



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2024

Las oportunidades en Europa se multiplican

A lo largo del trimestre hemos seguido rotando la cartera de forma progresiva, vendiendo acciones de empresas que acumulan una buena revalorización y de aquellas que han sido objeto de OPAs, y añadiendo posiciones en empresas muy castigadas por el mercado.

Los resultados de las compañías de la cartera durante 2023 han sido muy buenos, con un crecimiento medio de ventas del 10%, que ha permitido mejorar la rentabilidad y los márgenes de sus negocios. No obstante, la cartera sigue cotizando a un 10% de FCFy. La oportunidad nos parece muy buena, a pesar de la volatilidad que empieza a verse en el mercado.

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.

Después de un año 2023 en el que el fondo obtuvo una rentabilidad del 22% y batió en más de siete puntos al índice europeo, durante el primer trimestre de 2024 Equam se ha revalorizado un 2%, frente al 3,9% del MSCI Europe con dividendos.

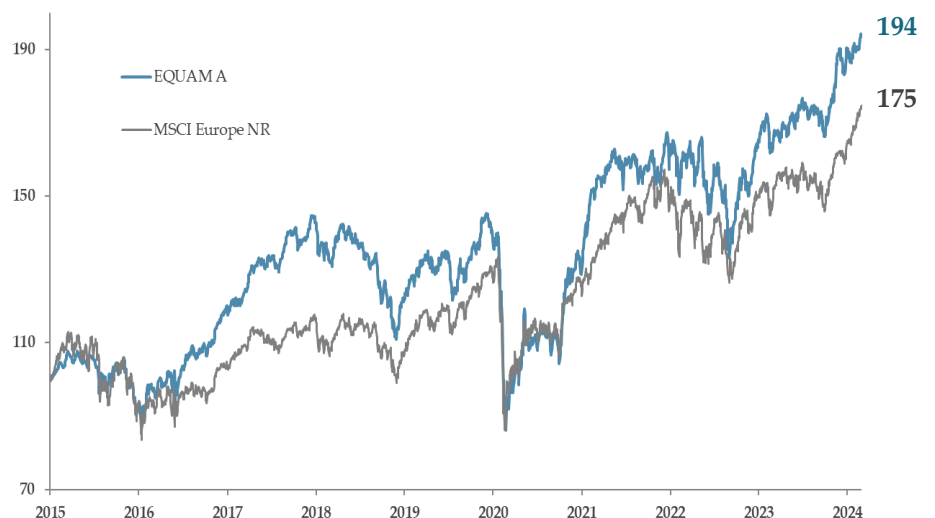
A pesar del desfavorable escenario para la inversión value, seguimos batiendo de forma consistente a nuestro índice de referencia.

Con una perspectiva temporal más larga, desde el lanzamiento del fondo, Equam se ha revalorizado un 94% y el índice con dividendos un 75%, por lo que seguimos superando su evolución en más de un 19%. En términos anualizados, nuestra rentabilidad desde el inicio ha sido del 7,5% anual y la del índice 6,3% anual.

Hemos conseguido esta mejor evolución que el índice a pesar de que el universo de inversión en el que nos concentramos, las empresas medianas europeas que cotizan a descuento se han comportado peor que el grupo de empresas de gran capitalización y con perfil de crecimiento.

Pensamos que cuando la inversión value recupere su pujanza tradicional, nuestros resultados serán aún mejores.

Evolución de Equam frente a Índices



La diferencia de Equam respecto del índice de referencia con dividendos desde inicio, es superior al 19%.

Resumen resultados 2023

A lo largo del primer trimestre las compañías de nuestra cartera han publicado los resultados anuales de 2023. La evolución de estos resultados ha sido muy buena, tanto por el crecimiento de los ingresos como por el aumento de los márgenes operativos.

