EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2021

Cartera preparada para la inflación.

Durante el tercer trimestre se han intensificado los temores a la vuelta de la inflación. Nuestra cartera está preparada para resistir cómodamente los distintos entornos en los que pueda derivar la actual situación. Su exposición a negocios con limitada competencia y contratos estables permitirá repercutir las subidas de precios si finalmente se consolidan. Asimismo, las bajas valoraciones y el limitado endeudamiento de nuestras empresas permitirían superar un entorno de tipos más altos.

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 defensiva para el actual escenario.

Después de unos años en los que la evolución de la pandemia era lo más relevante para todos, la principal preocupación de los inversores ha pasado a ser la inflación. Durante muchos años ha estado bajo control a pesar de los bajos tipos de interés y de las inyecciones monetarias. Sin embargo, durante este último año los precios de muchas materias primas se han disparado.

Nuestra cartera está bien preparada para un escenario de inflación.

El petróleo ha alcanzado los 80$ por barril, el doble que hace un año. El gas natural (Nueva York) ha pasado de 2,5$/mmbtu a casi 6$/mmbtu. El cobre ha subido un 42%, el aluminio un 66% el maíz un 42%, el azúcar un 44% y el uranio un 39%.

Una posible explicación para esta subida, la que están dando las autoridades monetarias, es que después del parón económico de la pandemia se ha producido un choque de oferta. La demanda se ha recuperado rápidamente y a la oferta le está costando más, y por eso los precios están subiendo. Las empresas consumieron sus inventarios durante los confinamientos y ahora tienen que hacer el doble esfuerzo de reponer los inventarios y satisfacer la demanda. Todas las empresas han hecho sus compras a la vez y se han puesto de manifiesto los cuellos de botella. Hay retrasos en la entrega de semiconductores, de materias primas, materiales de construcción y componentes. Además, las cadenas logísticas están saturadas, lo que aumenta los retrasos. Sin embargo, las autoridades monetarias piensan que cuando esta situación se normalice, los precios volverán a su senda de suave crecimiento.

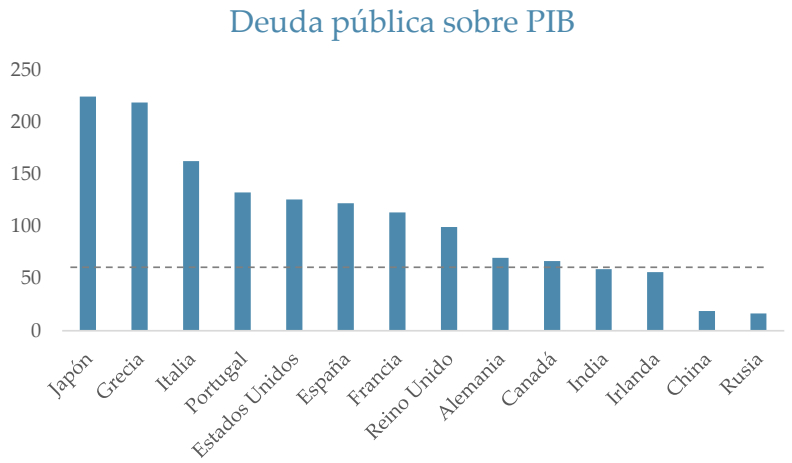
También es razonable pensar, tanto por las conversaciones que tenemos con nuestras compañías como por las noticias que aparecen en los medios, que esta situación de déficit de oferta puede alargarse más de lo que esperan las autoridades monetarias. La subida de precios de la energía puede mantenerse durante bastante tiempo porque la industria de exploración y producción de gas y petróleo lleva unos años con un nivel de inversión muy inferior a los ciclos anteriores y la

