



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2021

Aprovechando la recuperación.

Durante el primer trimestre hemos asistido a una rápida recuperación del valor de algunas de nuestras posiciones. Como suele pasar en el mercado, los retornos nunca son lineales y después de un 2020 en el que el fondo lo hizo peor que el mercado nuestra cartera ha comenzado a mostrar la fortaleza que pensamos que se merece.

Para mantener el alto potencial de revalorización del fondo hemos iniciado una progresiva rotación de la cartera, vendiendo las posiciones que se acercan a nuestro precio objetivo y comprando nuevas posiciones en negocios sólidos y baratos.

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

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

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

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV.

Cartera barata como refugio.

El año 2021 ha comenzado con una marcada recuperación de nuestra cartera, que ha subido más de un 18% ...

A lo largo del trimestre las compañías de nuestra cartera han publicado sus resultados anuales correspondientes al ejercicio 2020 y se ha confirmado definitivamente la resistencia de nuestras empresas ante una crisis tan profunda e inesperada como la derivada del Covid.

A pesar de la caída histórica del PIB en las principales economías mundiales, nuestras compañías han conseguido mantener una generación de caja algo superior, en promedio, a la de los ejercicios anteriores. Aunque el ebitda, también en promedio, ha caído un 15%, la gestión del capital circulante y la reducción de inversiones han permitido más que compensar esta caída. Tan solo Rieter, compañía que opera en un sector de maquinaria textil y tiene una cómoda posición de caja, y Rolls Royce, que vendimos en julio de 2020, han presentado un flujo de caja de las operaciones negativo. Después de inversiones solo se incorporan TGS y Elecnor, por sus elevados programas de inversión, a esta reducida lista de compañías que han consumido algo de caja.

Esta excelente evolución ha permitido a muchas de nuestras empresas reducir endeudamiento neto durante la crisis, dejando la ratio deuda / ebitda de la cartera en un nivel realmente bajo, en el entorno de 0,2x. Solo dos compañías superan 3x ebitda.

... sin embargo el potencial de subida continúa siendo muy alto.

Las perspectivas de nuestras compañías son también muy buenas. Aunque en general no se trata de negocios de alto crecimiento, sus ventas crecían a un promedio del 6% hasta 2019 y es de esperar que durante 2021 se produzca una intensa recuperación respecto a 2020. Además, muchas de ellas van a salir reforzadas de la crisis, no solo porque los competidores más débiles han desaparecido o han quedado muy debilitados, sino también porque las compañías han acometido programas de reducción de costes durante la pandemia que en muchos casos serán permanentes. Cuando llegue la recuperación

La buena evolución de los beneficios empresariales y las bajas valoraciones de la cartera justifican la revalorización del fondo en el primer trimestre.

económica nuestras compañías alcanzarán niveles de rentabilidad más altos que en el ciclo anterior.

Esta saludable posición financiera y buenas perspectivas contrastan con la abultada caída de las cotizaciones de la cartera el año pasado. El mercado castigó especialmente a las compañías europeas de tamaño mediano y con un perfil industrial o “value”. En 2020 el valor liquidativo de Equam cayó un 10%. En nuestra opinión, esta divergencia entre la buena evolución de los resultados y la caída de las cotizaciones (que llegó a ser de hasta un 38% en algún momento del año) abrió una oportunidad de inversión única, que ya podía anticiparse con la publicación de los sólidos resultados del primer semestre de 2020 pero que ha quedado definitivamente demostrada con los resultados del ejercicio completo.

La oportunidad es aún mayor si comparamos la valoración de nuestra cartera con la valoración de las compañías europeas y americanas hacia las que ha fluido la inversión durante los años pasados. A 31 de marzo, las tecnológicas americanas (Alphabet, Apple, Microsoft, Amazon...) y las grandes empresas europeas del Eurostoxx 50 (SAP, ASML, L’Oreal, LVMH, Richemont...) cotizan a unos múltiplos en el entorno de 25x- 27x ebitda de 2020 o entre 2,7% y 3% FCFy (ratio que compara la caja generada después de intereses, impuestos e inversiones con el valor de mercado de la compañía). Nuestra cartera, aún después de la revalorización de este trimestre, cotiza a 8x ebitda y 8,4% FCFy, que son ratios muy bajas en el contexto actual.

