



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2022

Potencial de revalorización en máximos.

A pesar de la subida de la inflación y de la guerra en Ucrania, el fondo ha tenido un buen comportamiento en el trimestre, batiendo una vez más a los índices europeos. Desde su lanzamiento el fondo ha batido a los índices europeos en 13 puntos.

Después de varios años en los que la estrategia “value” se ha visto lastrada por los tipos negativos, parece que el cambio de ciclo en política monetaria está atrayendo de nuevo a los inversores a las compañías baratas y estables como las que tenemos en cartera. Tanto por este incipiente cambio de ciclo como por el potencial de revalorización del fondo, superior al 90% pensamos que estamos ante una buena oportunidad para invertir en el fondo.

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.

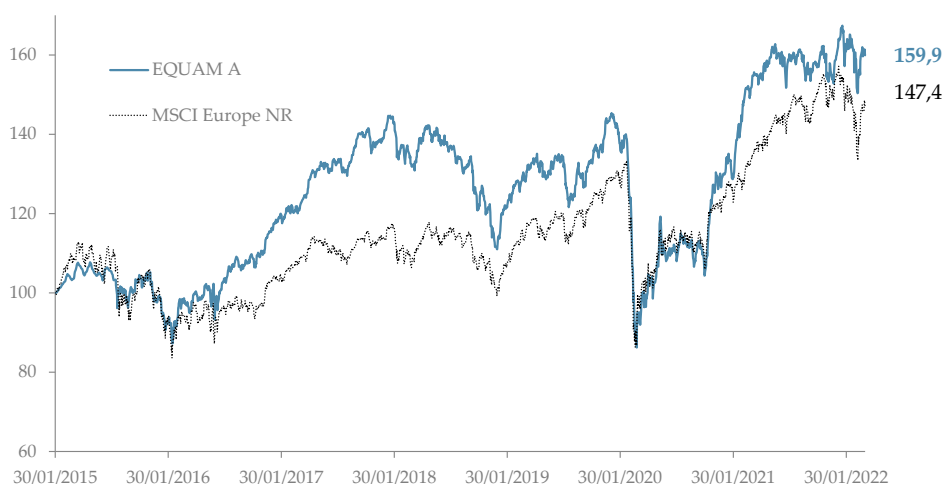
Vuelve con fuerza la inversión “value”.

Durante el trimestre hemos aumentado la diferencia con los índices en un 5%.

Nuestro fondo empezó muy bien el ejercicio 2022, con una revalorización del 4% en los primeros días de enero. La creciente inflación y las esperadas subidas de tipos por la FED desinflaban las altas valoraciones de las grandes empresas y de las tecnológicas americanas y el flujo inversor volvía a los activos tradicionales y a empresas olvidadas, como las que tenemos en cartera que después de varios años presentando un peor comportamiento que el del mercado, cotizaban a valoraciones muy atractivas. El fondo se revalorizó un 4% mientras que los índices comparables caían más de un 1%.

En febrero Rusia comenzó la invasión de Ucrania y el mercado sufrió una caída intensa, superior al 8% en unos pocos días. Aunque los precios se recuperaron de esa caída también en pocos días, la situación ha cambiado. La inflación está acelerándose aún más y ha alcanzado niveles del 8%-10%.

Evolución de Equam frente a Índices



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

Nuestra cartera también se ha recuperado rápidamente de la caída, presentando un buen comportamiento respecto a los índices. Tanto la solidez de nuestras compañías como la buena evolución del sector petrolero han contribuido a ese buen comportamiento. Terminamos el primer trimestre con un valor liquidativo similar al del principio del año pero habiendo aumentado la diferencia con los índices en unos 4 puntos y con mayor peso en las posiciones más castigadas.

Preparados para el cambio de ciclo.

El índice americano S&P 1500 value también ha batido al índice “growth” durante este trimestre.

Como comentábamos en el informe anterior, nuestra estrategia de inversión “value”, que consiste en comprar compañías por menos de su valor intrínseco, se ha visto penalizada por el entorno de tipos e inflación de los últimos años. A pesar de la mala evolución relativa de nuestra estrategia respecto a otros enfoques de inversión, hemos sido capaces de batir a los principales índices europeos en más de un punto porcentual anual. Esta pequeña diferencia anual se traduce en una diferencia acumulada de un 13% en los siete años de vida del fondo.

