EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2021

Mantenemos el optimismo a pesar de la revalorización

A pesar del buen comportamiento del fondo en los últimos trimestres, mantenemos una visión optimista respecto a las perspectivas futuras ya que i) las compañías de la cartera siguen cotizando a valoraciones muy atractivas, ii) la recuperación de la demanda conforme se van levantando las restricciones va a seguir impactando positivamente en los resultados de las compañías y iii) las empresas se han reforzado durante la crisis reduciendo costes y ganando cuota de mercado frente a competidores más débiles. Por otro lado, por primera vez en mucho tiempo empezamos a ver un creciente interés de los inversores en compañías de valor frente a las de crecimiento conforme las expectativas de inflación y el riesgo de subida de tipos van aumentando.

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.

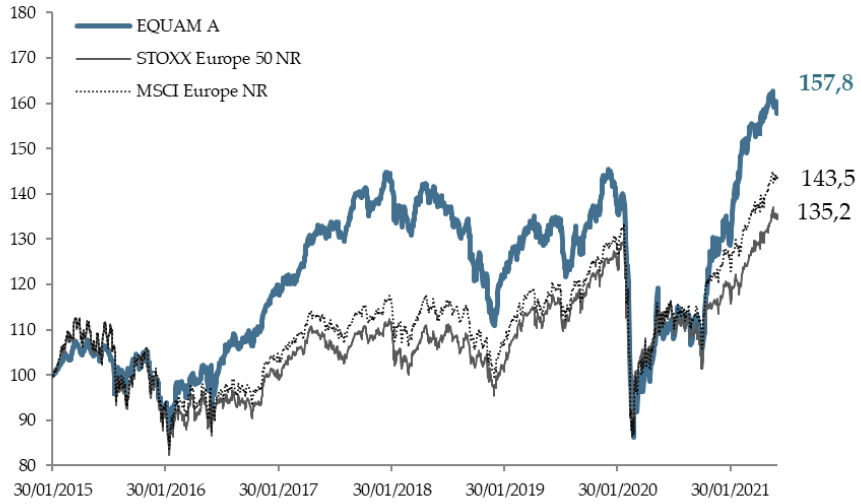
El fondo continúa su buen comportamiento.

Durante el primer semestre del año el fondo ha continuado su buen comportamiento iniciado a finales del año pasado.

El buen comportamiento del fondo respecto al mercado que empezamos a observar en la segunda parte del año pasado ha continuado durante el primer semestre de 2021. Así, en los seis primeros meses del año el fondo ha experimentado una revalorización del 21,5% frente al 15% de los índices comparables con dividendos.

Esto ha permitido que desde una perspectiva más a largo plazo el fondo haya recuperado ampliamente la senda de mejor comportamiento que teníamos hasta el inicio del Covid. Así desde el lanzamiento del fondo, Equam ha obtenido un retorno anualizado del 7,4% superando en 1,6 puntos anuales a los índices comparables 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.*

Desde el punto de vista del entorno económico, en unos pocos meses hemos pasado de una situación de ralentización y fuerte caída de la demanda como consecuencia de las medidas tomadas por los distintos gobiernos para evitar la propagación del Covid a una fuerte y rápida recuperación conforme estas medidas se han ido levantando. En este sentido, si se va confirmando la normalización de la vida de los ciudadanos una

A pesar del buen comportamiento de los últimos trimestres seguimos siendo optimistas respecto a las perspectivas futuras del fondo.

vez que las campañas de vacunación se completan, es previsible que esta recuperación se acelere dado el gran nivel de ahorro acumulado de las familias y el deseo de recuperar muchas actividades que se han visto impedidas durante muchos meses. Todo ello está llevando a una situación de aumento de precios generalizado. Aunque los bancos centrales continúan lanzando mensaje de tranquilidad, afirmando que esta subida de los precios será temporal y confirmando que la normalización de las políticas monetarias sólo se hará de una manera gradual y coordinada, creemos que resulta muy difícil asegurar que esto sea así ya que a las consecuencias de la masiva inyección monetaria que se ha realizado en los últimos años se le podría unir el mencionado sobrecalentamiento más rápido de lo esperado de la economía.

