llegará. Recordemos que todas nuestras compañías vinculadas al sector mantienen un sólido balance, sin deuda, que les permite aguantar la espera sin tensiones financieras hasta que el ciclo vuelva a recuperarse.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

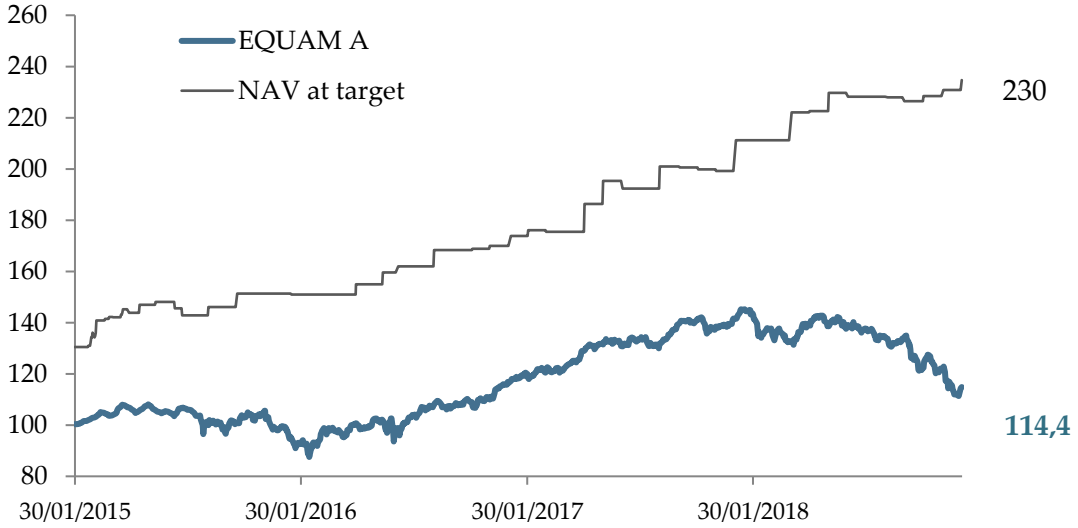
Company	Country	Weight	Value Base Case/
Parques Reunidos	Spain	3,8%	Spanish theme park operator trading at 52w lows
SeSa	Italy	3,6%	IT Value Added software italian leading provider at a discount
Int. Engelska Skolan	Sweden	3,4%	Swedish School company with strong organic growth at 8% FCFy
Smart Met. Systems	UK	3,3%	Protected and profitable smart metering market
Rieter Holding	Switzer.	3,3%	Swiss manufacturer of spindles - cheap, net cash, restructuring.
MITIE	UK	3,2%	Undervalued compounder in fragmented market
Cementir	Italy	3,2%	Cement producer with a monopoly in Denmark
Protector Forsikring	Norway	3,2%	Undervalued low cost Nordic P&C insurer
Prosegur Cash	Spain	3,1%	Cash in transit present in Spain & Latam
Euronav	Belgium	3,0%	Depressed VLCC tanker company
Orsero	Italy	2,9%	Undervalued defensive business
DFS Furniture	UK	2,8%	Leading British manufacturer of furniture.
Origin Enterprises	Ireland	2,8%	Irish agronomy company with stable revenue at low price.
ITE Group	UK	2,7%	Deeply undervalued event management company
Wilh. Wilhelmsen	Norway	2,7%	Norwegian shiping holding
Total top 15		**47%**	
Total portfolio		**99%**	
Liquidity		**1%**	
Total fund		**100%**	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo[1]



[1] *El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.*

Rentabilidad comparada EQUAM e índices

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

** 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.*

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

Registered in Spain	CNMV number 587
Fees Class A	1% NAV and 8% profit
Fees Class D	1.25% NAV (min 1 MEUR)

Fund Advisor	Equam Capital
Management Company	ADEPA (Lux)
Custodian	KBL (Lux)

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com