En promedio, las empresas de la cartera han presentado un crecimiento de ventas del 10%, más que la inflación acumulada en el ejercicio. Mención especial merecen las empresas dedicadas a la extracción de petróleo (TGS y Expro), que han aumentado su facturación en un 22% y un 18% respectivamente, mejorando los márgenes de beneficio. También nuestras dos empresas hoteleras, Dalata y Whitbread, han crecido un 18% y un 17% respectivamente, aumentando también sus ratios de rentabilidad. Sesa, la compañía italiana dedicada a la comercialización de software de los grandes “vendors” ha mantenido un ritmo de crecimiento del 21% en ventas y del 16% en beneficio operativo. LDC, dedicada a la producción y venta de carne de ave ha crecido un 15% y Wilh Wilhelmsen también ha aumentado sus ingresos en un 20%. En general, los resultados de toda la cartera han sido sobresalientes.

Aunque la mayor parte de la cartera ha presentado una excelente evolución de resultados, las dos compañías inglesas ligadas al ciclo inmobiliario, DFS Furniture y Headlam, han presentado una caída de ventas del 5,3% y del 1,1% respectivamente. A pesar de esta mala evolución de ventas, las dos compañías siguen presentando beneficios, con un margen operativo del 5,9% en el caso de DFS y del 2,2% para Headlam.

También ha presentado una caída cíclica de ventas Navigator, después de un año 2022 en el que marcó récord histórico de ventas. Sin embargo, su evolución sigue siendo excepcional y sus niveles de rentabilidad están en máximos. Cementir, nuestra cementera, ha presentado una ligera caída en ventas del

La evolución de los negocios durante el año 2023 ha sido excelente, experimentando de media un crecimiento en ventas del 10%.

A pesar de los buenos resultados obtenidos, la cartera sigue cotizando a precios anormalmente bajos, siendo Equam una atractiva alternativa de inversión por su alto potencial de revalorización.

1,7%, pero sin embargo su ebitda ha crecido un 22% respecto al año anterior, con un margen en máximos históricos.

En definitiva, nuestras compañías han tenido unos resultados excelentes en 2023. Solo dos compañías ligadas al ciclo inmobiliario británico han experimentado un ligero empeoramiento en ventas y han sido castigadas por el mercado. Hemos aprovechado para reforzar nuestra inversión en estas posiciones.

La cartera sigue cotizando a 5,8x ebitda y 10% Free Cash Flow yield, que teniendo en cuenta el crecimiento de ventas de doble dígito y la mejora de margen de casi todos nuestros negocios, se trata de una valoración sumamente atractiva.

Nuevas Inversiones en 2024

En el primer trimestre del año hemos invertido en tres compañías nuevas, Macfarlane, Inchcape y Ebro.

Macfarlane es una empresa británica, con sede en Glasgow, que se dedica a la producción y distribución de embalajes de alta capacidad de protección, diseñados principalmente para el sector industrial. Sus principales clientes son empresas británicas de los sectores aeroespacial, automóvil, logístico y componentes electrónicos.

Tiene dos negocios muy relacionados entre sí; por una parte, la distribución de material de embalaje, que ofrece servicios de almacenamiento y logística a sus clientes, permitiéndoles mantener unos inventarios muy bajos, pero flexibilidad en la producción. Por otro lado, se dedica al diseño y producción de sistemas de embalaje.

La empresa tiene un historial de crecimiento sostenido del BPA, tanto por su evolución orgánica como por la compra de pequeños competidores que aportan presencia en nuevos nichos o regiones geográficas. En los últimos años ha cerrado más de 14 operaciones que aportaron casi la mitad de las ventas actuales, a un múltiplo de entre 5x y 6x ebitda. A pesar de estas adquisiciones, la compañía no tiene prácticamente deuda, entre

Macfarlane, nueva inversión en Reino Unido, opera como líder en el mercado de la producción y distribución de embalaje, principalmente de cartón para uso comercial.

otras cosas por las sinergias y ahorros de coste que consigue al cerrar centros logísticos y almacenes redundantes una vez integradas las compañías adquiridas.