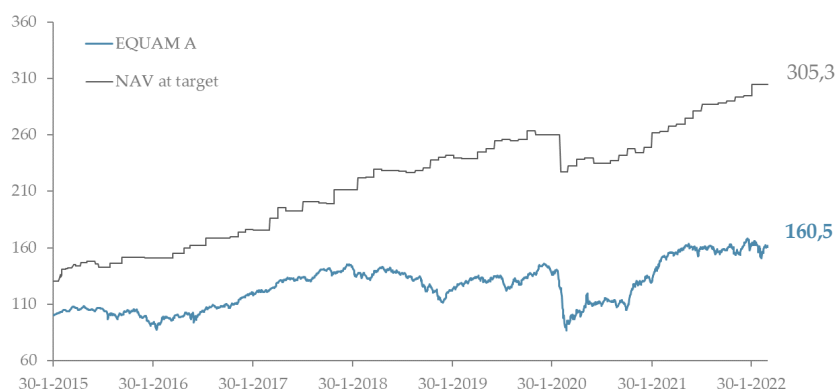
Después de esta larga - aunque exitosa- travesía con el viento en contra, 2022 ha empezado con un aparente cambio de ciclo en el que las inversiones “value” lo están haciendo mejor que el resto de las alternativas de inversión. Durante este primer trimestre, no solo Equam ha batido a los índices europeos, también en EE.UU. el índice S&P 1500 “value” ha batido al índice “growth” en varios puntos porcentuales. Las empresas que cotizan caras están cayendo y las inversiones baratas y estables están manteniéndose o subiendo.

En el pasado la FED, como efecto colateral de su política monetaria, siempre ha salido al rescate de las inversiones más sobrevaloradas cuando sus precios se debilitaban, bajando tipos e inyectando liquidez al mercado. Por el camino retrasaban la recuperación de las estrategias “value”. Es posible que vuelva a suceder esta vez, pero cada vez es menos probable. La inflación ha alcanzado niveles máximos desde 1985 y por mucho que los bancos centrales quieran mantener los tipos bajos para financiar la deuda de los gobiernos, van a empezar a subir los intereses. Los inversores están cada vez más convencidos de esto y por eso están reduciendo posiciones en las compañías más sobrevaloradas y volviendo a invertir en “value”. Pensamos que esta tendencia acaba de empezar y que se verá reforzada por la aceleración de la inflación derivada de la guerra de Ucrania.

La alta inflación va a obligar a los bancos centrales a subir tipos.

En este contexto, pensamos que Equam representa una oportunidad excepcional para el inversor conservador que quiera protegerse de la inflación – y por tanto deba evitar los fondos garantizados y de renta fija - y a la vez ir aumentando el valor real de su patrimonio en el largo plazo. La valoración de nuestras inversiones es muy baja y su potencial de revalorización, como puede comprobarse en el siguiente gráfico, está en niveles máximos del 90%.

Potencial de revalorización



Nos gustaría recordar que nuestra estimación de valor del fondo a precios objetivos, (NAV at target value), que es la que determina el potencial de revalorización, va creciendo como consecuencia de los cambios en la cartera y no por cambios en nuestra estimación interna de su valor.

Nuestras inversiones suelen tardar unos años en alcanzar su valor objetivo.

También nos sentimos respaldados por la gran cantidad de OPAs que hemos recibido últimamente, la mayoría de ellas a precios cercanos a nuestra estimación de valor y por nuestra experiencia en estos últimos siete años, en los que hemos comprobado que un elevado porcentaje de las inversiones de la cartera han alcanzado sin problema nuestra estimación de valor. Algunas inversiones han alcanzado su objetivo en meses, otras en años, pero la gran mayoría acaba revalorizándose lo que esperábamos en el momento de hacer la inversión.

Generación de caja de la cartera.










Los resultados que han presentado las compañías de la cartera también refuerzan nuestra confianza en el cálculo del valor objetivo del fondo y de su consiguiente potencial de revalorización. Al cerrar el ejercicio 2020, a pesar de la enorme crisis derivada de la pandemia, la gran mayoría de nuestras compañías (todas menos 4) consiguieron un flujo de caja positivo. Fue una muestra de la capacidad de la cartera de resistir el estrés de una situación extrema sin grandes complicaciones (aunque, eso sí, con mucha volatilidad en las cotizaciones).

