EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2022

Continua la incertidumbre

Cuando las economías y compañías habían conseguido empezar a recuperarse del impacto derivado de los confinamientos como consecuencia de la pandemia del Covid, nuevos retos han llegado. Las continuadas políticas monetarias y fiscales expansivas de los últimos años finalmente han provocado un crecimiento de los precios que se han elevado a unos niveles no vistos en décadas y que van a exigir una progresiva normalización de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. Frente a este escenario, seguimos convencidos que los esfuerzos no deben dirigirse a intentar anticipar los movimientos de corto plazo de los mercados sino en estar invertido en empresas de calidad a buenas valoraciones para proteger el ahorro y conseguir revalorizaciones atractivas en el medio plazo.

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.

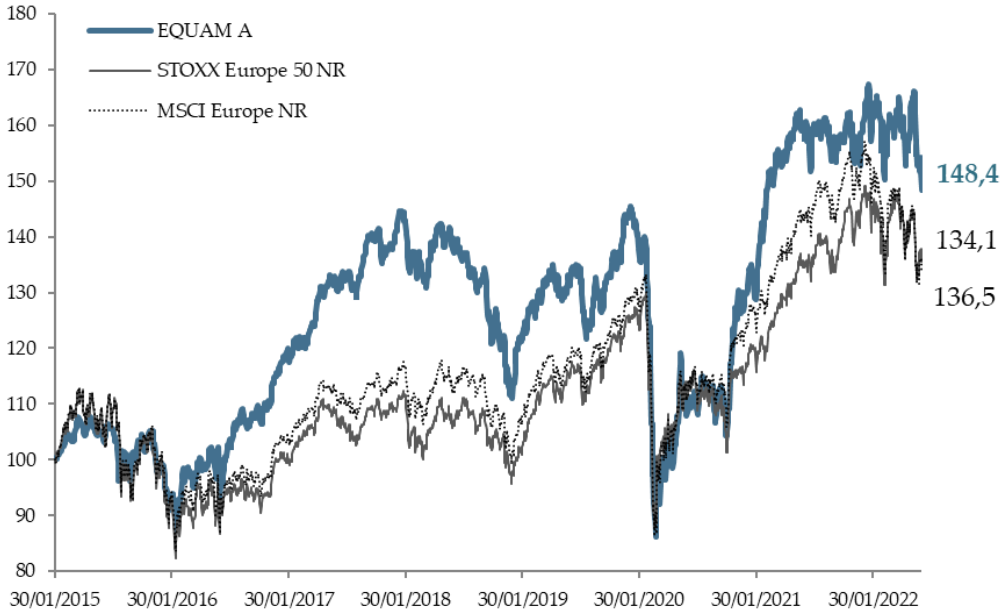
Evolución reciente del fondo.

Los mercados bursátiles han experimentado importantes correcciones durante la primera parte del año 2022.

Las caídas experimentadas por los principales índices bursátiles durante el primer trimestre se han intensificado durante el segundo trimestre del año especialmente en aquellas partes de mercado que mejor comportamiento habían tenido en los últimos años. Así, los índices europeos han experimentado caídas en el entorno del -10/-14%, mientras el S&P500 ha caído en este periodo cerca del 20% y el NASDAQ cerca del 30%. En este contexto, nuestro fondo Equam cierra la primera parte de 2022 con una caída más moderada del 7,2%.

Desde una perspectiva más a largo plazo, la rentabilidad media anual del fondo desde inicio se sitúa en un 5,5%, batiendo en un 1,4% a nuestros índices comparables con dividendo.

Evolución de Equam frente a Índices



Estas correcciones bursátiles vienen explicadas por el actual escenario económico mundial. La primera parte del año 2022 ha confirmado las previsiones de que la inflación que empezó a manifestarse durante el año 2021 va a tener un carácter más persistente en el tiempo y se va a consolidar en unos niveles incluso más altos de los inicialmente esperados. Nada

sorprendente teniendo en cuenta la políticas monetarias y fiscales expansivas de los últimos años tanto de bancos centrales como de gobiernos, junto con unas políticas energéticas erráticas que han provocado fuertes distorsiones en el nivel de inversiones en energías fósiles y que ahora empezamos a pagar en forma de precios altos de energía.

