



---

## EQUAM Global Value Fund

### Informe trimestral septiembre 2023

### Buenos resultados de nuestras participadas

---

La situación económica en Europa da señales claras de ralentización y la inflación sigue en niveles altos.

Las compañías de nuestra cartera siguen presentando buenos resultados y están ofreciendo una muy buena protección contra la inflación. En el caso de que finalmente llegue una recesión, estamos convencidos de que nuestras compañías resistirán la tensión y saldrán reforzadas de la misma, porque son líderes en sus respectivos nichos de mercado, tienen poca deuda y cotizan a valoraciones mínimas de varios años.

---

*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.*

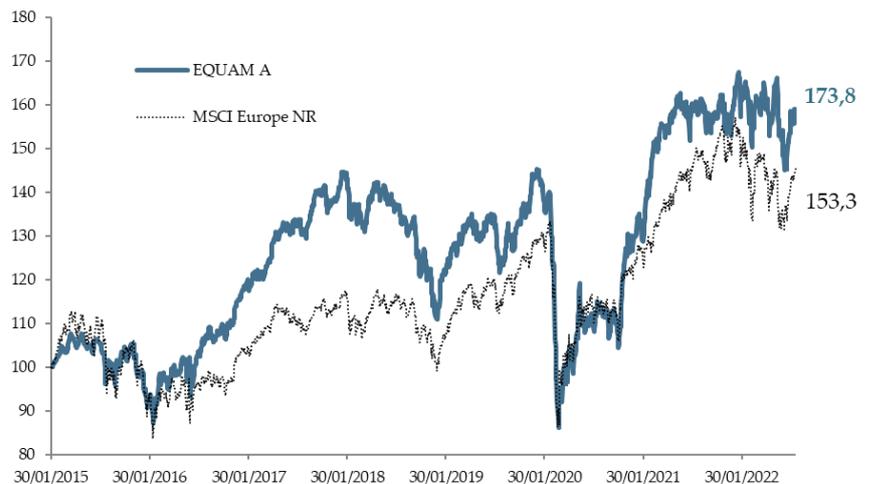
## Evolución reciente del fondo y perspectivas.

Aunque el año hasta septiembre sigue siendo positivo, los índices han sufrido recortes del 2,1% en el tercer trimestre. Equam ha subido un 1%.

A lo largo del tercer trimestre los índices europeos han sufrido recortes de un -2,1%, acelerándose la caída en el mes de septiembre. En ese mismo periodo Equam se ha revalorizado un 1%. En lo que va de año Equam ha subido un 12,3% y los índices, siempre teniendo en cuenta también los dividendos, se han revalorizado un 8,5%.

Si tenemos en cuenta la evolución desde el lanzamiento de Equam, un periodo de casi 9 años, el fondo ha obtenido una rentabilidad anual del 6,6% frente a un 4,9% del índice. En términos absolutos, Equam se ha revalorizado un 74% y el índice europeo un 54%.