En este contexto que acabamos de describir, existen varios motivos por los que continuamos siendo optimistas respecto a la futura evolución del fondo en el medio plazo:

- Las compañías han aprovechado la crisis del Covid para tomar una serie de medidas de reducción de costes que en una gran parte van a mantenerse en el largo plazo de una manera estructural. Esto va a permitir a las compañías reducir su punto de equilibrio y mejorar su rentabilidad respecto a la situación anterior al Covid conforme a la situación económica vaya recuperándose.

Las compañías de la cartera van a salir mayoritariamente reforzadas de la crisis de Covid que hemos vivido.

- La mayor parte de las compañías en las que estamos invertidos tienen una posición de liderazgo en los mercados en los que operan con importantes cuotas de mercado y además mantienen una estructura de balance sólida. La combinación de estos dos elementos va a permitir que estas empresas salgan reforzadas de esta crisis pudiendo ganar cuota de mercado frente a otros operadores más débiles cuyos negocios se han visto mucho más impactados. La siguiente tabla muestra la posición competitiva y situación de balance de nuestras principales inversiones.

Posición competitiva / Balance Principales posiciones

Peso	Compañía	Descripción	Posición competitiva	Apalancamiento
5,45%	PROSEGUR CASH	Gestión y transporte de efectivo	Número 1 o 2 en los mercados en los que opera	2,0x deuda neta /ebitda
5,02%	GRUPPO MONDADORI	Publicación de libros y revistas	Número 1 en Italia. 24% cuota de mercado	caja neta
4,30%	TGS	Exploración sísmica	Número 1 mundial	caja neta
3,26%	THE NAVIGATOR COMPANY	Fabricación de papel no estucado	Número 1 en Europa en papel no estucado	2,4x deuda neta / ebitda
3,18%	TAKKT AG	Distribución de productos de oficina, almacenes y fábricas	Líder mercado en una industria muy fragmentada	caja neta
3,17%	intertrust GROUP	Servicios de administración para compañías offshore y fondos	Número 1 o 2 en los mercados en los que opera	3,8x deuda neta / ebitda
3,12%	Wilh. Wilhelmsen Holding	Servicios marítimos	Número 1 mundial en distribución productos marítimo y transporte marítimo de vehículos.	caja neta
3,06%	T.H. Orsero	Distribución de frutas y verduras	Número 1 en Europa del sur	1,8x deuda neta / ebitda
3,00%	TI Fluid Systems	Proveedor para industria automovilística	Número 1 en fabricación de tubos de fluidos para sector automóvil	1,8 deuda neta / ebitda
2,99%	FRANKS INTERNATIONAL	Servicios petrolíferos	Número 1 mundial en servicios de tubos petrolíferos	caja neta
2,89%	RHI MAGNESITA	Fabricación de productos refractarios	Número 1 mundial en productos refractarios	1,5x deuda neta / ebitda
2,54%	smsplc	Instalación y gestión de contadores inteligentes	Número 1 en UK en instalación y gestión de contadores inteligentes	caja neta

La cartera sigue cotizando a una valoración atractiva a pesar de la reciente revalorización.

- A pesar de la revalorización del fondo en los últimos meses, las compañías en las que estamos invertidos siguen cotizando a una valoración muy atractiva y con un fuerte descuento respecto a otras compañías o transacciones comparables.