Este alto nivel de inflación ha forzado a los bancos centrales de las principales economías a anticipar e intensificar las subidas de tipos de interés que tenían previstas para los próximos trimestres. Así la Reserva Federal ha subido los tipos de interés 75 puntos básicos en el mes de junio y ha anunciado que seguirá realizando subidas progresivas durante este año hasta unos niveles de al menos el 3,25/3,5%. Por otra parte, el Banco Central Europeo ha anunciado su primera subida para este mes de julio y subidas subsiguientes a partir del mes de septiembre. Creemos que a pesar de ser doloroso en el corto plazo y llegar demasiado tarde, la normalización de tipos es deseable y saludable desde una perspectiva de medio/largo plazo, permitirá eliminar progresivamente las diferentes distorsiones creadas en la economía y en los mercados y evita prolongar una situación que conforme iba pasando el tiempo se iba a hacer cada vez más insostenible.

Creemos que no debe emplearse mucho tiempo en intentar anticipar los movimientos de mercado de corto plazo.

No obstante, la gran pregunta ante esta situación es por un lado en qué medida la progresiva normalización de tipos de interés puede impactar en las economías llegando a provocar incluso un periodo de recesión en los próximos trimestres y por otro cómo va a afectar esta subida de tipos a aquello países como los del sur de Europa que se presentan ante esta situación sin los deberes hechos y con unos niveles de deuda pública en niveles máximos históricos.

Desde Equam no nos dedicamos a realizar predicciones macroeconómicas ni pretendemos anticipar lo que puede suceder. Lo que sí hacemos en adaptarnos a las distintas situaciones e intentar protegernos ante posibles escenarios negativos.

En este sentido, creemos que no debe emplearse demasiado tiempo en intentar anticipar los movimientos de mercado en el

corto plazo ni determinar el mejor momento de entrada. Estar invertido en activos reales es la mejor estrategia para protegerse de la inflación y beneficiarse del crecimiento de la economía en el largo plazo. Y esto es aún más cierto con una cartera como la de Equam que está bien protegida frente a posibles escenarios adversos:

La mejor forma de proteger nuestro patrimonio es estar invertidos en buenos activos que sean capaces de crear valor a lo largo del tiempo.

- Como ya hemos comentado en informes anteriores, la situación inflacionaria no nos ha cogido de sorpresa. Creemos que nuestra cartera en su gran mayoría está protegida frente a la inflación, bien porque tienen relaciones contractuales que les permiten automáticamente traspasar dicha inflación, bien porque aunque no lo tienen recogido en sus contratos su posición competitiva les permite negociar con sus clientes estas subidas o finalmente porque son compañías relacionadas con las materias primas y por tanto beneficiadas de esta situación actual inflacionaria.

- Desde el punto de vista de una posible recesión, una parte importante de nuestra cartera tiene una ciclicidad reducida y por tanto relativamente poco expuesta a una posible ralentización económica.

- El nivel de apalancamiento de la cartera es reducido y va a permitir a las compañías evitar entrar en problemas financieros incluso si su actividad cayera temporalmente.

- Por último, y pensamos que lo más importante, la cartera continúa cotizando a unos niveles de valoración muy bajos y desde nuestro punto de vista no razonables ni comparables a los niveles de precios que un comprador natural de este tipo de compañías estaría dispuesto a pagar por ellas. De hecho, el FCF yield de la cartera se sitúa actualmente en el entorno del 12%, en los niveles más bajos desde que lanzamos el fondo. Esto permite que la espera sea más fácil, porque las compañías siguen generando unos niveles de caja muy altos respecto a su valor en bolsa y continúan reinvirtiendo en nuevas oportunidades de inversión atractivas y/o devolviendo dicho capital a sus

accionistas. Como ya indicamos en el anterior trimestral, numerosas compañías de la cartera han venido anunciando recientemente devoluciones extraordinarias de capital en forma de dividendos extraordinarios o recompra de acciones.

En la siguiente tabla podemos ver un resumen de las principales posiciones del fondo y su situación respecto a las variables antes comentadas: inflación, recesión, nivel de deuda y valoración de mercado.