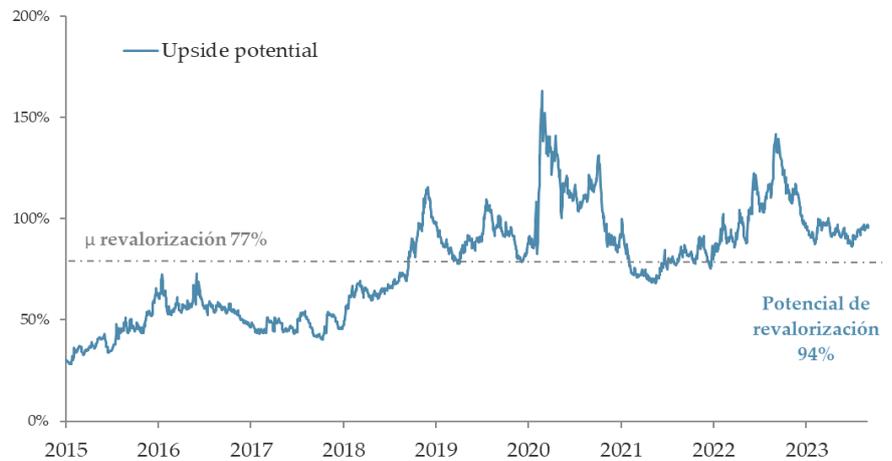
### Evolución de Equam frente a Índices



El fondo presenta un potencial de revalorización del 94%, que está en niveles altos en términos históricos y por encima del potencial medio desde el lanzamiento del fondo.

Evolución de NAV de EQUAM y valoración a precios objetivo

El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos, entorno del 94%.



Perspectivas económicas.

La situación económica sigue deteriorándose poco a poco. Las compañías industriales que hemos visitado estos meses confirman una ralentización de pedidos, que se debe tanto a la caída de la demanda final como a la reducción de los inventarios acumulados a lo largo del año pasado para hacer frente a los problemas logísticos y de energía.

Se han resuelto algunos problemas de la cadena de suministro y logística que afectaron a la economía en el periodo anterior y China ha abandonado por fin las restricciones por covid, cambios que han contribuido a mejorar la economía. Por otra parte, la inflación, la subida de la energía y los tipos de interés más altos están afectando a la demanda de algunos productos.

Desde un punto de vista estadístico, se confirma también la ralentización en Europa y China y que Estados Unidos sigue creando empleo y presentando crecimientos del PIB, como describimos a continuación.

La producción industrial en EEUU ha mejorado respecto al año pasado, subiendo el uso de capacidad industrial en un +0,7% hasta el 79,4% en el segundo trimestre. El PIB ha presentado un crecimiento anualizado del 2,4% en ese mismo periodo,

acelerándose respecto al 2,0% del primer trimestre. Con datos más recientes, en septiembre ha creado 336.000 empleos, mucho más de lo que esperaban los analistas.

En China la producción industrial también se ha recuperado, pero de forma poco significativa y el uso de capacidad industrial, del 74,5%, fue inferior al del primer trimestre. El crecimiento del PIB fue del 5,5%. La actividad de construcción se ha visto especialmente afectada, cayendo la inversión en un -7,3% en el segundo trimestre, más incluso que en el primer trimestre (-4,1%).

La economía europea está más estancada, con un crecimiento del 0,6% en el segundo trimestre, decelerándose desde el 1,1% del primer trimestre. En mayo, el PIB europeo sufrió una caída anualizada del -2,2%. El uso de capacidad industrial sigue en niveles altos del 81,2%, aunque inferiores a los 82,5% del año pasado. El consumo también está ralentizándose en Europa y en agosto las ventas minoristas cayeron más de un 0,3%. La actividad de construcción se está ralentizando y ha pasado de crecer un 0,7% en el primer trimestre a sólo un 0,1% en mayo.

Dentro de la Unión Europea, merece especial mención la economía alemana, que está sufriendo una contracción de su actividad. La actividad industrial intensiva en uso de energía se ha visto muy afectada por el shock energético. También las inversiones industriales y la demanda externa se han ralentizado significativamente. El PIB ha caído en el segundo trimestre un -0,6%.

Aunque la situación económica se está deteriorando, los tipos siguen altos, y previsiblemente seguirán altos, puesto que la inflación no acaba de controlarse, el petróleo sigue alto y en EEUU la economía está presentando una gran fortaleza.

Es posible que la situación económica en Europa siga deteriorándose y que a la vez los tipos sigan altos. Nuestra cartera está pensada para protegernos de una situación como ésta, siempre teniendo en cuenta que el mercado bursátil es

volátil y habrá subidas y bajadas de precio bruscas e inexplicables. Nuestro objetivo no es evitar esa volatilidad sino asegurarnos de que nuestras empresas van a ser capaces de recuperarse tras las crisis.