Este año hemos podido comprobar cómo nuestras compañías han seguido recuperándose con fuerza y en muchos casos han conseguido ganar cuota de mercado y aumentar su tamaño, gracias precisamente a su solidez y resistencia en los momentos más duros. A pesar de los problemas derivados del atasco en las cadenas logísticas y de la subida de precios de materias primas y energía, en promedio, los ingresos de la cartera han crecido un 13,5% en 2021 y el flujo de caja operativo ha crecido un 5%.

De hecho, los buenos resultados junto con la fuerte generación de caja durante los dos años de pandemia, han permitido a varias de nuestras compañías anunciar programas ambiciosos de remuneración al accionista. Este importante reparto de caja representa en muchos de estos casos un porcentaje muy alto de la capitalización de las mismas lo que refleja el fuerte descuento al que siguen cotizando todavía.

La siguiente tabla muestra algunos de los programas anunciados por compañías de nuestra cartera durante el primer trimestre del ejercicio:

Planes de remuneración al accionista anunciados en 2022

	Resumen del plan	Yield*	% fondo
	Programa de 80m£ (compra de autocartera de 25m£, dividendo extra 25 m£ dividendo ordinario 30m£).	16,6%	2,0%
	Compra de autocartera 15m£, dividendo extraordinario 15m£ y dividendo ordinario 14m£	13,4%	1,0%
	Compra de autocartera de 40m£ y dividendo ordinario de 14m£.	10,4%	2,1%
	Primer programa de compra de 7,15m acciones y un máximo de 75m£ y dividendo ordinario 17m£	8,8%	4,8%
	Dividendo por acción 1,87€	7,3%	0,7%
	DPA extraordinario de 0,5€ y ordinario de 0,6€ para los próximos años.	7,2%	1,8%
	Dividendo extraordinario de 100m£ y ordinario de 50m£	6,0%	3,6%
	DPA extraordinario de 2€ por un total de 48.5m£ y dividendo ordinario estable para los próximos años.	5,6%	1,8%
	Nuevo DPA ordinario 0,085€.	4,4%	5,3%

*Yield: Caja repartida a los accionistas en forma de dividendo o recompra de acciones como % de la capitalización actual de la compañía.

DFS Furniture, que tiene un valor de mercado de 480m£, ha anunciado un programa de devolución de capital a los accionistas de 80m£ en forma de dividendo especial y compra de autocartera, que en conjunto representa un 16,6% de su capitalización. El negocio de DFS ha salido reforzado de la pandemia y ha tenido un crecimiento estructural del 15% por su capacidad para aprovechar la debilidad de sus competidores.

Headlam, también ha anunciado un programa de devolución de capital a los accionistas por 30 m£, que unido al dividendo ordinario representa el 13,4% de su capitalización.

Origin Enterprises, ha anunciado en marzo que iniciará un programa de compra de autocartera de 40 m£, que representa el 10% de su capitalización. Esta compañía, que comercializa fertilizantes, pesticidas y semillas y presta servicios de asesoramiento a los agricultores tiene buenas perspectivas porque a la subida de los precios de los fertilizantes y de los productos agrícolas se suma la revalorización de la libra, moneda en la que realiza la mayor parte de sus ventas.

Applus ha anunciado un programa de compra de autocartera de 75m€ que se suma al dividendo ordinario. Applus sigue además con su programa de crecimiento inorgánico y mantiene un endeudamiento

Navigator, otra compañía que ha obtenido un cash flow sólido durante estos años y que ha presentado un crecimiento de ventas del 40% durante el cuarto trimestre de 2021, también ha propuesto un dividendo extraordinario de 100m€ adicionales a los 50m€ de su dividendo ordinario, que representa una rentabilidad del 6% sobre su capitalización de 2500m€. Las perspectivas a medio plazo son muy buenas para Navigator. Sus precios de venta suben con el de las materias primas y está aplicando un mecanismo para trasladar a sus clientes el coste de la energía.

Takkt ha anunciado un nuevo dividendo extraordinario de 0,5€ por acción adicional al dividendo ordinario de 0,6€, que eleva su dividend yield al 7,3%.