capacidad de fijación de precios de la OPEP está aumentando. Además, el aumento del coste de la energía está obligando a algunas industrias a parar la producción. Estos últimos meses China ha empezado a racionar la energía y en la provincia de Liaoning varias fábricas han tenido que parar su producción. El bajo nivel de vacunación del sudeste asiático ha provocado también cierres en países como Vietnam, cruciales en la cadena de producción mundial. La falta de semiconductores ha llevado a muchos fabricantes de automóviles y de productos de consumo a anunciar recortes en la producción para este año. También hay escasez de mano de obra en muchos países, no solo en el Reino Unido, donde los medios de comunicación han puesto mucho énfasis en el hecho de que el ejército haya tenido que intervenir para ayudar con la distribución de combustibles por la falta de conductores. También hay problemas de mano de obra en Alemania, Australia y Estados Unidos. Los problemas logísticos siguen acumulándose y es de esperar que el precio del transporte por mar siga subiendo en el corto plazo. Todos estos problemas podrían agravar la situación de inflación en los próximos años más de lo esperado.

El curso de la inflación es de vital importancia para el ahorrador-inversor. Evidentemente, si se consolida un nivel de inflación elevado, la tenencia de activos líquidos o deuda del Estado asegura una pérdida constante de poder adquisitivo y hay que buscar otras alternativas.

También es importante para los inversores hacerse una idea de cómo pueden evolucionar los tipos de interés en los distintos escenarios. ¿Qué harán las autoridades monetarias si la inflación finalmente se mantiene en niveles mayores de lo esperado? ¿Corregirán su política monetaria o mantendrán tipos anormalmente bajos? Tampoco en esta cuestión, tan importante para los inversores, podemos hacer una predicción, pero nos inclinamos a pensar que aunque haya inflación los tipos seguirán en niveles anormalmente bajos. Como muestra la siguiente tabla, los niveles de endeudamiento público de las mayores economías occidentales superan con creces el nivel máximo recomendable del 60% sobre PIB y eso hace pensar que los tipos se mantendrán por debajo de su nivel razonable

durante muchos años para evitar la bancarrota de los Estados más endeudados. A modo de ejemplo, si la deuda pública española tuviera un coste financiero del 4%, que cubriera la inflación más un diferencial del 1%, aportaría al déficit público un 5% sobre PIB solo por el pago de intereses y esta situación sería insostenible.



Fuente: Factset

A pesar de la incertidumbre respecto a la inflación y los tipos, pensamos que tenemos una cartera muy bien preparada para los distintos escenarios.

En una situación de "normalización" en la que la inflación vuelve a niveles más bajos que los actuales, los tipos de interés se mantienen en los niveles anormalmente bajos a los que estamos acostumbrados y la recuperación sigue su curso, nuestra cartera será capaz de capturar la mejoría de la economía. Nuestras compañías han recortado costes durante la pandemia y si la demanda sigue su recuperación, sus márgenes y sus beneficios van a mejorar. Las bajas valoraciones a las que cotizan nuestras empresas y su exposición directa a la economía real nos permitirán tener una buena evolución.

Si la inflación se mantiene en niveles altos más tiempo de lo previsto, la cartera ideal será aquella que tenga empresas con capacidad de trasladar las subidas de precios a sus clientes. Como hemos indicado en otras ocasiones, uno de nuestros principales criterios de selección de acciones es la estabilidad y predictibilidad de los flujos de caja futuros. Esta estabilidad

viene determinada por una estructura contractual estable, generalmente con cláusulas que garantizan la recuperación de la inflación, o por situaciones en las que la competencia es moderada y por tanto las compañías tienen capacidad de fijación de precios. La gran mayoría de nuestras inversiones cumplen esta exigencia, y por eso pensamos que un escenario de inflación moderada sería razonablemente bueno para nosotros. Las que no cumplen este requisito son precisamente las expuestas a las materias primas y se benefician directamente de la inflación

En este sentido y a modo de ejemplo, tenemos en cartera compañías como SMS, Restore, Intertrust, Mitie, Sol o Elecnor tienen condiciones de contratación que permiten trasladar automáticamente la inflación al cliente. Otras inversiones, como Mondadori, Prosegur Cash, TI Fluids o Takkt tienen posiciones de mercado muy sólidas que les otorgan suficiente capacidad de fijación de precios para poder trasladar las subidas de coste. Finalmente, compañías relacionadas con las materias primas como TGS, Expro, Navigator o Wihl Wilhelmsen están siendo, como decimos, beneficiarias directas de las subidas de precios que hemos comentado.