Nuestras compañías siguen presentando, en general, muy buenos crecimientos de ventas y de márgenes y pensamos que están ofreciendo una protección excelente contra la inflación. Los niveles de endeudamiento son bajos en todos los casos y la subida de tipos no supone ningún riesgo financiero directo. A la vez, su valoración sigue siendo muy atractiva. Los múltiplos a los que cotizan son de los más bajos que hemos visto en muchos años.

Pero lo que nos da mayor confianza es la capacidad de nuestros negocios de resistir una recesión prolongada. Nos da mucha confianza saber que al ser líderes en sus respectivos mercados, las crisis permiten a nuestras empresas superar las crisis, ganar cuota de mercado y salir fortalecidos de las mismas.

**DFS Furniture** es un buen ejemplo de la resistencia y de la capacidad de salir reforzados de las crisis a la que nos referimos. DFS vende sofás en Reino Unido, un sector que está atravesando una crisis muy acusada por la subida de tipos y la contracción del sector inmobiliario en el país. El mercado se ha reducido un 15% en volumen respecto a los niveles anteriores a la pandemia y las ventas y beneficios de la compañía han caído un 6% y un 50% respectivamente. La cotización está en mínimos históricos, habiendo pasado 2,70£ en 2021 a 1,08£. Sin embargo, DFS sigue presentando beneficios positivos y su endeudamiento ha pasado de 1x a 1,9x ebitda, algo perfectamente asumible. Lo más importante es que su cuota de mercado se ha reforzado aún más y ha pasado de tener el 36% del mercado a alcanzar una cuota del 38%. Los competidores más débiles no pueden resistir la presión y DFS va capturando su mercado durante la crisis. Son tiempos duros para todos pero los que resisten salen muy reforzados cuando la crisis ha pasado y esa es una de las fuentes de creación de valor del inversor a largo plazo. Para nosotros es una oportunidad

excepcional de inversión porque la compañía está ganando cuota de mercado y a la vez está cotizando a niveles mínimos históricos. Es una compañía más fuerte y mejor pero cotiza a un 60% de descuento respecto a los máximos de hace algo más de un año.

Eso mismo pensamos del resto de nuestra cartera, compuesta por compañías líderes en sus nichos de mercado que tienen una posición financiera sólida y que están cotizando a niveles de valoración muy atractivos. Cuando llegue la recesión algunas sufrirán recortes en ventas y en su cotización, pero unos trimestres después, cuando la situación mejore, saldrán reforzadas y serán aún más valiosas.

### Nueva Inversión en Befesa.

A lo largo del trimestre hemos incluido en cartera **Befesa**, una empresa dedicada al reciclaje de residuos peligrosos de acerías y plantas de aluminio, que llevamos siguiendo varios años. Pensamos que con la evolución negativa de la cotización ahora es el momento de invertir.

Befesa recoge el residuo de las acerías de arco eléctrico, el polvo de acería, lo recicla y produce un compuesto con alto contenido en zinc que vende en el mercado. Tiene una cuota de mercado de entre el 40% y el 50% en las principales regiones en las que opera, y gestiona plantas de tratamiento en Europa, Estados Unidos, Corea y China. La compañía tiene un negocio estable y con perspectivas de crecimiento en cuanto a los volúmenes pero está sometida a la volatilidad del precio del zinc, de los descuentos que aplican los compradores y sufre la volatilidad de los costes de energía y coque. Para mitigar esta volatilidad, la compañía cubre el precio de venta del zinc, con lo que consigue precios de venta estables.

En los últimos trimestres las principales variables económicas de la compañía han jugado en su contra. El precio del zinc está en mínimos, el descuento que aplican los compradores en máximos y el precio de la energía y el coque también en

Durante el trimestre  
hemos invertido en Befesa,  
líder mundial en reciclaje  
de polvo de acería.

máximos. Todo ello, unido al retraso en la puesta en marcha de las nuevas plantas de China, ha llevado la cotización a mínimos históricos. Cotiza a 28€ cuando en 2021 y 2022 alcanzó los 70€, un descuento del 60%. Pensamos que esta situación tan negativa está empezando a corregirse y que en el medio plazo la situación se va a normalizar.