Admiral por su parte ha seguido mejorando su dividendo y mantiene su rentabilidad por dividendo en el 7%. La baja siniestralidad durante la pandemia y la buena marcha el negocio le permiten mantener una generación de caja superior a la de sus competidores.

Neurones, nuestra compañía francesa de servicios de IT, ha presentado un crecimiento de ventas superior al 10% y un crecimiento del beneficio operativo del 18%. Con una posición de caja neta del 30% de su capitalización, también ha anunciado el establecimiento de un pago de dividendo recurrente de 2€ por acción (un 5,6% de rentabilidad por dividendo).

Inversiones y desinversiones

A lo largo del trimestre hemos vendido **Vivo** e **Intertrust**, dos compañías que manteníamos en cartera por las que habíamos recibido ofertas de compra el trimestre pasado. La invasión de Ucrania provocó una caída bastante generalizada en el mercado y pudimos utilizar estas dos posiciones, que mantuvieron su cotización estable, para invertir en otras compañías que sí que sufrieron durante el trimestre. También hemos vendido algunas acciones en compañías que han tenido un buen comportamiento en el trimestre, como Euronav (+23% ytd), Takkt (+7% ytd) y Orsero (+19% ytd).

Asimismo, hemos aprovechado para reforzar nuestra inversión en compañías que han presentado buenos resultados pero que han tenido una evolución negativa a lo largo del trimestre, como Applus (-7% ytd), RHI Magnesita (-26% ytd) TI Fluids (-25%), DFS (-21%) y en Elecnor, que aunque ha subido un 4% en el trimestre, pensamos que tiene un excelente potencial de revalorización. Entre otras cosas, recientemente ha anunciado que está buscando un socio para su división de renovables, que podría poner en valor la división. También hemos seguido construyendo nuestra posición en Academedia.

Hemos vuelto a incorporar **Vopak** a la cartera, el mayor operador del mundo de terminales de combustibles y productos químicos. Esta compañía ya formó parte del fondo entre septiembre de 2017 y finales de 2018 y en esa ocasión, vendimos con una tir del 22%.

Pensamos que el mercado ofrece una nueva oportunidad de inversión en esta compañía después de una caída del precio de más del 40% que ha llevado su cotización a mínimos de 10 años. Vopak es propietaria de terminales de petróleo (30% de ingresos), gas (20%), productos industriales (25%) y productos químicos (25%).

Su cotización ha caído en parte porque después de terminar un ciclo de inversión muy ambicioso en 2021, no ha anunciado

nuevos proyectos de tamaño relevante para los próximos años y el mercado ha pasado a valorarla como si no fuera a crecer nunca más.

A pesar de esta negativa visión del mercado, la compañía ha obtenido un ebitda de 827m€, un 6% más que el ejercicio anterior y las terminales cuya construcción está a punto de terminar y que entrarán pronto en servicio aportarán un ebitda adicional de unos 60-70m€ en 2022 y 2023, otro 7% de crecimiento adicional. Este crecimiento se añadirá a la mejora de resultados esperada por la vuelta del “contango” a los mercados de materias primas cuando se normalice la situación actual. Aunque la mayor parte de los ingresos de Vopak provienen de contratos a largo plazo con los grandes productores y traders del sector, una parte de la ocupación de sus terminales se utiliza con contratos a corto plazo que dependen mucho de la relación entre los precios de los futuros a corto plazo y los futuros a largo plazo. El mercado de materias primas energéticas se encuentra ahora muy tensionado y en una situación de “backwardation”, (los contratos de futuro de vencimiento más cercano en el tiempo son más caros que los contratos con vencimientos más lejanos) que hace menos rentable el almacenamiento de productos. Es previsible que cuando las tensiones actuales se resuelvan el mercado vuelva a su situación habitual de “contango”, que justifica un mayor uso de capacidad de almacenamiento y la ocupación de sus terminales mejore, aunque sea marginalmente.

En enero de este año se ha completado la sucesión del consejero delegado de la compañía y Dick Richelle ha sustituido a Eelko Hoeckstra, que llevaba desde 2011 en el puesto. Es posible que con la renovación de la dirección venga también la búsqueda de nuevos proyectos.