Posicionamiento de las principales posiciones de la cartera Equam

Peso	Compañía	Descripción Negocio	Protección inflación	Resistencia a la recesión	Valoración FCFy	Nivel de Deuda
5,8%	TGS	Exploración sísmica para sector petróleo			10,0%	caja neta
5,1%	MONDADORI	Publicación de libros y revistas			13,2%	1,1,x deuda neta /ebitda
5,0%	Applus	Inspección técnica y de vehículos			12,0%	2,8x deuda neta / ebitda
4,6%	DOMCO	Servicios de catering			11,1%	1,4 x deuda neta / ebitda
4,6%	PROSEGUR	Gestión y transporte de efectivo			15,3%	2,0x deuda neta /ebitda
4,0%	DALATA	Hoteles			11,4%	1,7x deuda neta / ebitda
3,8%	elecnor	Concesiones de energía y servicios de mantenimiento			10,0%	0,5x deuda neta /ebitda
3,5%	TI Fluid Systems	Proveedor para industria automovilística			15,0%	1,8 deuda neta / ebitda
3,1%	smsplc	Instalación y gestión de contadores inteligentes			8,0%	caja neta
3,1%	RHI MAGNESITA	Fabricación de productos refractarios			17,0%	1,5x deuda neta / ebitda
3,1%	NAVIGATOR	Fabricación de papel no estucado			9,0%	caja neta
3,0%	AcadeMedia	Servicios educativos			12,6%	1,1x deuda neta /ebitda
2,9%	Wilhelmsen	Servicios marítimos			14,0%	2,8x deuda neta / ebitda
2,9%	Vopak	Almacenamiento de productos químicos			9,5%	1,4 x deuda neta / ebitda
2,4%	SOL	Gases industriales y médicos			12,5%	2,0x deuda neta /ebitda

Aunque algunas de las compañías de la cartera sí que tienen un componente más cíclico, como por ejemplo TI Fluids o RHI Magnesita, creemos que el nivel de cotización actual más que refleja cualquier escenario muy negativo de recesión económica.

Otro de los temas relevantes es la situación de las economías europeas y más concretamente el excesivo nivel de deuda de los estados de los países del sur de Europa y las implicaciones financieras que puede tener una progresiva subida de los tipos de interés. En este sentido cabe recordar que aunque invertimos principalmente en compañías europeas, la exposición de éstas es a la economía mundial. Así, con relación a las ventas, nuestra cartera mantiene una adecuada diversificación con la siguiente exposición geográfica: Europa 60%, América 30%, Asia 15% y otras regiones 10%.

Valor y precio de cotización

Mondadori es un buen ejemplo de absoluta descorrelación entre precio de cotización y evolución del valor del negocio.

En muchas ocasiones en el pasado hemos mencionado la divergencia que se produce en el mercado entre el precio de cotización de las compañías y el valor real de los negocios. Queremos volver sobre este punto comentando como ejemplo de irracionalidad del mercado una de las principales compañías de la cartera de Equam, el grupo editor de libros Mondadori.

Mondadori es la compañía editorial de libros líder en el mercado italiano tanto en libros de lectura como en libros de texto. Se trata de un negocio con barreras de entrada, con buena rentabilidad y una importante generación de caja debido a un nivel de inversiones reducido. Aunque el sector no presenta grandes crecimientos, es muy estable y relativamente poco expuesto al ciclo económico, por lo que no debería sufrir en un escenario de ralentización económica. Adicionalmente Mondadori ha conseguido generar mucho valor a través de distintas adquisiciones que ha ido realizando en los últimos años y de diversas iniciativas que le han permitido mejorar su rentabilidad. Finalmente ha reposicionado su negocio, reduciendo a un nivel casi marginal el peso que tenía en publicación de revistas (un negocio de peor calidad y con una tendencia estructural negativa) el cual pesa actualmente menos del 5% del EBITDA total del grupo.

Evolución Financiera Mondadori

€million	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022PF
Nº acciones	261	261	261	261	261	261	261
Ventas	**941,3**	**970,8**	**891,4**	**884,8**	**744,0**	**781,2**	**890,0**
EBITDA	**67,0**	**84,00**	**90,2**	**94,6**	**82,0**	**90,0**	**122,0**
margen EBITDA	7,1%	8,7%	10,1%	10,7%	11,0%	11,5%	13,7%
Deuda neta	**-263,6**	**-189,2**	**-147,2**	**-55,4**	**-14,0**	**37,5**	**-120**
Deuda neta /EBITDA	3,9x	2,3x	1,6x	0,6x	0,2x	-0,4x	1,0x

Todo ello se ha reflejado en un proceso de creación de valor muy significativo en los últimos años como consecuencia tanto del crecimiento del EBITDA como de la reducción de deuda de la compañía. Estimamos que el valor de la compañía ha crecido en el entorno del 21% anual durante los últimos 6 años, pasando de un valor por acción estimado de manera conservadora de 1,04 euros a una valoración actual en el entorno de 3,3 euros por acción.