El tercer escenario posible es que a la subida de la inflación le acompañe también una inesperada subida de tipos. Como hemos comentado, pensamos que este escenario es menos probable, pero no podemos descartarlo completamente. Es en esta situación cuando se hace crucial tener una cartera poco endeudada que además cotiza a valoraciones bajas. Si los tipos suben, las compañías que más sufrirán serán las endeudadas y aquellas que cotizan a valoraciones altas. Equam tiene compañías con poca deuda y baratas.

En definitiva, pensamos que nuestra cartera está bien posicionada tanto para capturar la recuperación como para salir reforzados de una posible crisis de inflación o de una subida de tipos.

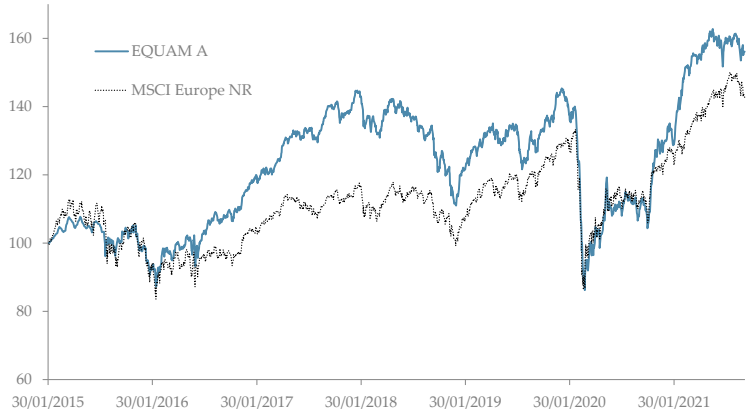
Evolución reciente del fondo.

El último trimestre el fondo ha tenido un comportamiento algo peor que los índices comparables.

Durante el tercer trimestre del año el NAV del fondo ha sufrido un pequeño recorte del 1,6%, algo peor que los índices comparables que han subido algo menos del 1%. Desde los mínimos alcanzados en marzo del año pasado el fondo prácticamente ha doblado su valor.

Desde el lanzamiento del fondo hemos obtenido una rentabilidad anualizada del 7% frente al 6% de los índices comparables.

Evolución de Equam y MSCI Europe

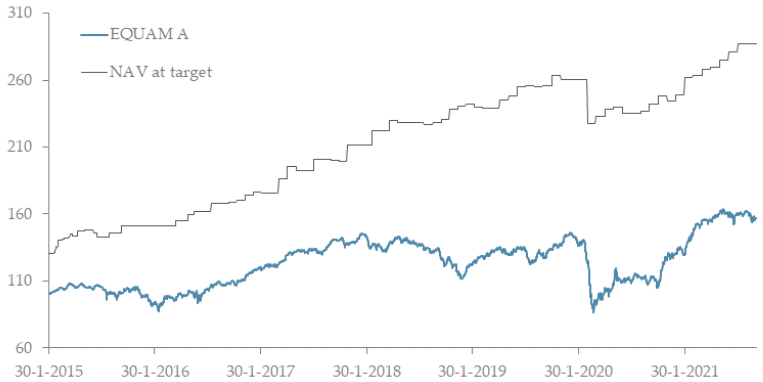


** MSCI Europe Net Return y Stoxx Europe 50 NR en Euros, con reinversión de dividendos netos de retenciones.*

La relativa debilidad del fondo durante el trimestre ha permitido que el potencial de revalorización aumente hasta el 83%.

Evolución de Equam y su Valor Objetivo

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



** 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.*

Cambios en la cartera

Después de la acusada recuperación durante el primer semestre del año hemos aprovechado para reducir el peso de algunas posiciones e incluso salir completamente de otras. Hemos vuelto a invertir en Applus.

Volvemos a invertir en Applus por su atractiva valoración.