Estas circunstancias justifican la revalorización del fondo en más de un 18% durante el primer trimestre del año. Las compañías van muy bien, tienen poca deuda y están baratas, mucho más baratas que las grandes compañías cotizadas en las que el mercado se ha estado fijando estos últimos años.

También estamos viendo retorno de los flujos de inversión hacia el tipo de compañías en las que invertimos. Parece que los inversores empiezan a interesarse de nuevo por empresas baratas. Pensamos que el repunte de la inflación, que en la

El repunte de la inflación en 2021 y la subida de tipos a largo plazo están ayudando a empezar a poner en valor nuestra cartera.

Unión Europea ha pasado de -0,3% en diciembre de 2020 a +1,3% en marzo de este año y en Estados Unidos de +0,2% a +0,4% en febrero , y la consiguiente subida de los tipos a largo - el bono a 10 años americano ha pasado de ofrecer una rentabilidad del 0,62% en abril 2020 al 1,72% en abril 2021 - hace más difícil justificar las valoraciones de 2,7% de FCFy a las que cotizan las grandes compañías, como hemos comentado antes.

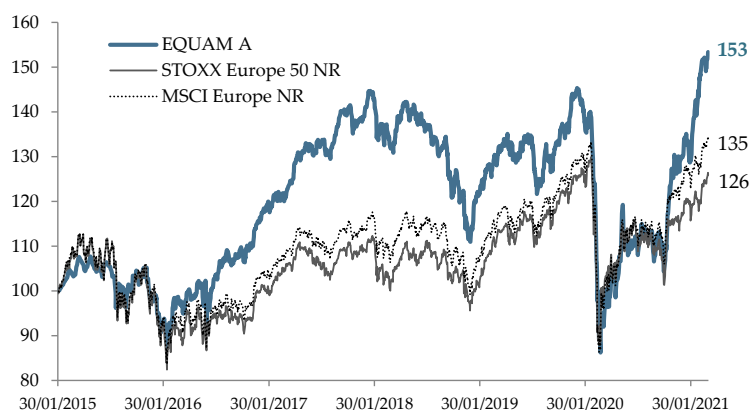
En ese contexto las compañías baratas como las de nuestra cartera están actuando como refugio. No podemos saber cuál será la evolución de los tipos, y es posible que, como insisten los bancos centrales, el repunte de la inflación sea pasajero y la subida actual se deba solo al efecto de comparación con los bajos precios de 2020. Pero, en cualquier caso, pensamos que con nuestra cartera conseguiremos mantener una rentabilidad razonable -desde inicio hemos obtenido un 7,2% anual- a la vez que la baja valoración de FCFy del 8,4% nos protege del riesgo de inflación y normalización de tipos de interés en el sistema financiero mundial que afectaría en gran medida a las compañías que hoy están caras.

Otra muestra de lo atractiva que es nuestra cartera es que hemos seguido recibiendo ofertas de compra. A las ya anunciadas el trimestre pasado (Hunter Douglas y Engelska Skolan) se suma ahora **Cerved**, una compañía italiana dedicada a la provisión de información financiera y a la gestión de créditos que habíamos incluido en la cartera este año y por la que ION y el fondo soberano de Singapur han ofrecido una prima del 35%. Nuestro enfoque de inversión de private equity nos permite identificar el tipo de compañías que pueden ser atractivas para inversores financieros que piensan de una manera parecida a como lo hacemos nosotros.

Todos estos factores han contribuido, como decíamos, a una revalorización del 18% en el primer trimestre del año. El fondo ha recuperado e incluso ampliado la ventaja que acumulaba respecto a los índices europeos. Respecto al MSCI Europe volvemos a acumular una ventaja del 19% desde el lanzamiento del fondo, que en términos anualizados supone batir al índice

en más de 2% cada año. El 7,2% anual obtenido por Equam compara con un 4,8% anual obtenido por el MSCI Europe con dividendos.

Evolución de Equam desde lanzamiento



* MSCI Europe Net Return y Stoxx Europe 50 NR en Euros, con reinversión de dividendos netos de retenciones.