Las ventas de 2023 fueron un 3,3% inferiores a las del ejercicio anterior, pero el margen bruto mejoró del 34% al 38% y Macfarlane presentó los beneficios más altos de su historia. Aun así, la cotización ha estado deprimida y hemos podido invertir a un FCFy de más del 8%. En definitiva, se trata de un negocio de una gran calidad, sin deuda y que cotiza a una valoración muy atractiva.

Inchcape es un distribuidor de automóviles que trabaja con los principales fabricantes, representando 60 marcas en más de 40 países. Con su presencia global, en mercados relativamente pequeños pero que presentan buenos ratios de crecimiento, la compañía puede ofrecer un servicio de distribución a los grandes fabricantes en muy buenas condiciones. Sus clientes prefieren centrar sus esfuerzos comerciales en los mercados más grandes en los que tiene sentido invertir en una estructura completa de ventas. En los mercados más pequeños es más rentable utilizar un distribuidor como Inchcape que puede compartir los gastos con la venta de vehículos de varias marcas. Inchcape ha pasado de estar en 29 mercados representando a 20 marcas en 2016 a estar presente en 41 mercados con 60 marcas, en parte gracias a adquisiciones, pero también gracias a la adquisición orgánica de clientes.

El margen de la distribución mayorista de Inchcape (+6,9% en 2023) es mejor que el de las ventas minoristas (1,7%), por lo que está vendiendo sus concesionarios para concentrarse sólo en la distribución.

En este sentido, Inchcape acaba de anunciar la venta de sus concesionarios en Reino Unido, la última empresa de venta minorista que le quedaba y está en proceso de integración de Derco, empresa chilena de distribución mayorista de automóviles. Con Derco Inchcape prácticamente ha doblado la presencia en Latinoamérica y está obteniendo muy buenas sinergias.

Inchcape, nueva inversión también en Reino Unido distribuye automóviles en mercados donde los fabricantes han decidido no invertir en una gran fuerza de ventas.

Por último, incorporamos recientemente la compañía Española Ebro, perteneciente al sector de alimentación y que comercializa marcas tan conocidas como SOS o La Cigala.

Inchcape he presentado unos resultados de 2023 muy buenos, con crecimiento orgánico de ventas del 12% y del beneficio del 35%, alcanzando un RoCE del 26%. Su endeudamiento es de 0,8x ebitda. Con una capitalización de 3.000m£ y un Free Cash Flow después de intereses de 313m£, está cotizando a más de 10% de FCFy, que nos parece muy atractivo para una compañía tan sólida, que va bien y tiene perspectiva de mejorar aún más.

Por último hemos incorporado **Ebro**, compañía española familiar dedicada a la venta de arroz y pasta a nivel mundial. La división de arroz, que comercializa marcas como SOS, La Cigala o Tilda, acumula en los tres últimos ejercicios un crecimiento anualizado de ventas y ebitda del 14,7% y 12,1% respectivamente. Está invirtiendo en nuevos productos de preparación rápida que presentan tasas de crecimiento muy atractivas.

En 2023 la división obtuvo un beneficio operativo de 233m€, un 9,3% más que el año pasado. La presencia global de Ebro, con capacidad de compra de materias primas en todo el mundo y el acceso a la información sobre el estado de las cosechas en las distintas regiones, permite reducir el riesgo derivado de los precios del arroz, lo que le ofrece una ventaja sobre los competidores más pequeños.

La división de pasta también tuvo una buena evolución en 2023. Ebro ha reducido paulatinamente su exposición a esta división, vendiendo en 2021 Panzani a CVC por 550m€, y en 2020 la canadiense Catelli Foods a Barilla por 105 m€ y algunos de sus activos estadounidenses de Riviana Foods a TreeHouse Foods por 205m€. A pesar de estas desinversiones, durante 2023 la compañía cerró 2023 con beneficios máximos, superiores a los conseguidos cuando estas empresas formaban parte del grupo.