En cualquier caso, sin tener en cuenta la posible recuperación ni el posible crecimiento adicional, la compañía cotiza a unas 7x ebitda. Las operaciones que están haciendo los fondos de infraestructura valoran las terminales de almacenamiento, un activo seguro y con ingresos predecibles, entre 12x y 15x ebitda,

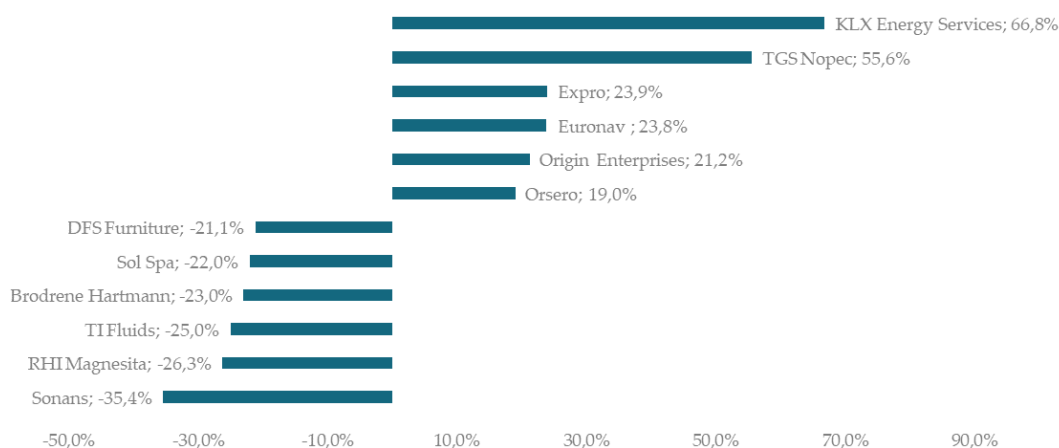
por lo que pensamos que Vopak tiene un potencial de revalorización elevado.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de los movimientos que hemos realizado durante el primer trimestre de 2022 (una inversión y dos desinversiones), tenemos 44 compañías en cartera. La liquidez del fondo continúa como en trimestres anteriores en un nivel bajo, en el entorno del 1%.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre. Las compañías relacionadas con el petróleo han experimentado una revalorización muy significativa. También destaca Origin, beneficiada por la revalorización de la libra y por la subida de los precios de los fertilizantes.

Compañías con Mejor/Peor Comportamiento en el trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
TGS	Noruega	6,2%	Activos intangibles para la exploración de petróleo.
Mondadori	Italia	5,5%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
APPLUS	España	4,9%	Compañía de certificación.
Dalata	Irlanda	4,3%	Grupo hotelero irlandés en fase de recuperación.
Prosegur Cash	España	4,1%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y LATAM.
DO & CO	Austria	3,8%	Catering para aerolíneas en fase de recuperación.
Wilh. Wilhelmsen	Noruega	3,7%	Holding naviero noruego cotizando a significativo descuento.
Navigator	Portugal	3,4%	Productor de papel con los costes más bajos de la industria.
Expro Group	USA	3,3%	Proveedor de servicios para la industria del oil & gas.
RHI	UK	3,1%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
Elecnor	España	3,1%	Compañía de ingeniería que opera en varios sectores.
TI Fluid	UK	3,0%	Fabricante de tubos de conducción de fluidos para autos.
SMS	UK	3,0%	Instalación y alquiler de contadores inteligentes.
Vopak	Holanda	2,7%	Almacenaje de productos petroquímicos.
AcadeMedia	Suecia	2,4%	Compañía de educación que abarca varias etapas formativas.
Total top 15		56,5%	
Total porfolio		99,3%	
Liquidez		0,7%	
Total		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.