Los resultados de 2023 no van a ser buenos y por todas las razones apuntadas más arriba el ebitda se situará en unos 200m€-230m€. Sin embargo, estimamos que tras la normalización de los precios del zinc y del coque y la progresiva subida de ocupación de las plantas chinas, Befesa puede alcanzar un ebitda de unos 300m€ con su estructura actual. Tiene un endeudamiento neto de unos 500m€ que supone 2,5x ebitda actual y 1,7x ebitda recuperado. Aplicando un múltiplo de 8x ebitda a este ebitda recuperado, el potencial de revalorización es del 70%.

## Evolución de nuestros negocios.

Los resultados de nuestras compañías han seguido siendo en general muy buenos, con una positiva evolución de las ventas y mejora de márgenes. Las principales excepciones a esta buena evolución están en alguna de las empresas industriales, así como DFS Furniture que, como hemos comentado antes, opera en un mercado muy afectado por la crisis inmobiliaria de Reino Unido.

Una de las empresas que ha presentado resultados mediocres ha sido Rieter, nuestra empresa que vende maquinaria para el sector textil. Aunque la cifra de negocio ha crecido un 22%, los nuevos pedidos han caído un 63% respecto al año anterior. El beneficio operativo ha mejorado respecto al año anterior, pero la compañía va a acometer un programa de reducción de costes para adaptarse a la caída de pedidos.

También Norma, que vende al sector del automóvil y material para proyectos de agua, ha sufrido una ligera caída de pedidos y caída de márgenes, pero sus ventas han mejorado.

El resto de los negocios ha seguido presentando buenos resultados. Entre otros, destaca la fortaleza de **Sesa**, con unas ventas del 21,7% y del ebitda del 24,9%. También las compañías del sector de petróleo siguen presentando buenos resultados.

A lo largo del trimestre hemos recibido nuevas ofertas por compañías de la cartera, que comentamos a continuación.

Durante el tercer trimestre hemos recibido una oferta alternativa sobre **Applus**, que mejora ligeramente la anterior y abre la puerta a un proceso competitivo.

Como ya indicábamos en el informe anterior, el pasado 30 de junio **Applus** recibió una oferta de compra de Apollo Group (Manzana Bidco) a 9,5€, un precio que consideramos muy insuficiente. En septiembre Amber ha lanzado una oferta competidora a 9,75€ por acción. Aunque el precio sigue siendo en nuestra opinión muy bajo, esta oferta abre la posibilidad de que el proceso se vuelva competitivo y las ofertas mejoren sustancialmente. Como indicábamos en el informe anterior, nos mantenemos a la espera de posibles mejoras en el precio de las ofertas. Los resultados de la compañía están siendo muy buenos, con un crecimiento de ventas del 8,8% en el semestre. El beneficio operativo ha crecido a un ritmo aún mayor, del 10,2%.

También hemos recibido una oferta de compra y exclusión de cotización sobre **Brodrene Hartmann**, nuestra empresa dedicada a la fabricación de embalajes para huevos y fruta. En este caso la oferta ha sido a 300 coronas danesas por acción, un precio que no ofrece ninguna prima sobre la cotización, que se aleja de cualquier valoración conservadora de la compañía y que se produce en un momento en el que además la cotización está deprimida por el deterioro temporal de los márgenes de beneficio. El ofertante Thornico, que tiene el 70% de las acciones de la sociedad, ha propuesto la exclusión de bolsa de la sociedad y pretende así obligar a los inversores minoritarios a vender. Los accionistas minoritarios hemos reaccionado a esta propuesta con contundencia, uniendo fuerzas para negociar una mejora con el comprador. Para aprobar la exclusión de cotización es necesaria la aprobación de más del 90% de los accionistas y los minoritarios con más peso tenemos suficientes acciones como para bloquear el proceso. De esta forma los minoritarios, hemos conseguido negociar con Thornico una