Ebro tiene un endeudamiento de 1,5x ebitda y cotiza a 10% FCFy (una vez que termine en 2024 la fuerte inversión realizada en los últimos años para la expansión de capacidad productiva en productos de alto valor añadido), que también nos parecen ratios muy atractivos para una empresa que presenta crecimientos, una historia de buena gestión, buenos márgenes y tiene marcas muy bien establecidas en su mercado.

Con estas tres adquisiciones hemos seguido rotando progresivamente la cartera, desinvirtiendo en aquellos activos que alcanzan su precio objetivo o que han sido objeto de OPA, y asignando los recursos a compañías sólidas, que están presentando buenos resultados, están bien financiadas y que cotizan a unas valoraciones muy atractivas.

Desinversiones y OPAs.

Durante el trimestre la OPA de KKR sobre nuestra participada **SMS** devino en incondicional al superar el umbral mínimo exigido por el fondo. Los accionistas que se resistían a vender, ante la ausencia de ofertas competidoras, finalmente aceptaron la oferta. Nosotros decidimos también vender nuestras acciones en la operación.

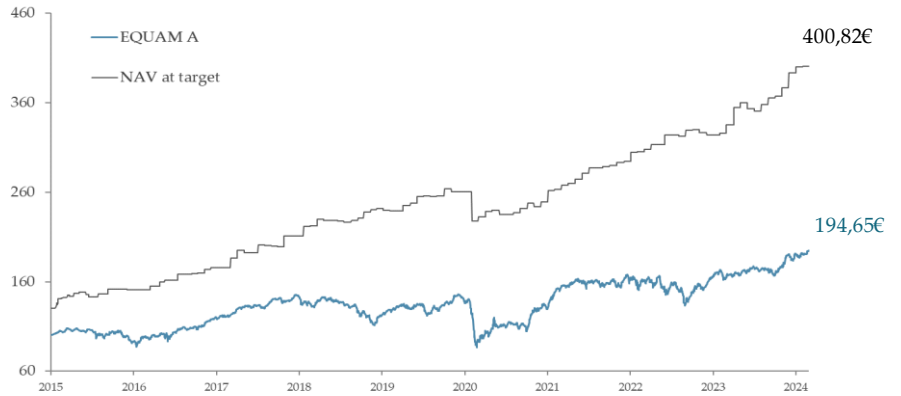
Hemos vendido SMS en la OPA de KKR y algunas acciones de empresas que se acercan a su valor objetivo.

Applus, sin embargo, sigue inmersa en el proceso de adquisición, por Apollo o i-squared, que han entrado en la fase final de la operación. Las dos ofertas competidoras han sido aprobadas por CNMV y el plazo de aceptación terminará el 24 de abril. Sin embargo, los dos oferentes pueden mejorar sus ofertas antes de la fase de sobre cerrado, hasta el 26 de abril. Si se presentan ofertas mejoradas antes de esa fecha, la CNMV ampliará el plazo de aceptación. Si llegada esa fecha no se hubieran presentado ofertas mejoradas, las partes entregarán su oferta final en sobre cerrado, que se abrirá el 26 de abril. Apollo tendrá una última oportunidad de mejorar la oferta de i-squared siempre que su precio en sobre cerrado no sea inferior en más de un 2% el precio de i-Squared. Parece que este largo proceso de OPA llegará a su fin en los próximos días.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo

Con las inversiones y desinversiones que hemos comentado, el potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles muy altos desde el punto de vista histórico.

El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos, entorno del 106%.