En el trimestre hemos incorporado **Applus** a la cartera del fondo. Invertimos en esta compañía en 2016, en un momento en el que su cotización estaba deprimida, y en esa ocasión obtuvimos una TIR del 42%.

Pensamos que ahora se abre una nueva oportunidad de inversión porque la cotización ha vuelto a niveles muy atractivos durante la pandemia y no se ha recuperado completamente a pesar de la buena evolución de los resultados. La compañía ha seguido haciendo adquisiciones en su división de Energía e Industria (ha comprado Inecosa y Adícora para el mercado de generación de electricidad a Iberdrola, Safco en Arabia Saudí y Enertis para el mercado de energía solar). En la división de ITV ha renovado el contrato de Irlanda, el mayor fuera de España, por otros 10 años y ha adquirido la empresa sueca de ITV Besikta Bilprovning.

Pensamos que la cotización puede estar deprimida por la decisión de la Generalitat de Cataluña de abrir una nueva licitación para el centro tecnológico en el que opera Idiada (laboratorio de pruebas para automóviles) cuando venza el contrato en 2024. Idiada representa el 14% del beneficio operativo normalizado y la pérdida de este contrato sería material para la compañía. No obstante, pensamos que a los niveles de cotización actuales de Applus esta posible pérdida está más que descontada, y que en caso de ganar la licitación en 2024 el impacto sería muy positivo.

Gracias a su capacidad de generación de caja y a pesar de las adquisiciones, la ratio de deuda sobre ebitda de Applus ha bajado hasta 2,9x en junio de 2021, por debajo del máximo de 4x del covenant. La compañía cotiza a un free cash flow yield normalizado del 10%.

Hemos vendido nuestras acciones en **Mekonomen**, compañía Sueca dedicada a la distribución de recambios para el automóvil aprovechando su recuperación. Empezamos a comprar acciones de esta sociedad en abril de 2019 por lo que hemos estado invertidos dos años y medio en su capital. Hemos obtenido una TIR del 42%, gracias a la recuperación de sus resultados y a la expansión de múltiplos en el periodo de inversión.

También hemos vendido **Hornbach Baumarkt**. Esta compañía alemana dedicada al DIY ha presentado unos resultados excepcionales durante la pandemia porque la demanda de productos para el mantenimiento del hogar ha crecido significativamente en este periodo. A pesar de que sus múltiplos siguen siendo atractivos hemos preferido desinvertir y buscar oportunidades en compañías con mejor potencial de revalorización.

Operaciones corporativas

A lo largo del trimestre se han completado dos operaciones que habían sido anunciadas en trimestres anteriores.

Franks International ha completado su fusión con Expro y Arcus se ha fusionado con Altia para formar Anora.

Arcus, nuestra empresa noruega de distribución de vino y bebidas alcohólicas en los países nórdicos ha completado su fusión con Altia, su competidor finlandés, para crear Anora. Con la fusión, las compañías mejoran su escala y por tanto su eficiencia logística e industrial. Arcus ha sido absorbida por Altia y nos han entregado 0,4618 acciones de la nueva sociedad por cada acción de Arcus. La sociedad ha pasado a cotizar en euros.

Franks International, empresa de servicios de exploración y producción de petróleo, se ha fusionado con Expro, otra compañía del sector. Las actividades de Expro están más orientadas a la producción en pozos existentes mientras que Franks se dedicaba a la instalación de tubos de acero y ofrecía servicios de cementación para la construcción de nuevos pozos. La combinación de ambas sociedades da un perfil más estable de generación de caja a la vez que permite aprovechar la esperada recuperación de la inversión en exploración