Valoración actual principales Inversiones Equam

Peso	Compañía	Descripción	FCF yield
5,45%	PROSEGUR CASH	Gestión y transporte de efectivo	12,80%
5,02%	GRUPPO MONDADORI	Publicación de libros y revistas	11,80%
3,26%	THE NAVIGATOR COMPANY	Fabricación de papel no estucado	10,00%
3,18%	TAKKT AG	Distribución de productos de oficina, almacenes y fábricas	9,00%
3,17%	intertrust GROUP	Servicios de administración para compañías offshore y fondos	10,50%
3,06%	T.H. Orsero	Distribución de frutas y verduras	11,30%
3,00%	TI Fluid Systems	Proveedor para industria automovilística	8,50%
2,89%	RHI MAGNESITA	Fabricación de productos refractarios	9,00%

- Como vamos a comentar más adelante en este informe, en los últimos meses hemos realizado una serie de nuevas inversiones en compañías que por distintos motivos están cotizando a un fuerte descuento.

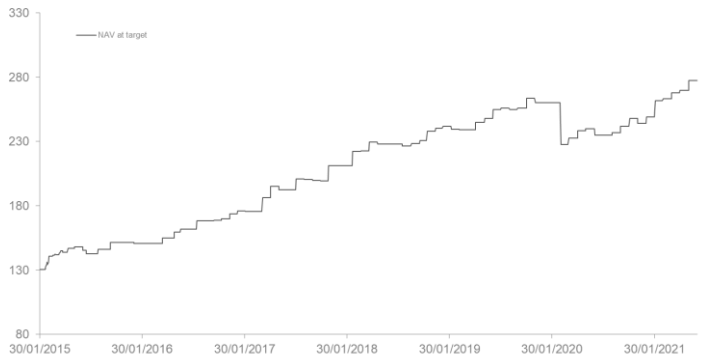
La incorporación de nuevas inversiones junto con el cambio de pesos ha permitido que el valor objetivo del fondo se sitúe por encima de los niveles Pre-Covid.

Nuevas Inversiones 1H 2021

Sector hotelero/viajes	Otras compañías afectadas	"Small caps" olvidadas
WHITBREAD	cellularline	tas group
DALATA	FRESENIUS MEDICAL CARE	sonans
DO&CO	VIVO ENERGY	all for one
	ABInBev	

Estas nuevas incorporaciones junto con el cambio de pesos en aquellas compañías que mejor o peor comportamiento bursátil han tenido nos ha permitido mejorar el valor objetivo del fondo por encima de los niveles que teníamos antes del inicio de la crisis del Covid.

Evolución de Valor Objetivo del Fondo



** Equam a valor objetivo estima el valor liquidativo del fondo si todas las posiciones alcanzaran simultáneamente nuestra estimación de valor real.*

- Finalmente, en los últimos años la valoración de los distintos tipos de activos ha estado afectada por el nivel artificialmente bajo de tipos de interés, que han favorecido a aquellos activos con una duración mayor. Así, el tipo de compañías en las que estamos invertidos con una gran capacidad de generación de caja actual y negocios estables se han visto perjudicadas frente a aquellas compañías con baja generación de caja actual o incluso negativa pero con expectativas de fuerte (pero en muchas ocasiones incierto) crecimiento futuro. Todo ello ha provocado como ya hemos comentado en otras ocasiones una divergencia de valoración considerable entre los distintos activos. Creemos que una previsible situación de inflación y normalización de tipos de interés debería permitir que esa divergencia se cierre en favor de tipo de compañías en las que estamos invertidos.

El potencial del fondo se mantiene en niveles medios históricos del 70%.

Todos estos elementos se reflejan en el hecho de que a pesar de la fuerte revalorización de los últimos trimestres el potencial de revalorización del fondo, aunque menor que los niveles extraordinarios que pudimos ver el año pasado, se sigue manteniendo a niveles atractivos en el entorno del 70%.

Potencial de Revalorización del Fondo*

** Potencial calculado como el diferencial entre el valor estimado de las inversiones del fondo y el NAV actual.*

Nuevas Inversiones

Después de un año 2020 en el que mantuvimos el grueso de nuestra cartera sin grandes cambios, durante la primera parte del año hemos dado entrada a un número alto de nuevas inversiones aprovechando la fuerte volatilidad que se ha generado en los mercados a raíz de la crisis del Covid y el importante castigo que han experimentado en su cotización algunas compañías.