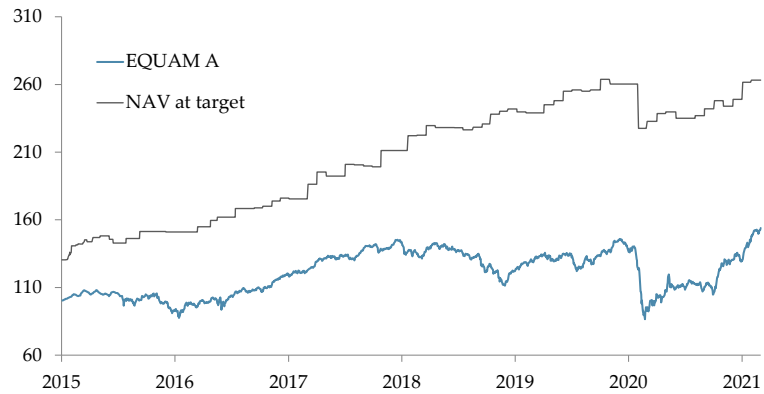
Para mantener el potencial de revalorización hemos aprovechado que algunas de nuestras inversiones se han acercado a su precio objetivo para iniciar una progresiva rotación de la cartera. Hemos ido vendiendo acciones de las compañías que han tenido mejor comportamiento, como **Sesa**, **Mekonomen**, **Brodrene Hartmann**, o **Piaggio** e incorporado 8 nuevas compañías a la cartera. Estas nuevas incorporaciones son compañías que durante 2020 han sufrido de forma directa el efecto de la pandemia y sus cotizaciones están muy deprimidas, pero que tienen balances fuertes y una buena capacidad de recuperación.

Hemos incluido dos compañías dedicadas a la gestión de hoteles, la británica **Whitbread**, que gestiona la marca Premier Inn y la irlandesa **Dalata Hotels**. Las dos compañías van a salir reforzadas de la crisis por el debilitamiento de la competencia. Tienen balances sólidos y están aprovechando la situación de la para acelerar sus planes de expansión.

También hemos invertido en la cervecera **Anheuser Busch**. Esta compañía ha sufrido por la caída del consumo en el canal

horeca, pero ha seguido generando caja y sus ventas se recuperarán en los próximos años.

Evolución de Equam y su Valor Objetivo



* *Equam a valor objetivo estima el valor liquidativo del fondo si todas las posiciones alcanzaran simultáneamente nuestra estimación de valor real. Los cambios en la estimación se explican principalmente por cambios en la composición de la cartera.*

La rotación de la cartera nos permite mantener un potencial de revalorización del 71%.

Con la renovación de la cartera mantenemos un potencial de revalorización del 71%, que evidentemente no es tan alto como el de marzo 2020 pero sigue siendo más alto que la media histórica de Equam.

Rotación de la cartera

En los primeros meses de este año hemos identificado una serie de oportunidades muy atractivas para sustituir las inversiones que están alcanzando su precio objetivo. Con esta progresiva rotación de la cartera mantenemos el alto potencial de revalorización y podremos seguir batiendo al mercado.

Durante el trimestre algunas de nuestras inversiones que mejor se habían comportado durante el año pasado han seguido revalorizándose y hemos seguido vendiendo acciones. Así, hemos vendido completamente nuestra posición en **Piaggio**, el fabricante de motocicletas y ciclomotores italiano, con una revalorización del 55% respecto a nuestro coste de inversión en un plazo de algo más de tres años.

Aunque no hemos vendido completamente nuestra inversión, sí hemos bajado bastante el peso en **Sesa**, en la que acumulamos una tir del 42% tras haberse multiplicado el precio x6 desde que empezamos a comprar. También hemos vendido acciones de **Brodrene Hartmann**, con una revalorización del 104% desde inicio y **Mekonomen**, con una revalorización del 91% desde la primera inversión.

También mantenemos dos posiciones que han recibido ofertas de compra, **Hunter Douglas** y **Cerved**. En el caso de Hunter Douglas, la familia propietaria anunció una oferta de compra a los minoritarios a un precio de 64€ por acción. Pensamos que la valoración de la oferta es extremadamente baja ya que representa 5x ebitda de 2020 y un FCFy de 16%, en una compañía que prácticamente no tiene deuda. Creemos que existe la posibilidad de que mejoren la oferta por lo que de momento mantenemos las acciones. Nuestra inversión en Hunter Douglas acumula una revalorización del 77% desde nuestra primera compra.

Cerved es una de las compañías que habíamos empezado a comprar este año. Se trata de una empresa que presta servicios de información financiera y gestión de cobros que tiene una gran capacidad de generación de caja y un perfil muy estable. Como comentábamos antes, en este caso el fondo soberano de

Singapur y el fondo ION han ofrecido una prima del 35% y valoran la compañía a unas 12x ebitda de 2020, o 10x ebitda de 2021. Nos parece una valoración ajustada, teniendo en cuenta que 2020 fue un año malo, pero más razonable que la oferta de Hunter Douglas y hemos obtenido una rentabilidad del 35% en tan solo un mes.