mejora de la oferta de un 20% hasta las 360 coronas por acción, que se anunció el 12 de octubre. Equam está adquiriendo cada vez un rol cada vez más activo en este tipo de operaciones, ayudando a coordinar a los minoritarios para así mejorar las ofertas que nos parecen insuficientes. Pensamos que es una de las formas en las que podemos mejorar la rentabilidad de nuestros inversores de forma más directa y seguiremos pendientes de cualquier oportunidad en la que podamos actuar de forma activa.

**Allfunds**, una de nuestras más recientes incorporaciones, también ha anunciado recientemente que va a hacer una revisión estratégica de su negocio, para lo que ha contratado a dos bancos de inversión. El proceso de revisión considerará la posibilidad de vender el negocio o fusionar la compañía con un competidor. El pasado 22 de febrero Euronext ya había hecho una oferta preliminar por la empresa, a una valoración de 5.500m€, pero la retiró a los pocos días al no llegar a un acuerdo con los principales accionistas. En estos momentos Allfunds tiene una capitalización de unos 3.400m€.

**TGS**, dedicada a la exploración y producción de petróleo, ha anunciado recientemente su fusión con PGS, uno de los principales propietarios de buques de prospección sísmica. El anuncio fue acompañado de una pequeña ampliación de capital por parte de cada una de las dos sociedades que fue muy bien acogida por el mercado. La cifra de ventas del tercer trimestre, de junio a septiembre, ha sido excepcionalmente buena, alcanzando 293m\$ frente a 119m\$ el año anterior en el caso de las ventas por ejecución de contratos multicliente y llegando a 133m\$ comparado con los 16m\$ del año pasado en las ventas de librerías propias.

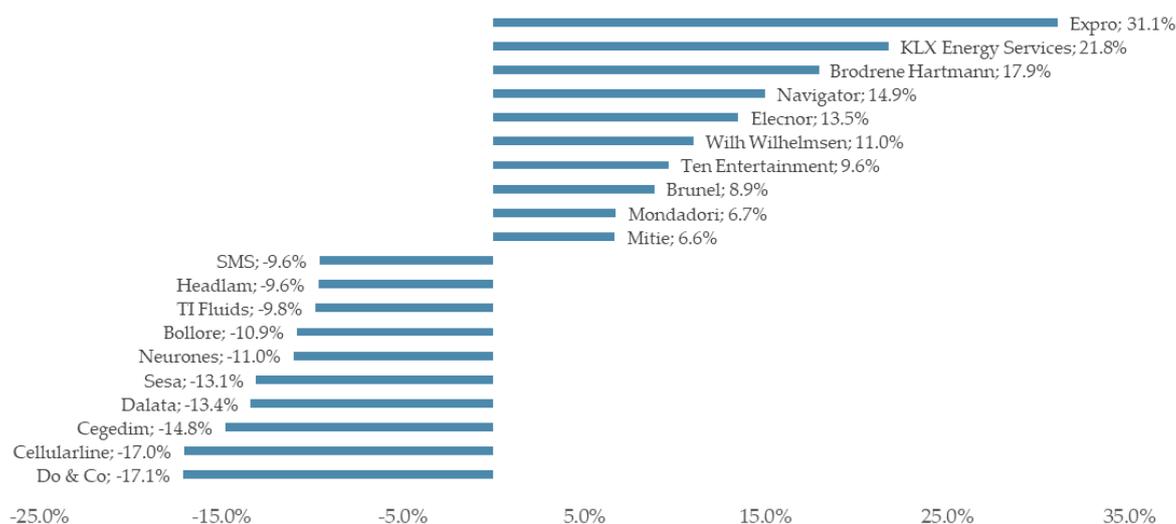
## Situación de la cartera y potencial del fondo.