Mondadori ha conseguido un 21% de crecimiento medio anual del valor por acción en los últimos 6 años y actualmente cotiza a un descuento del 48% sobre un valor conservador de la empresa.

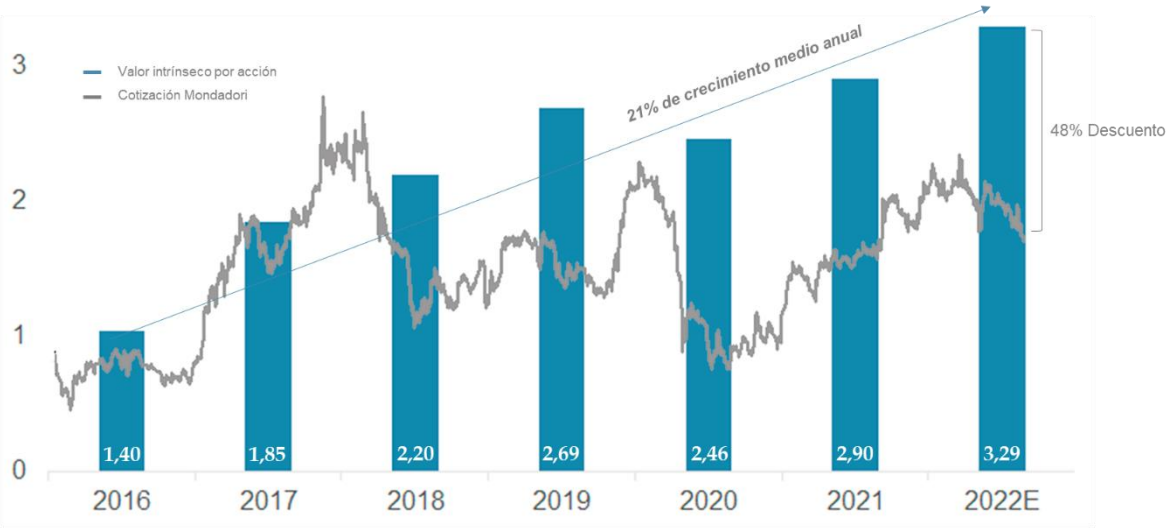
Por otro lado, aunque la compañía tuvo una pequeña caída en resultados durante los trimestres de Covid, el nivel de generación de caja siguió siendo alto y en 2021 ya había recuperado el nivel de rentabilidad anterior al Covid. Un ejemplo más de la importancia de enfocarse en el medio/largo plazo y no tanto en las perspectivas temporales.

Frente a este escenario, la cotización de la compañía ha mantenido un comportamiento errático y la compañía ha pasado de estar cotizando a unos niveles de 8,5x EV/EBITDA en 2016/17 a los actuales niveles de 4,7x EV/EBITDA. Este nivel de cotización actual compara con los múltiplos que se han estado pagando en el sector por compañías similares en el rango de 9-10x EV/EBITDA. Y todo ello para una compañía que tiene un perfil de negocio mucho mejor que el de hace 6 años, un nivel de deuda mucho más reducido y una posición de mercado más fuerte. Adicionalmente, la compañía después de varios años enfocada en reducir su deuda, ha recuperado su

política de dividendo y a los niveles de cotización actual ofrece una rentabilidad por dividendo del 4,7%.

El siguiente gráfico muestra una evolución de la cotización de la acción frene a la evolución del valor por acción de la compañía en los últimos seis años.