Además de Cerved, este año hemos empezado a invertir en dos compañías hoteleras, Whitbread y Dalata Hotels. El sector ha sufrido directamente el impacto de la pandemia y pensamos que estas dos compañías van a salir reforzadas de la crisis.

En el caso de **Whitbread**, propietaria de la cadena hotelera Premier Inn, la ocupación cayó a un 49% en el tercer trimestre del año pasado (noviembre 2020) y los ingresos bajaron un 55%. A pesar de eso, la compañía está ganando cuota de mercado a en el Reino Unido a costa de los hoteles independientes y de su principal competidor, Travelodge. Whitbread entró en esta crisis con una situación financiera envidiable. Con hoteles propios por valor de 4.300m£, ebitda de 650m£ en 2019 y deuda neta de solo 330m£. A pesar de ello, en 2020 ha hecho una ampliación de 1.000m£ para acelerar su programa de aperturas en Reino Unido y Alemania, aprovechando la debilidad de sus competidores. Pensamos que la recuperación de la ocupación cuando termine el confinamiento en Reino Unido y Alemania y la adquisición de hoteles en estos momentos tan difíciles para otros competidores va a permitir a Whitbread dar un salto en rentabilidad, tamaño y valoración.

Dalata, la empresa irlandesa que gestiona las cadenas hoteleras Clayton y Maldron en Irlanda y Reino Unido es un caso de inversión similar. También tiene un balance sólido, reforzado con una ampliación de capital de 92 m€ en 2020. Con hoteles propios valorados en 1.200m€ y un ebitda de 162m€ en 2019, tiene una deuda neta de 265m€, que le permiten acometer su plan de expansión en estos momentos en los que la competencia está debilitada. En el caso de Dalata, los ingresos cayeron más que los de Whitbread, un 68% en 2020 y la ocupación cayó de 83% a 31%, pero también cayó más su

cotización. Pensamos que Dalata tendrá una recuperación muy fuerte cuando terminen los confinamientos.

Otro sector que ha sufrido durante la pandemia es el de la cerveza, por el cierre de bares y restaurantes. Hemos encontrado una oportunidad de inversión en **AB Inveb**, que cotiza en niveles mínimos de los últimos 10 años. Esta cervecera, la mayor del mundo, lleva algunos años decepcionando al mercado. La adquisición de SabMiller en 2016, por 73.000 m£, a un múltiplo de casi 22x ebitda, ha deprimido la cotización durante varios años. El grupo acumula una deuda de 4,9x ebitda por lo que la caída del 10% en los ingresos y del 18% en ebitda por la pandemia han terminado de presionar la cotización a la baja. Esta situación nos ha permitido empezar a comprar esta compañía a un FCFy de casi el 10% respecto a lo que generó en 2019. El negocio de la cerveza es muy estable y estamos convencido que con la reapertura de los bares llegará una sólida recuperación. La ratio de endeudamiento es superior a lo que estamos acostumbrados en Equam, pero los vencimientos son a muy largo plazo y la generación de caja de la compañía es muy consistente. En los últimos dos años la deuda neta se ha reducido en un 20%, de manera que cuando el ebitda se recupere, en pocos años el nivel de endeudamiento será relativamente bajo y la cotización debería experimentar una marcada revalorización.

También hemos empezado a invertir en **Vivo plc**, una empresa cotizada en Reino Unido pero que distribuye combustibles y lubricantes en varios países de África, con una posición de liderazgo en todos ellos, usando las marcas Shell y Engen. El negocio de distribución de combustible es relativamente estable y con una alta capacidad de generación de caja, y en el caso de África claramente creciente. Vivo tiene una deuda baja, equivalente a 0,5x ebitda y cotiza a 3,4x ebitda de 2019 (4,3x ebitda de 2020). Aunque esta inversión tiene riesgos adicionales al resto de nuestras inversiones en Europa, como la posible depreciación de las divisas locales, los riesgos de repatriación de beneficios y la mayor inseguridad jurídica, hemos podido comprobar que los riesgos de divisa están relativamente cubiertos (un 65% de su negocio está vinculado a monedas

fuertes y parte de su financiación se realiza con moneda local) y que hasta el momento no han tenido problemas en la repatriación de capitales (la compañía tiene una buena diversificación geográfica que limita el posible riesgo en un determinado país). Nos parece que una valoración tan baja es una oportunidad muy atractiva para una compañía que tiene una buena capacidad de seguir generando valor a través de la expansión de su negocio en el continente africano.