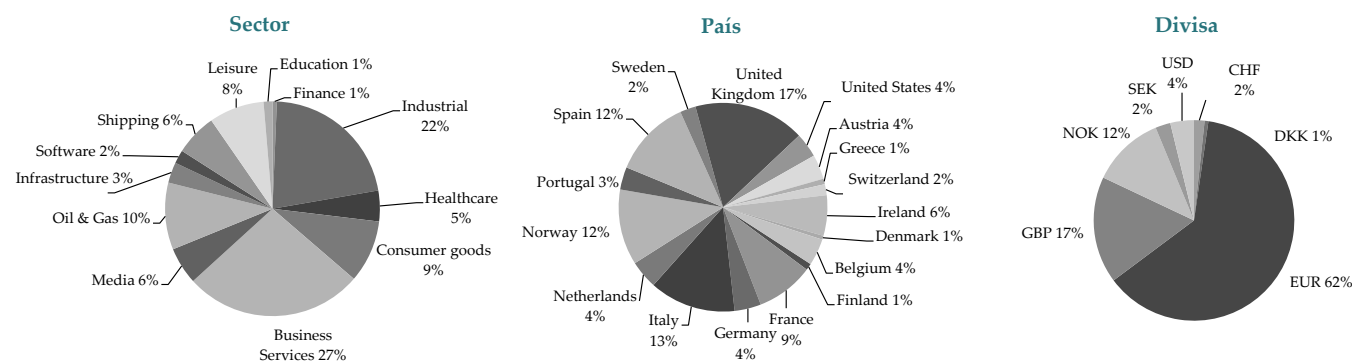
Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo	90%	Nº de inversiones	45
TGS ASA	6,2%	Evolución vs índices	MSCI	stoxx 50	Equam vs MSCI
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,5%		Europe NR	NR	
APPLUS SERVICES S.A.	4,9%	1 mes	0,8%	2,4%	-1,3%
Dalata Hotel Group Plc	4,3%	3 meses	-0,6%	-2,1%	4,8%
Prosegur Cash SA	4,1%	2022 YTD	-0,6%	-2,1%	4,8%
DO & CO Aktiengesellschaft	3,8%	2021	23,9%	26,1%	-1,3%
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA Class A	3,7%	2020	-10,4%	-6,3%	-7,1%
Navigator Company SA	3,4%	2019	27,2%	26,0%	1,2%
Expro Group Holdings N.V.	3,3%	2018	-19,2%	-10,6%	-8,6%
RHI Magnesita NV	3,1%	2017	21,7%	10,2%	11,5%
Total Top 10	42,3%	2016	17,0%	2,6%	14,4%
Total cartera de Renta variable	99,3%	2015	-1,1%	0,9%	-2,0%
Liquidez	0,7%	Acum Inicio	59,9%	47,4%	12,6%
		Anualizado inicio	6,8%	5,3%	1,2%

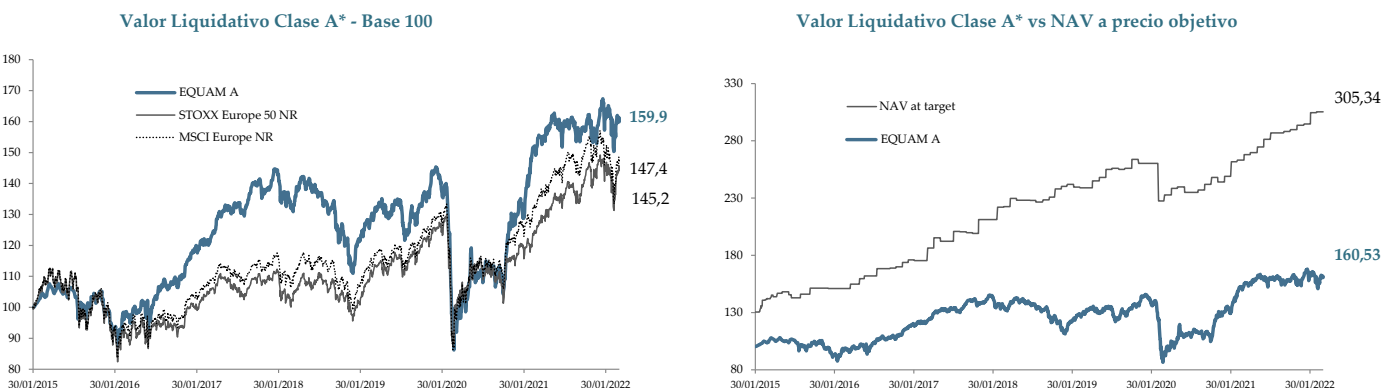
* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.

** 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



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 + 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase B	LU0933684283	Fees Class B	1,85% NAV	Depositario	Quintet
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% NAV (min 1 MEUR)	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.