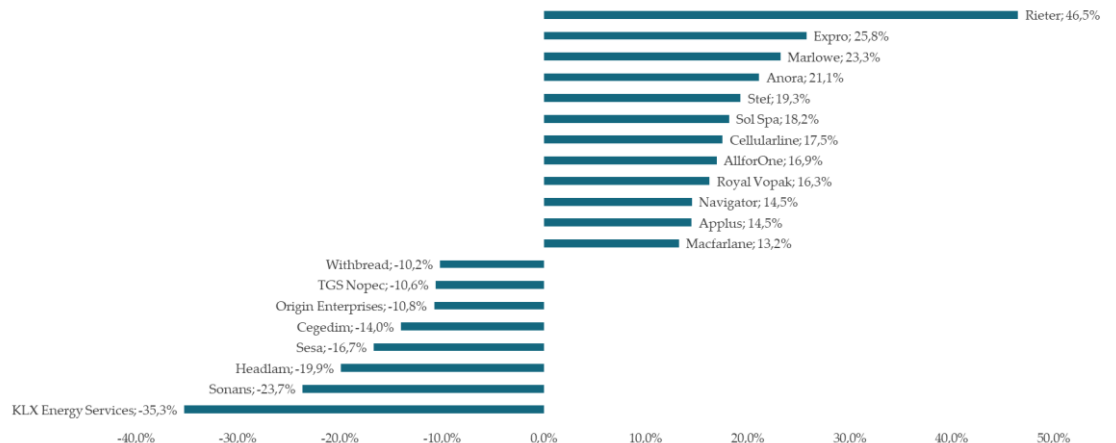


Situación de la cartera.

Después de las nuevas compañías que hemos incorporado a la cartera, mantenemos inversión en 45 compañías. La liquidez del fondo se sitúa en niveles del 1% un dato ligeramente superior al final del año pasado como consecuencia de la reciente desinversión en SMS.

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



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
Arnoldo Mondadori	EUR	5,5%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
Elecnor	EUR	4,7%	Servicios de inspección técnica y de vehículos.
TI Fluid Systems	GBP	4,2%	Líder en fabricación de tubos de fluidos para automoción.
RHI Magnesita	GBP	4,1%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
DFS Furniture	GBP	3,9%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
TGS	NOK	3,8%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Expro Group	USD	3,7%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
Marlowe	GBP	3,7%	Líder en provisión de servicios de cumplimiento de riesgos.
Inchcape	GBP	3,3%	Distribuidor de coches líder en mercados donde opera.
Dalata Hotel Group	EUR	3,2%	Grupo hotelero irlandés líder en sector.
Prosegur Cash	EUR	3,1%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
Allfunds Group	EUR	2,8%	Mayor plataforma de distribución de FI, ETF.
All for One Group	EUR	2,8%	Líder en materia de consultoría y IT para empresas.
AcadeMedia	SEK	2,8%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política.
STEF	EUR	2,7%	Líder europeo en cadena de suministro alimenticio refrigerado.
Total top 15		54,4%	
Total portfolio		98,9%	
Liquidez		1,1%	
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. 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
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,5%
Elecnor S.A.	4,7%
TI Fluid Systems plc	4,2%
RHI Magnesita NV	4,1%
DFS Furniture PLC	4,0%
TGS ASA	3,8%
Marlowe Plc	3,8%
Expro Group Holdings N.V.	3,7%
Inchcape plc	3,3%
Dalata Hotel Group Plc	3,2%
Total Top 10	40,2%
Total cartera de Renta variable	98,9%
Liquidez	1,1%