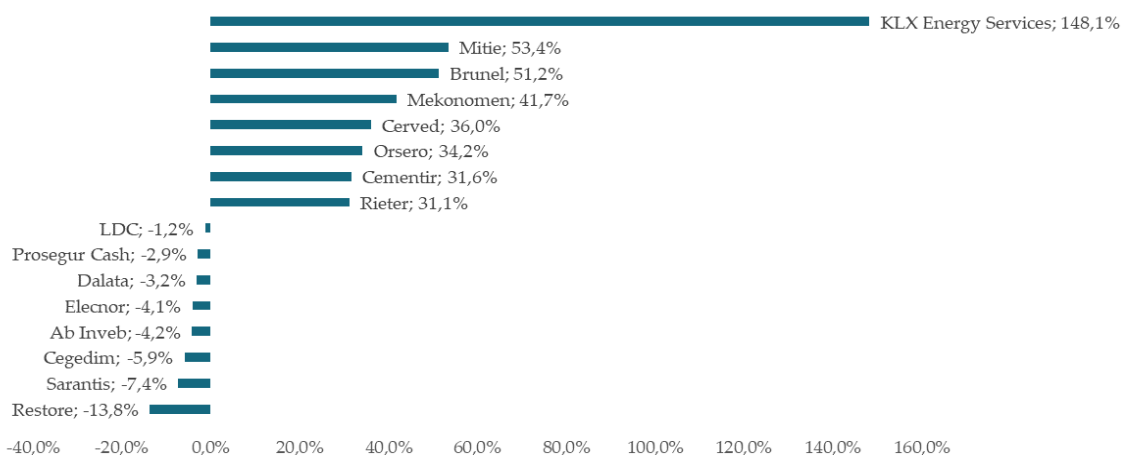
Esta rotación de la cartera con la que sustituimos inversiones que han consumido su potencial por otras que están en mínimos y tienen una fuerte capacidad de recuperación, nos permite mantener el potencial de revalorización a pesar de la subida del fondo.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las inversiones que hemos realizado durante el año 2020, tenemos 45 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez de alrededor del 1%.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre. Durante el primer trimestre del año se ha producido un fuerte rebote de algunas de las compañías relacionadas con el petróleo (KLXE y Brunel). También Rieter ha empezado a anticipar una posible recuperación y Mekonomen, Orsero y Cementir han reflejado en su cotización los buenos resultados publicados.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Descripción
Arnoldo Mondadori	Italia	5.2%	Editorial líder en Italia.
Prosegur Cash	España	4.8%	Cash in transit en España & Latam.
TGS-NOPEC	Noruega	4.1%	Servicios de exploración y producción de petróleo.
MITIE	UK	4.1%	Servicios de limpieza, seguridad e ingeniería en UK.
RHI Magnesita	UK	3.8%	Material refractario para el sector del acero y cemento.
TI Fluid Systems	UK	3.6%	Fabricante de tubos de conducción de fluidos para autos.
TAKKT	Alemania	3.6%	Distribuidor de material para oficina e industria.
Frank's International	EEUU	3.4%	Servicios de exploración y producción de petróleo.
SMS	UK	3.2%	Instalación y alquiler de contadores inteligentes.
Wilh. Wilhelmsen	Noruega	3.1%	Holding noruego de servicios marítimos.
Orsero	Italia	2.9%	Distribución mayorista de fruta en el sur de Europa.
Intertrust	Países Bajos	2.9%	Administración de sociedades mercantiles.
Navigator	Portugal	2.9%	Productor de papel de oficina.
Rieter	Suiza	2.7%	Fabricante de máquinas para la industria textil.
DFS Furniture	UK	2.7%	Venta de sofás en UK.
Total top 15		53%	
Total portfolio		99%	
Liquidez		1%	
Total fondo		100%	