Después de las nuevas compañías que hemos incorporado a la cartera, mantenemos inversión en 44 compañías en cartera. La liquidez del fondo se sitúa en niveles del 0,7%, inferior a trimestres anteriores como consecuencia de las nuevas inversiones realizadas y del aumento de peso en algunas compañías que han experimentado caídas.

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

### Compañías con Mejor/Peor Comportamiento en el trimestre

Durante el trimestre han contribuido positivamente nuestras inversiones en el sector de exploración y producción de petróleo, Brodrene Hartmann (como consecuencia de la oferta anteriormente mencionada), Elecnor (ingeniería especializada en electricidad que además es propietaria de redes de distribución eléctrica y parques de generación de energía eólica), Navigator (papel) y Mondadori (editorial). Las compañías con peor evolución han sido Do & Co (catering para aerolíneas), Cellularline y Cegedim.



## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
Mondadori	EUR	6,1%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
Elecnor	EUR	4,9%	Concesiones de energía y servicios de mantenimiento.
APPLUS	EUR	4,8%	Servicios de inspección técnica y de vehículos.
RHI Magnesita	GBP	4,6%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
TI Fluid Systems	GBP	4,2%	Líder en fabricación de tubos de fluidos para automoción.
TGS ASA	NOK	4,1%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Expro Group	USD	3,9%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
Prosegur Cash	EUR	3,8%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
Dalata Hotel Group	EUR	3,7%	Grupo hotelero irlandés en fase de recuperación.
Brodrene Hartmann	DKK	3,2%	Líder en fabricación de envases de cartón para huevos.
Smart Metering Systems	GBP	3,0%	Instalación y gestión de contadores inteligentes.
AcadeMedia	SEK	2,9%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política.
Allfunds Group	EUR	2,8%	Mayor plataforma de distribución de FI, ETF.
Restore	GBP	2,7%	Almacenamiento y gestión documental.
NORMA Group	EUR	2,5%	Líder en sector de componentes de unión, abrazaderas.
<b>Total top 15</b>		<b>57,3%</b>	
<b>Total portfolio</b>		<b>99,8%</b>	
<b>Liquidez</b>		<b>0,2%</b>	
<b>Total</b>		<b>100%</b>	

**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. El fondo se gestiona de forma activa y toma solo como ejemplo comparativo la rentabilidad del MSCI EUROPE NR no teniendo como ánimo de gestión superar dicho índice

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.