Precio por acción vs Valor Intrínseco Mondadori



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
EV/EBITDA implícito	*8,49x*	*8,72x*	*6,58x*	*6,27x*	*4,98x*	*5,50x*	*4,66x*
Prima (descuento) cotización vs valor intrínseco	12,1%	12,4%	-22,3%	-23,3%	-38,6%	-29,7%	-47,8%

** Valor intrínseco estimado a un múltiplo de 8x EV/EBITDA frente a transacciones comparables en el rango de 9-10x.*

Cambios en la cartera

Durante el segundo trimestre del año no hemos realizado nuevas inversiones. Aunque estamos siguiendo de cerca varias compañías desde hace un tiempo, la fuerte volatilidad del mercado junto con el fuerte descuento de las compañías de la cartera nos ha llevado a no incorporar nuevas compañías.

Sin embargo, sí que hemos realizado algunas desinversiones de compañías que tenían un potencial más reducido y un peso pequeño (Restore y Fresenius Medical) y hemos aumentado el

Hemos aprovechado la volatilidad en el mercado para reforzar nuestras posiciones en Elecnor y Applus.

peso en algunas de las compañías que presentan un potencial de revalorización más alto (Applus y Elecnor).

En el caso de **Applus**, empresa que ofrece servicios de inspección y laboratorios, después de unos trimestres de caída de actividad durante los meses del confinamiento, la compañía ha ido recuperando gradualmente su ingresos y rentabilidad, aunque todavía sigue estando ligeramente por debajo de la situación pre-Covid. Creemos que se trata de un negocio relativamente estable, con recurrencia y una significativa generación de caja. Sin embargo, la cotización de la compañía está en mínimos históricos y cotiza a un descuento de más del 50% respecto a sus comparables, razón por la cual hemos aprovechado para aumentar el peso dentro de la cartera.

Respecto a **Elecnor**, la compañía ha anunciado recientemente su voluntad de incorporar un socio a su división de concesiones de energías renovables (eólica y solar tanto en España como en Latinoamérica) donde tiene 1.565 MW en funcionamiento y una cartera de proyectos que le va a permitir crecer de manera muy significativa en los próximos años. Pensamos que esta operación va a poner una referencia de mercado respecto a la valoración de esta división al igual que ocurrió con su otro negocio de concesiones, el de distribución energética, en el que también dio entrada en el accionariado al fondo de inversión en infraestructuras ADP.

Por otro lado, durante el trimestre se ha anunciado una oferta por otra compañía de nuestra cartera. En esta ocasión, la compañía italiana Esprinet ha anunciado su interés por **Cellularline** si se le permitía acceder a información adicional de la compañía para realizar una due diligence.

Con la posible oferta de compra de Cellularline, habremos recibido 7 OPAs en los últimos trimestres.

Con esta posible oferta, son ya siete las ofertas de compra que hemos recibido sobre compañías de la cartera en los últimos trimestres desde que comenzó la recuperación post-Covid. Estamos a la espera de que Esprinet confirme su oferta de compra oficialmente, pero en cualquier caso pensamos que una vez más el precio ofrecido se aleja de manera bastante importante del valor razonable de la compañía.

Ofertas de Compra sobre compañías de la cartera

	Fecha	Compañía	País	Tipo de operación	Pº Oferta	Prima	Ofertante
• Opas post 2018	dic.-18	Nice	Italia	cash	3,5	42,86%	Principal accionista
	mar.-19	STALLERGENES	Francia	cash	37,0	42,91%	Principal accionista (PE)
	abr.-19	Parques Reunidos	España	cash	14,0	29,63%	Principal accionista + EQT
	may.-19	Spectrum	Noruega	stock	61,0	8,61%	TGS Nopec (industrial)
	jul.-19	LATÉCOÈRE	Francia	cash	3,9	34,15%	Principal accionista (PE)
• Opas post-Covid	sep.-20		Suecia	cash	82,0	12,00%	Paradigm Group
	dec-20	HunterDouglas	Holanda	cash	82,0	60,7%	Principal accionista
	Mar-21	Cerved	Italia	cash	9,5	34,9%	GIC Singapore Fund/ION
	Oct-21	tasgroup	Italia	cash	2,2	23,6%	Gilde (PE)
	Nov-21	intertrust GROUP	Holanda	cash	20	60,0%	CSC (competidor)
	Nov-21	VIVO ENERGY	UK	cash	1,85	24,6%	Vitol group (PE)
	May-22	cellularline	Italia	cash	4,41	30,0%	Esprinet***