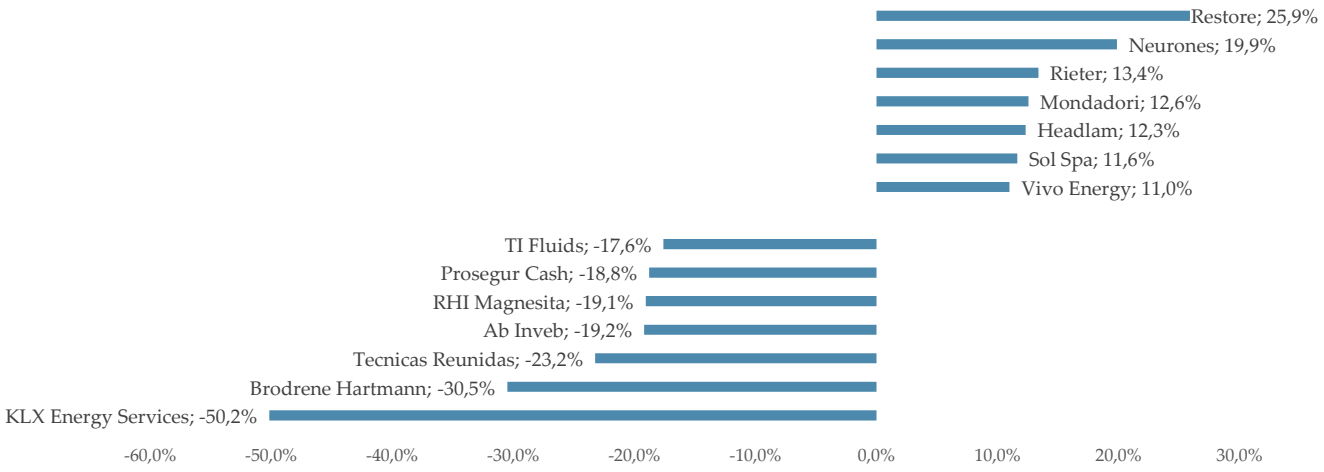
petrolífera. Franks ha absorbido a Expro y el grupo ha adoptado el nombre de esta última. En la operación Franks ha combinado cada 6 acciones antiguas en una nueva del grupo Expro.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de los movimientos que hemos realizado durante el año 2021 (once nuevas inversiones y cuatro desinversiones), tenemos 46 compañías en cartera. La liquidez del fondo continúa como en trimestres anteriores en un nivel bajo, en el entorno del 1%, debido a las valoraciones atractivas que seguimos encontrando en el mercado.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre. Destaca la caída de KLX Energy, dedicada a los servicios de exploración de petróleo en EEUU y de Brodrene Hartmann, que después de un magnífico año 2020 está sufriendo la subida de costes y la normalización de la demanda. Merece la pena destacar que el año pasado vendimos la mayor parte de nuestras acciones en Brodrene, tras haber doblado su precio. En el lado positivo destacan la recuperación de Restore y Neurones. Rieter sigue mejorando y Mondadori, nuestra primera posición, ha subido un 12,3%.

Mejores y Peores Comportamientos del Trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
Mondadori	Italia	5,5%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
Prosegur Cash	España	4,4%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica
TGS	Noruega	4,4%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Dalata Hotel	Irlanda	4,0%	Grupo hotelero irlandés en fase de recuperación.
Expro Group.	US	3,7%	Servicios de exploración y producción. Caja neta.
DO & CO	Austria	3,4%	Catering para aerolíneas en fase de recuperación.
Navigator	Portugal	3,2%	Productor de papel con los costes más bajos de la industria.
Wilh. Wilhelmsen	Noruega	3,2%	Holding naviero noruego cotizando a significativo descuento.
RHI Magnesita	UK	3,0%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
Intertrust	Holanda	2,9%	Gestora de sociedades con mucha visibilidad de contratos.
Orsero	Italia	2,8%	Negocio defensivo de distribución de fruta.
Vivo Energy	UK	2,8%	Distribución de gasolina en África cotizando a descuento.
TAKKT	Alemania	2,7%	Distribuidor mayorista alemán de material para industria y oficina
Neurones	Francia	2,6%	Servicios de IT con caja neta y alto crecimiento.
Cellularline	Italia	2,6%	Distribuidor de complementos eléctricos.
Total top 15		**51%**	
Total porfolio		**100%**	
Liquidez		**0,3%**	
Total		**100%**	

EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
155,85€
30 de septiembre 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
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,5%
Prosegur Cash SA	4,4%
TGS ASA	4,4%
Dalata Hotel Group Plc	4,0%
Expro Group	3,7%
DO & CO	3,4%
Navigator Company SA	3,2%
Wilh. Wilhelmsen	3,2%
RHI Magnesita NV	3,0%
Vivo Energy Plc	2,9%
Total Top 10	**37,5%**
Total cartera de Renta variable	**99,6%**
Liquidez	**0,4%**

Potencial de revalorización del fondo 83% — Nº de inversiones 46

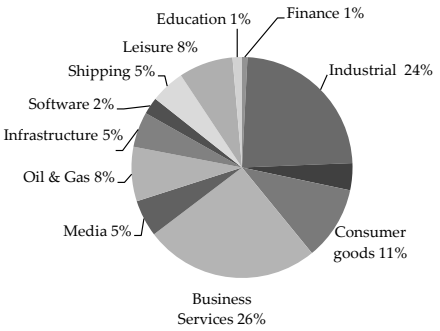
Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	-3,6%	-3,0%	-3,1%	-0,6%
3 meses	-1,6%	0,7%	0,2%	-2,3%
2021 YTD	19,6%	16,2%	15,2%	3,4%
2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**55,3%**	**44,5%**	**35,5%**	**10,7%**
Anualizado inicio	**6,8%**	**5,7%**	**4,7%**	**1,1%**

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

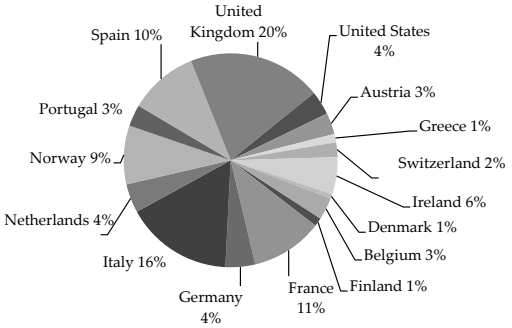
*** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Resumen de exposición de la cartera

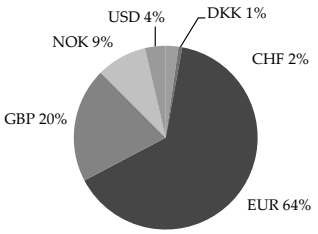
Sector



País

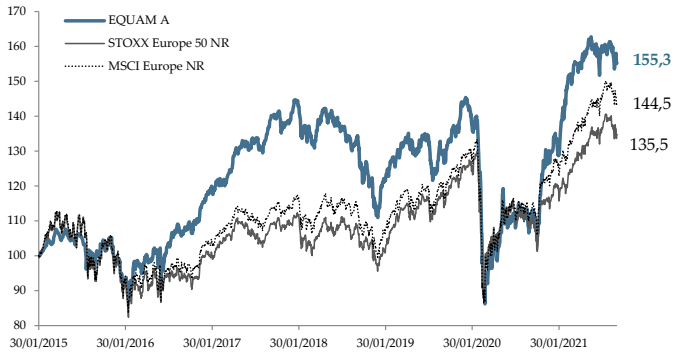


Divisa

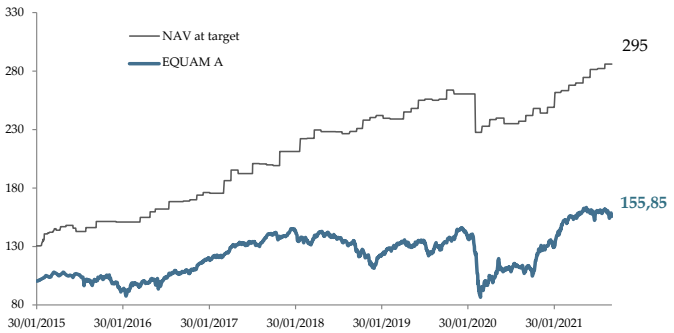


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

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.