Do & Co está ganando nuevos e importantes contratos con distintas aerolíneas que le va a permitir impulsar su negocio de manera importante conforme se vaya recuperando el tráfico aéreo.

Ya comentamos en el anterior informe algunas de estas nuevas inversiones como las empresas hoteleras Whitbread o Dalata en el sector hotelero. En el sector de ocio y viajes hemos incorporado una nueva compañía. Se trata de la compañía austriaca **Do & Co** dedicada a servicios de catering para el sector aeronáutico y de eventos. La compañía tiene una estrategia basada en ofrecer productos de calidad y las aerolíneas han percibido que el servicio de comida es una forma buena de poder diferenciarse de la competencia sin que tenga un impacto significativo en sus costes. A este punto, se ha unido la compra que recientemente ha realizado el líder del mercado Gategroup del negocio de catering de Lufthansa en Europa, situación que ha provocado que muchas aerolíneas ante la concentración de negocio con esta nueva compañía estén buscando proveedores alternativos. Estos dos elementos están permitiendo a Do & Co ganar un gran número de contratos de tamaño relevante en los últimos trimestres como el grupo IAG (incluyendo British Airways e Iberia) o Delta Airlines en los Estados Unidos entre otros. Estos nuevos contratos suponen incrementar en más de un 80% el volumen de negocio que tenía la compañía antes del Covid y las perspectivas para seguir ganando nuevos contratos son muy buenas. Por otro lado Do & Co ha demostrado tener una gran capacidad de adaptación y flexibilidad de costes, lo que le ha permitido que a pesar de experimentar una reducción de ingresos del 72% en 2020 su margen EBITDA se haya incrementado del 7,4% al 10,3% y su consumo de caja en un año tan complicado haya sido pequeño más allá de las inversiones relacionadas con los nuevos contratos. Obviamente, los niveles de tráfico aéreo tardarán aún un tiempo en recuperarse, pero esta recuperación llegará y

Do & Co es un claro ejemplo de compañía que va a salir de esta crisis muy reforzada y con una posición de mercado mucho más sólida, lo que deberá ir reflejándose en la cotización.

Volvemos a entrar en el sector educativo nórdico a través de la empresa noruega Sonans Holdings.

Después de nuestra venta (forzada a raíz de una oferta de compra) de International Engelska Skolan en Suecia el año pasado, hemos vuelto a invertir en el sector educativo nórdico a través de la compañía noruega **Sonans Holdings AS**. La compañía opera dos negocios diferentes: Sonans Utdanning es la compañía líder en preparación de exámenes de acceso a la universidad donde Sonans tiene una cuota de mercado del 61% y el mercado tiene aún potencial de crecimiento ya que un número bastante importante de alumnos no utilizan todavía servicios de academia preparando los exámenes por su cuenta. Por otro lado, Bjorknes Hoyskole es un centro de educación superior en Oslo con una muy importante penetración y experiencia en educación on-line que se ha visto muy positivamente impactado por la situación del Covid. Además, Bjorkens tiene en cartera un número relevante de nuevos programas que va a ir lanzando en los próximos años. Se trata por tanto de un negocio con una fuerte capacidad de crecimiento, altos márgenes y gran nivel de generación de caja. Finalmente, la compañía está liderada por un CEO con una larga experiencia en el sector y el equipo directivo tiene una participación del 5% en la compañía lo que garantiza una buena alineación de intereses.

La compañía de servicios informáticos All for One está atravesando un periodo de transición que nos ha permitido comprarla a un precio muy atractivo.