Patrimonio: 70 millones euros

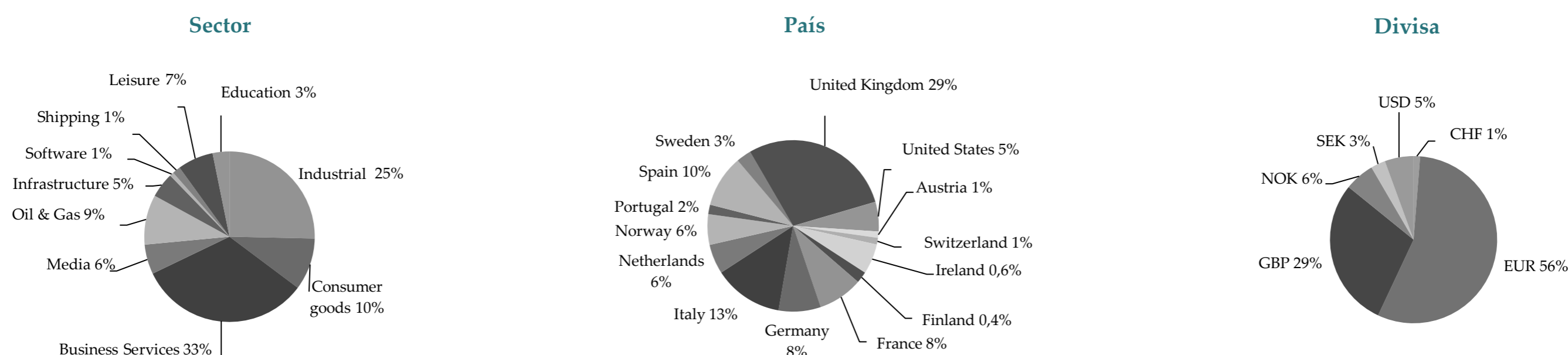
Nº de inversiones 45

Potencial de revalorización del fondo 106%

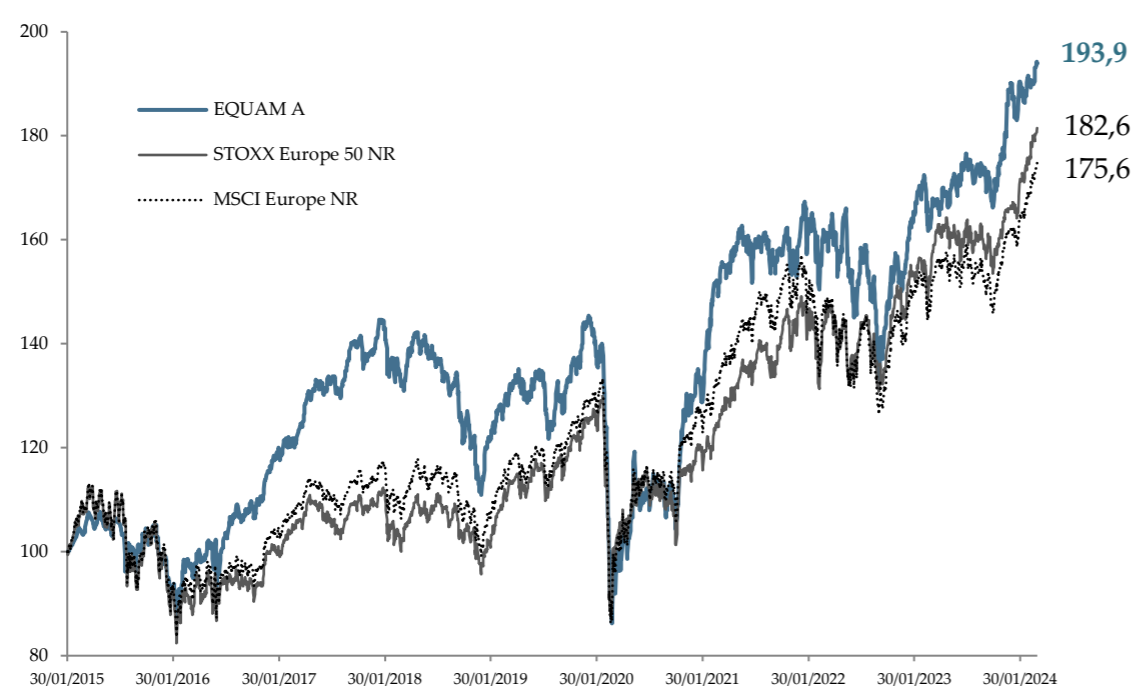
Evolución vs índices	Potencial de revalorización del fondo 106%			Equam vs MSCI
	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	
1 mes	1,9%	4,0%	3,8%	-2,0%
3 meses	2,0%	6,0%	5,8%	-3,9%
2024 YTD	2,0%	7,6%	9,0%	-5,6%
2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%
2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%
2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%
2020	-10,4%	-3,3%	-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	93,9%	75,6%	82,6%	18,3%
Anualizado inicio	7,5%	6,3%	6,8%	1,2%