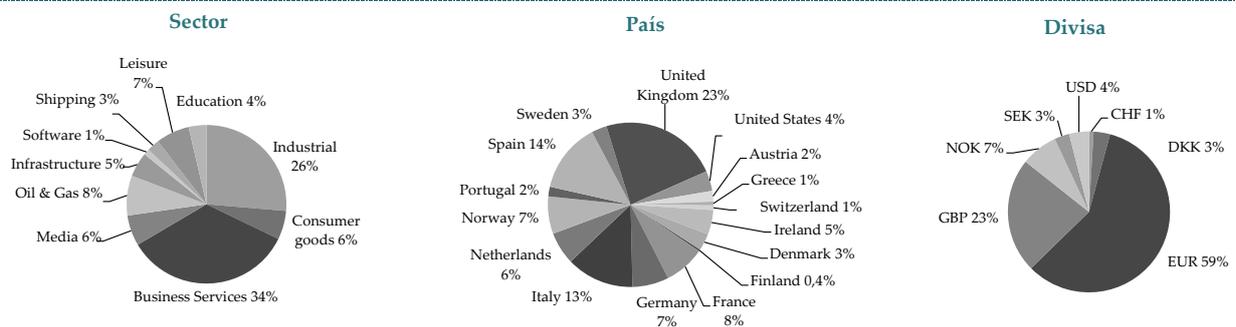
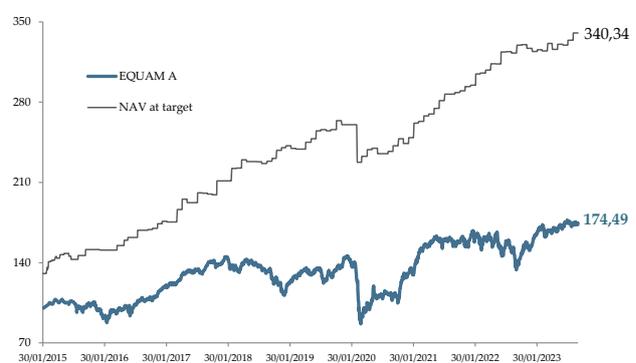
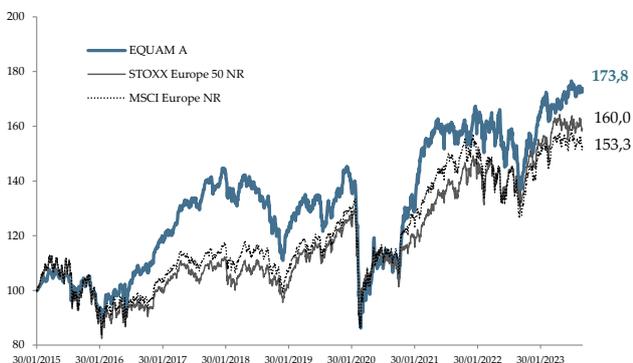

**Principales Posiciones y rentabilidad**

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo	94%			Nº de inversiones	44
			Evolución vs índices	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR		
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	6,1%		<b>EQUAM A</b>				
Elecnor S.A.	4,9%	1 mes	0,3%	-1,6%	-1,0%	1,8%	
APPLUS SERVICES S.A.	4,8%	3 meses	1,0%	-2,1%	-1,6%	3,0%	
RHI Magnesita NV	4,6%	2023 YTD	12,3%	8,8%	10,0%	3,4%	
TI Fluid Systems plc	4,2%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%	
TGS ASA	4,1%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%	
Expro Group Holdings N.V.	3,9%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%	
Prosecur Cash SA	3,8%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%	
Dalata Hotel Group Plc	3,7%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%	
Brodrene Hartmann A/S Class B	3,3%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%	
<b>Total Top 10</b>	<b>43,5%</b>	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%	
<b>Total cartera de Renta variable</b>	<b>99,8%</b>	2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%	
<b>Liquidez</b>	<b>0,2%</b>	<b>Acum Inicio</b>	<b>73,8%</b>	<b>53,3%</b>	<b>60,0%</b>	<b>20,5%</b>	
		<b>Anualizado inicio</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>1,5%</b>	

Patrimonio: 62 millones

\* 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**


\*El cálculo del potencial es meramente informativo, y elaborado de forma interna por el equipo gestor. En ningún caso está garantizado.

**Incometric Fund - Equam Global Value**

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
ISIN Clase A	LU0933684101
ISIN Clase B	LU0933684283
ISIN Clase C	LU1274584488
ISIN Clase D	LU1274584991

Traspasable	SI, N° CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim + 8% beneficio
Fees Class B	1,85% NAV
Fees Class C	1% NAV (min 5 MEUR)
Fees Class D	1,25% NAV (min 1 MEUR)

Asesor del fondo	Equam Capital
Sociedad Gestora	ADEPA Asset management
Depositorio	Quintet
Registro de accionistas	ADEPA Asset management

Este documento tiene únicamente fines informativos, no debe usarse para como documento contractual para invertir en el fondo. El indicador de riesgo para este producto es 4/7. El escenario de inversión recomendado es el de largo plazo (5-7 años) 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. Para más información consultar documentación legal del fondo (KIID-Prospectus) disponible en 3w.Adepa.com.