Por último, hemos realizado una inversión en la compañía alemana **All for One** dedicada a la implantación de productos ERP de SAP y otros productos propios enfocada en compañías de tamaño medio. Durante los últimos años la compañía ha invertido para prepararse para al proceso de implantación del nuevo producto de SAP S/4 Hana y en el desarrollo de una serie de productos complementarios propios. Estas inversiones han tenido un impacto en la rentabilidad del negocio (pasando de un margen EBIT del 8% hace unos pocos años hasta los actuales niveles en el entorno del 5%). Creemos que conforme la implantación del nuevo producto de SAP y de los productos desarrollados por la compañía durante los últimos años se vaya produciendo All for One va a presentar un crecimiento

saludable y una recuperación de los márgenes hacia los niveles históricos, lo que va a permitir una fuerte mejora en los resultados de la compañía.

Ofertas de Compra

Como ya comentamos en informes anteriores hemos recibido varias ofertas de compra en los últimos meses a raíz de la fuerte caída en la cotización de muchas compañías.

A pesar de que la cotización actual todavía no refleja el valor real de la compañía, hemos decidido vender nuestra inversión en Hunter Douglas, al creer que el accionista principal no está alineado con el resto de accionistas.

En este sentido, ya habíamos vendido nuestras inversiones en International Engelska Skolan y Cerved. Respecto a la oferta recibida por **Hunter Douglas**, la compañía holandesa líder en fabricación y venta de estores para ventanas, la familia propietaria de una participación mayoritaria realizó, como ya comentamos, una ridícula oferta por 64 euros por acción muy por debajo del valor real de la compañía. Después de varios contactos con los ofertantes junto con varios accionistas minoritarios de la compañía, la familia incrementó su oferta hasta 82 euros por acción un nivel todavía claramente insuficiente. De hecho el nivel de aceptación de la oferta fue muy bajo y el accionista principal informó de que no iba a continuar con sus intenciones de exclusión de bolsa como había anunciado inicialmente. Una vez finalizada esta operación, hemos decidido vender nuestra participación en el entorno de 91 euros (un 11% por encima de la última oferta) porque aunque creemos que la cotización todavía no refleja completamente el valor real de la empresa, no queríamos continuar siendo socios de una familia que, controlando actualmente alrededor de un 93% del capital, ha demostrado claramente a lo largo de este proceso que no tiene una buena alineación de intereses con el resto de accionistas del grupo.

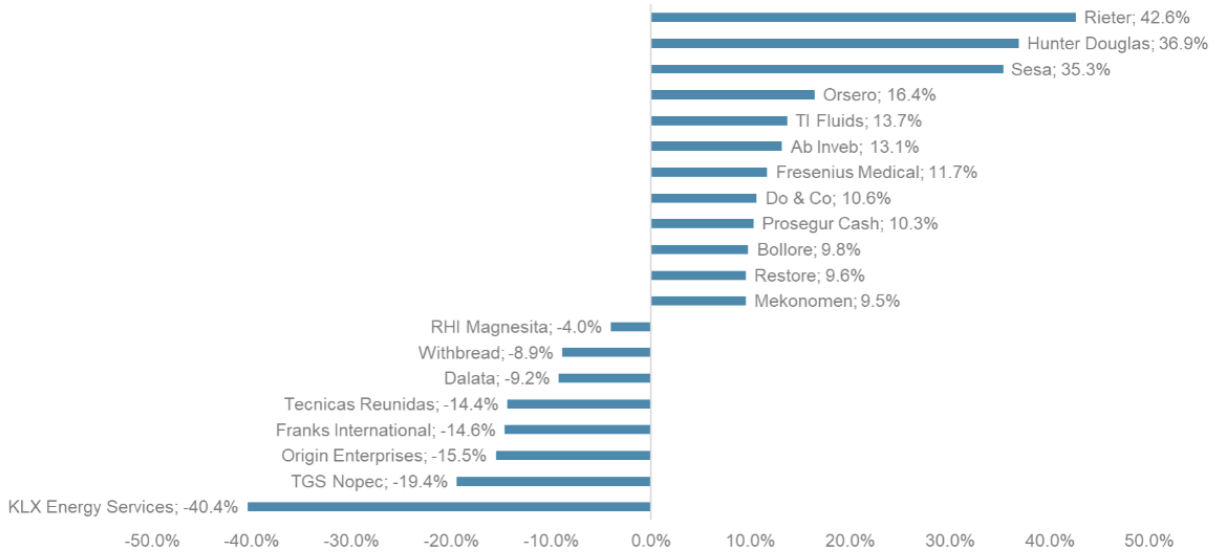
Situación de la cartera.