Descripción

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

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

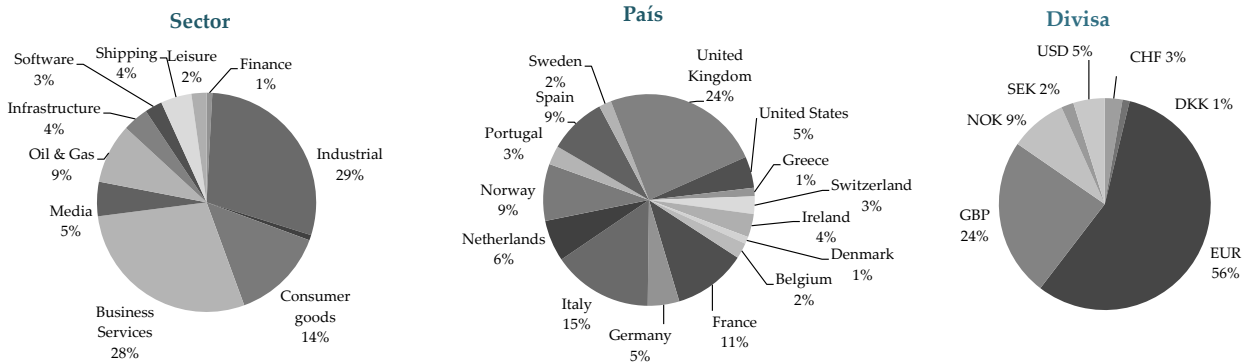
En ausencia de oportunidades atractivas de inversión, preferimos mantener liquidez. EQUAM Global Value es un fondo (FCP) UCITS domiciliado en Luxemburgo, que está registrado en CNMV y es traspasable.



Principales Posiciones y rentabilidad

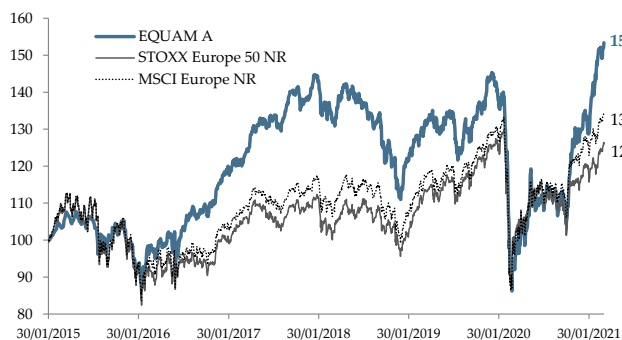
Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo	72%	Nº de inversiones	45
		Evolución vs índices	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,1%				
Prosegur Cash SA	4,8%	1 mes	7,0%	6,5%	0,6%
MITIE Group PLC	4,0%	3 meses	18,1%	8,4%	9,8%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	4,0%	2021 YTD	18,1%	8,4%	9,8%
RHI Magnesita NV	3,8%	2020	-10,4%	-3,3%	-7,1%
TI Fluid Systems plc	3,5%	2019	27,2%	26,0%	1,2%
TAKKT AG	3,4%	2018	-18,8%	-10,6%	-8,2%
Frank's International NV	3,4%	2017	21,7%	10,2%	11,5%
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA Class A	3,3%	2016	17,1%	2,6%	14,5%
Smart Metering Systems PLC	3,2%	2015	-1,1%	0,9%	-2,0%
Total Top 10	38,4%	Acum Inicio	53,4%	34,8%	18,6%
Total cartera de Renta variable	99,4%	Anualizado inicio	7,2%	5,0%	2,2%
Liquidez	0,6%	* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.			
		** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.			

Resumen de exposición de la cartera

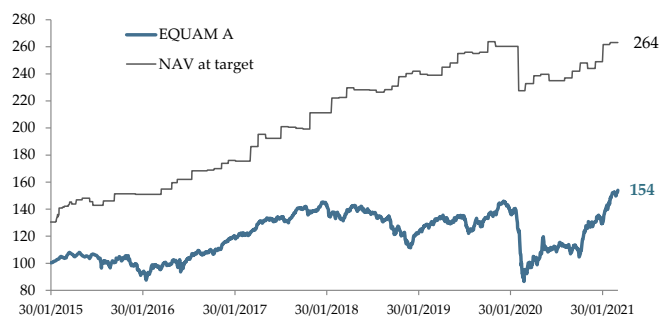


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



Incometric Fund - Equam Global Value

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX	Traspasable	SI, N° CNMV: 587	Asesor del fondo	Equam Capital
ISIN Clase A	LU0933684101	Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Depositario	KBL (Lux)
				Registro de accionistas	European Fund Admin.