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

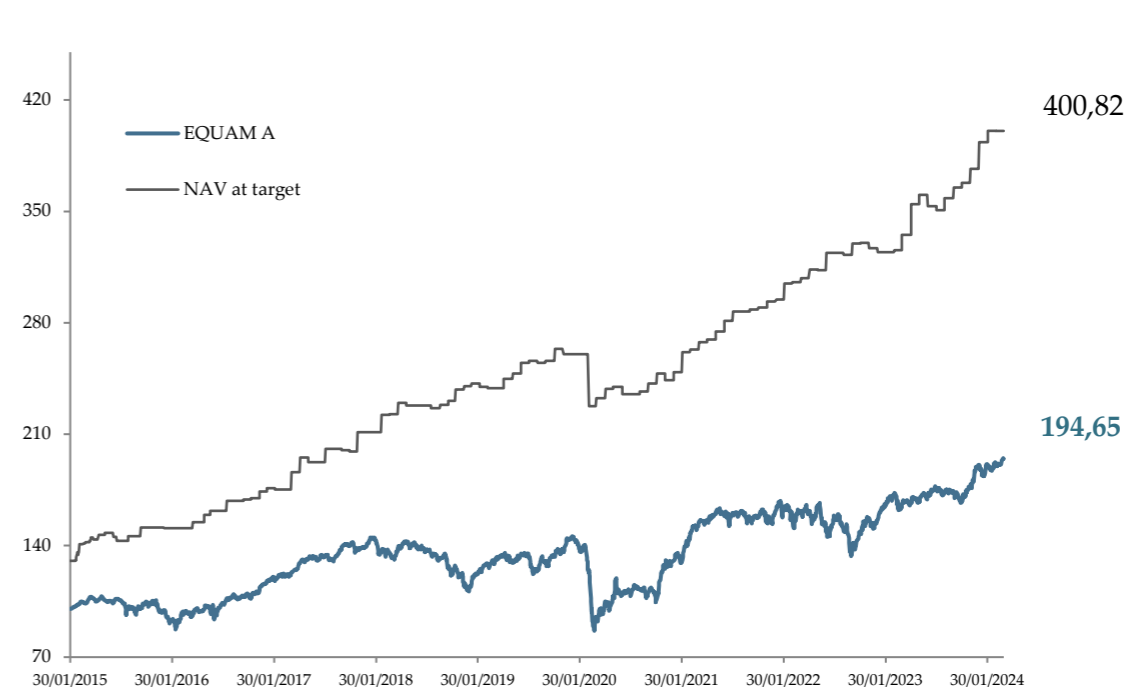
** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Resumen de exposición de la cartera

Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



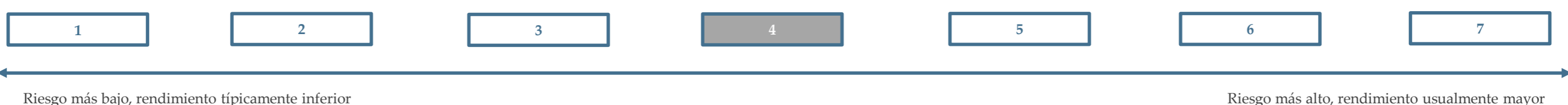
Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



*El cálculo del potencial es meramente informativo, elaborado de forma interna por el equipo gestor. En ningún caso está garantizado. Las cantidades se expresan en euros y el uso de los índices es meramente informativo y no tiene carácter contractual, no estando comprometida la rentabilidad del fondo al desempeño de los índices

Incometric Fund - Equam Global Value

Indicador de riesgo:



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

Traspasable	SI, Nº 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
Depositario	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.