Después de los movimientos que hemos realizado durante el año 2021 (diez nuevas inversiones y dos desinversiones), hemos aumentado el número de compañías en el fondo desde las 38 de finales de 2020 hasta las 47 actuales. La liquidez del fondo continúa como en trimestres anteriores en un nivel bajo, en el entorno del 1,3%, debido a las valoraciones atractivas que seguimos encontrando en el mercado.

Después de un inicio de año con un buen comportamiento, las compañías relacionadas con el petróleo han experimentado importantes correcciones. Más allá de la volatilidad a corto plazo, seguimos siendo optimistas respecto a las perspectivas a medio plazo de estas compañías. Recordemos además que todas ellas (excepto la pequeña inversión que mantenemos en KLX) mantienen una posición de caja neta significativa lo que asegura que no puedan entrar en problemas financieros.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Descripción
Prosegur Cash	España	5,45%	Trasporte de efectivo en España y Latam
Mondadori	Italia	5,02%	Editorial líder en Italia.
TGS ASA	Noruega	4,30%	Servicios de exploración y producción de petróleo.
Navigator	Portugal	3,26%	Productor de papel de oficina.
TAKKT	Alemania	3,18%	Distribuidor de material para oficina e industria.
Intertrust	Netherlands	3,17%	Administración de sociedades mercantiles.
Wilh. Wilhelmsen	Noruega	3,12%	Holding noruego de servicios marítimos.
Orsero	Italia	3,06%	Distribución mayorista de fruta en el sur de Europa.
TI Fluid	UK	3,00%	Fabricante de tubos de conducción de fluidos para autos.
Frank's International	USA	2,99%	Servicios de exploración y producción de petróleo.
Rieter Holding	Suiza	2,98%	Fabricante de máquinas para la industria textil.
RHI Magnesita	UK	2,89%	Material refractario para el sector del acero y cemento.
SMS	UK	2,54%	Instalación y alquiler de contadores inteligentes.
MITIE Group	UK	2,52%	Servicios de limpieza, seguridad e ingeniería en UK.
Neurones	Francia	2,51%	Proveedor Francés de soluciones informáticas
Total top 15		**49,96%**	
Total portfolio		**98,85%**	
Liquidez		**1,15%**	
Total fondo		**100%**	

EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
158,36€
30 de junio de 2021

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
Prosegur Cash SA	5,4%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,0%
TGS ASA	4,3%
Navigator Company SA	3,3%
TAKKT AG	3,2%
Intertrust NV	3,2%
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA Class A	3,1%
Orsero SpA	3,1%
TI Fluid Systems plc	3,0%
Frank's International NV	3,0%
Total Top 10	**36,5%**
Total cartera de Renta variable	**98,8%**
Liquidez	**1,2%**

Potencial de revalorización del fondo 73% — Nº de inversiones 47

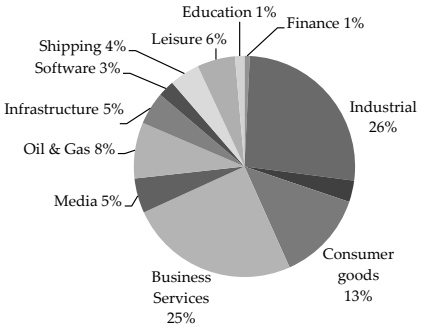
Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	-1,0%	1,7%	2,2%	-2,7%
3 meses	2,9%	6,5%	6,7%	-3,6%
2021 YTD	21,5%	15,4%	15,0%	6,2%
2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**57,8%**	**43,5%**	**35,2%**	**14,3%**
Anualizado inicio	**7,4%**	**5,8%**	**4,8%**	**1,6%**