***: OPA Cellullarline NO concluida

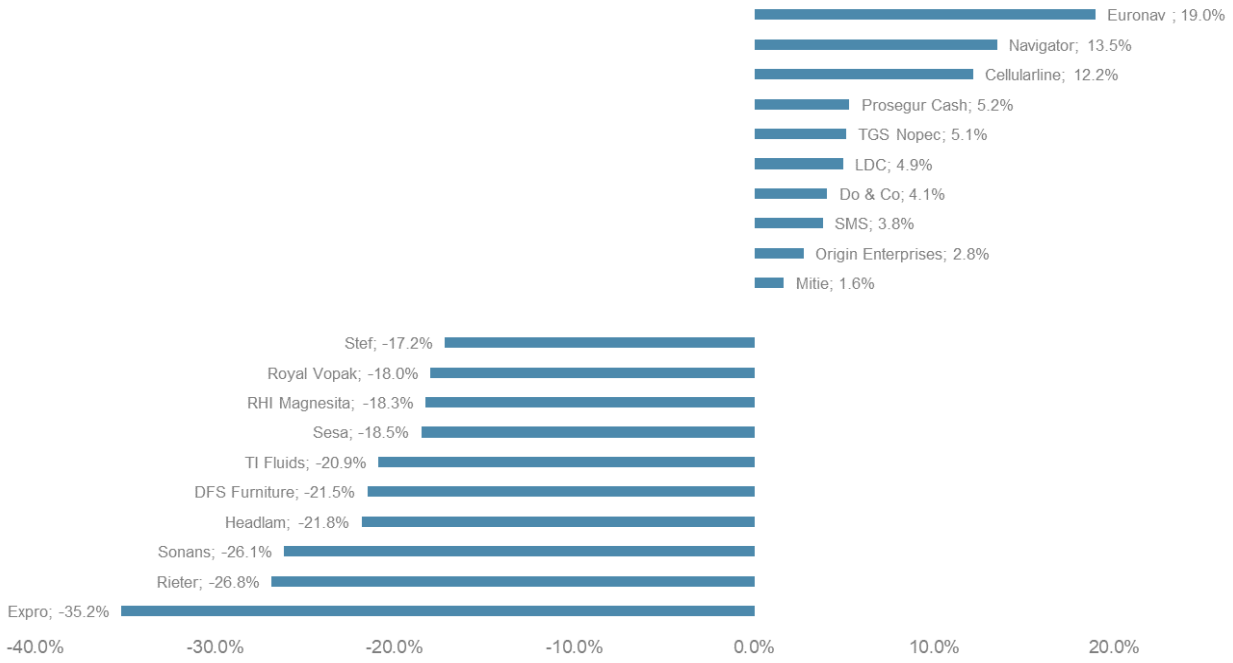
Situación de la cartera y potencial del fondo.

Con las últimas caídas el potencial de revalorización del fondo se ha disparado hasta niveles máximos del 110%.

Después de los movimientos que hemos realizado durante el año 2022 tenemos 42 compañías en cartera. La liquidez del fondo continúa como en trimestres anteriores en un nivel bajo, en el entorno del 2%.

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



Tras las últimas caídas y los cambios realizados en la cartera el potencial del fondo ha vuelto de nuevo a niveles máximos situándose en un 110% a final del semestre frente a un potencial medio desde lanzamiento del 73%.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
TGS	Noruega	5,8%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Mondadori	Italia	5,1%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
APPLUS	España	5,0%	Servicios de inspección técnica y de vehículos
DO & CO	Austria	4,6%	Catering para aerolíneas en fase de recuperación.
Prosegur Cash	España	4,6%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica
Dalata	Irlanda	4,0%	Grupo hotelero irlandés en fase de recuperación.
Elecnor	España	3,8%	Concesiones de energía y servicios de mantenimiento
TI Fluid	UK	3,5%	Líder en fabricación de tubos de fluidos para automoción
SMS	UK	3,1%	Instalación y gestión de contadores inteligentes
Navigator	Portugal	3,1%	Productor de papel con los costes más bajos de la industria
RHI Magnesita	UK	3,1%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas
AcadeMedia	Suecia	3,0%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política
Wilh. Wilhelmsen	Noruega	2,9%	Holding naviero noruego cotizando a significativo descuento
Expro Group	EE.UU	2,9%	Servicios de exploración y producción. Caja neta
Royal Vopak	Holanda	2,9%	Almacenamiento de productos químicos
Total top 15		**57%**	
Total porfolio		**97,8%**	
Liquidez		**2,2%**	
Total		**100%**	

EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
148,95€
30 de junio de 2022

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

Potencial de revalorización del fondo 110% — Nº de inversiones 42

Compañía	Peso
TGS ASA	5,8%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,1%
APPLUS SERVICES S.A.	5,0%
DO & CO Aktiengesellschaft	4,6%
Prosegur Cash SA	4,6%
Dalata Hotel Group Plc	4,0%
Elecnor S.A.	3,8%
TI Fluid Systems plc	3,5%
Smart Metering Systems PLC	3,1%
Navigator Company SA	3,1%
Total Top 10	**42,7%**
Total cartera de Renta variable	**97,8%**
Liquidez	**2,2%**

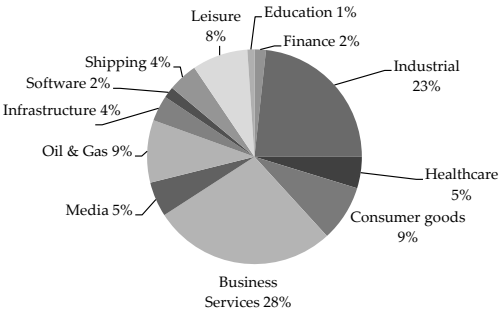
Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	-9,5%	-7,7%	-6,0%	-1,8%
3 meses	-7,2%	-9,0%	-6,0%	1,8%
2022 YTD	-7,7%	-13,8%	-7,9%	6,1%
2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%
2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Acum Inicio	**48,4%**	**34,1%**	**36,5%**	**14,3%**
Anualizado inicio	**5,5%**	**4,0%**	**4,3%**	**1,4%**

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

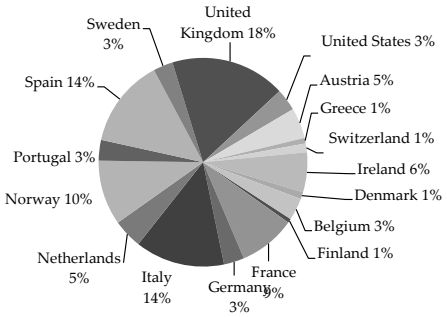
*** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Resumen de exposición de la cartera

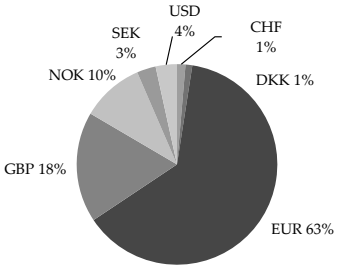
Sector



País

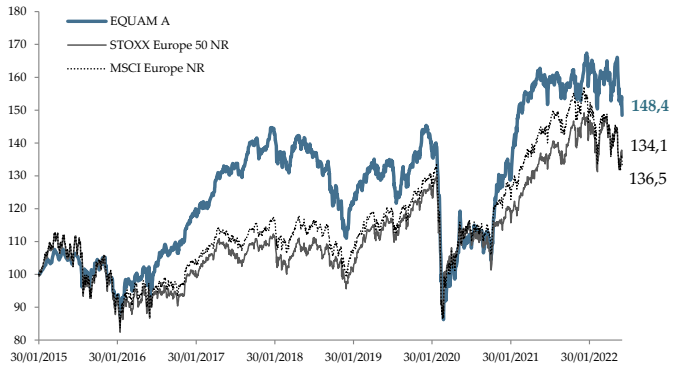


Divisa

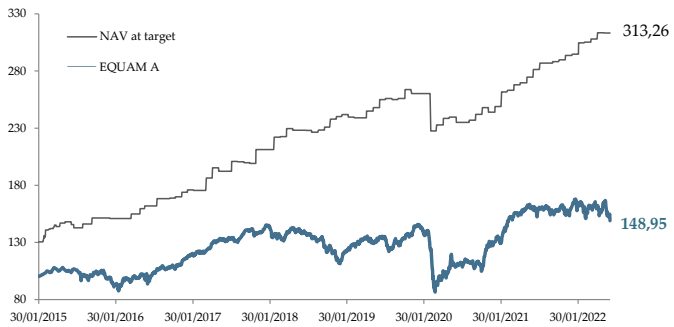


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

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.