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

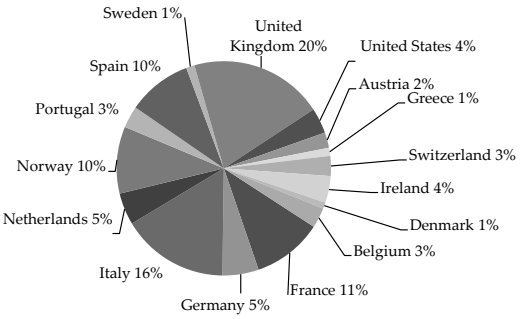
*** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Resumen de exposición de la cartera

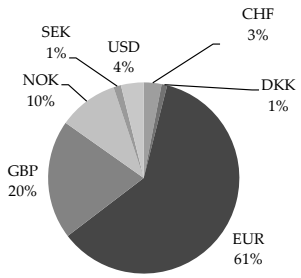
Sector



País

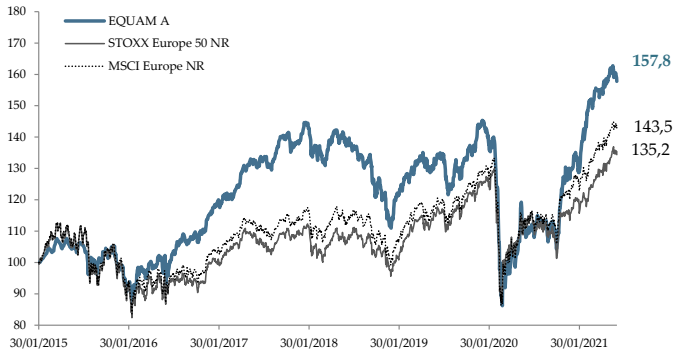


Divisa

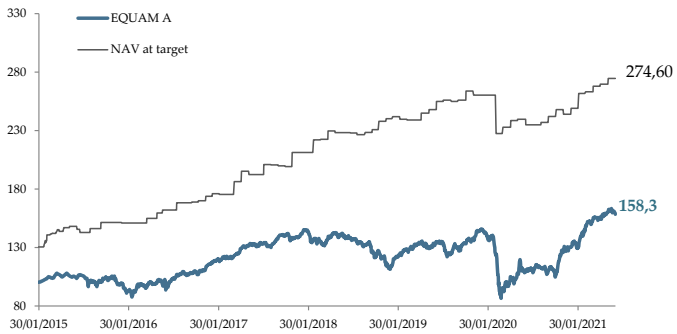


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



Incometric Fund - Equam Global Value

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
ISIN Clase A	LU0933684101
ISIN Clase B	LU0933684283
ISIN Clase D	LU1274584991

Traspasable	SI, Nº CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim + 8% beneficio
Fees Class B	1,85% NAV
Fees Class D	1,25% NAV (min 1 MEUR)

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

Este documento tiene únicamente fines informativos, no debe usarse para evaluar los méritos de invertir en el Fondo. La compra de participaciones del Fondo es adecuada para inversores que comprenden y están dispuestos a asumir los riesgos que implica la filosofía de inversión. No hay garantías de que se cumplirán los objetivos de inversión declarados del Fondo. El resumen / precios / cotizaciones / estadísticas de este documento se ha obtenido de fuentes consideradas confiables, pero no garantizamos su exactitud o integridad. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. El rendimiento pasado es no es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo por escrito de Adepa Asset Management S.A.