



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2023

Protegidos de la crisis financiera.

El primer trimestre del año ha estado muy condicionado por la quiebra de varias entidades financieras tanto en EEUU como en Europa. La rápida subida de tipos ha deteriorado el valor de las inversiones de muchos bancos y en algunos casos su quiebra ha sido inevitable.

La cartera de Equam no tiene exposición directa al sector financiero y las empresas que la componen tienen poca deuda y han presentado unos resultados excepcionales. Las caídas de precios representan una buena oportunidad de inversión.

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.

Seguimos batiendo al índice con dividendos en más de un 15% desde el lanzamiento del fondo.

Durante el primer trimestre del año tanto el fondo como los índices europeos han continuado con la recuperación que se inició en septiembre de 2022. Equam acumula una revalorización del 7,4% en el trimestre, algo inferior al 8,6% obtenido por el índice MSCI Europe NR.

Tomando una perspectiva a más largo plazo, la rentabilidad media anual del fondo desde inicio se sitúa en un 6,4%, Esta rentabilidad supera en un 1,1% anual a nuestros índices comparables con dividendo, que han alcanzado una rentabilidad del 5,3% en ese mismo periodo. La diferencia acumulada desde el origen es casi un 15% en favor de Equam.

Evolución de Equam frente a Índices



A pesar de la buena evolución durante el trimestre, el clima de inversión se ha deteriorado recientemente con la quiebra de numerosas entidades financieras en Estados Unidos y Europa y ha habido recortes generalizados en el mercado. La rápida subida de tipos ha derivado en pérdidas por valoración de las inversiones de los bancos y la fuga de depósitos de sus clientes, llevando a varios bancos regionales americanos y a Credit Suisse a una situación de insolvencia.

Parece que los bancos centrales han sido capaces de calmar a los mercados por el momento, pero es posible que haya más bancos afectados por el deterioro de valor de sus inversiones.

La subida de tipos ha reducido el valor de los activos de muchos bancos y puede ocasionar problemas de solvencia.

Las reglas de contabilidad permiten a los bancos ocultar las pérdidas de valor de las inversiones manteniéndolas en la categoría de "a vencimiento", pero la realidad es que la subida de tipos reduce el valor de esas inversiones. Todos los bancos, en mayor o menor medida, están afectados por el impacto de la subida de tipos en el valor sus inversiones y es probable que sigan aflorando pérdidas, por ejemplo, cuando se vean obligados a vender activos de su "cartera a vencimiento" por falta de liquidez. Los bancos centrales pueden ayudar ofreciendo liquidez para que no tengan que materializar pérdidas vendiendo activos, especialmente a los más pequeños, que son los que están perdiendo depósitos. Pero a su vez, inyectar más liquidez puede agravar los problemas de inflación que estamos sufriendo, por lo que la capacidad de ayuda no es ilimitada.

El caso de Silicon Valley Bank es bastante gráfico. Como puede comprobarse en el balance del banco a 31 de diciembre que presentamos a continuación, la subida de tipos deterioró el valor de las inversiones "a vencimiento" en 16.000 m\$ (ó 16 bn\$). Aunque contablemente no tuvo que reflejar ningún ajuste de valoración por este concepto, la minusvalía era real y equivalía a todos los recursos propios del banco. Los clientes empezaron a retirar sus depósitos (174 bn\$) y en poco tiempo dejaron al banco sin liquidez (solo tenía 14 bn\$). La liquidez de la Fed puede mantener estos bancos con vida, pero no quieren hacerlo cuando hay un problema de solvencia tan grande (porque los 16bn\$ de recursos propios se han consumido).

Balance de Silicon Valley Bank / 31.12.2022

(miles de millones de US\$)

ACTIVO	2022	minusvalía latente	PASIVO	2022	minusvalía latente
Caja	14		Depósitos	173	
Inversiones "a mercado"	26		Otros pasivos	22	
Inversiones "a vencimiento"	94	-16	Recursos propios	16	-16
Préstamos	74				
Otros activos	3				
Total Activo	211		Total Pasivo	211	

La alta inflación subyacente va a dificultar la asistencia a los bancos con problemas y a los estados que no saben controlar su déficit.

Ante este difícil escenario y con la posibilidad de que otros bancos tengan problemas similares, en Equam preferimos evitar el sector financiero. No hay visibilidad sobre el cambio de valor de las carteras de inversión y de préstamos de los bancos por la subida de tipos y los problemas pueden volver a aparecer si los bancos centrales vuelven a restringir la liquidez por un rebrote de inflación.

Por el contrario, tenemos una cartera muy diversificada de empresas que van muy bien, tienen poca deuda y buenas perspectivas de crecimiento; que están siendo capaces de repercutir la subida de costes a los precios de venta y mantener o incluso mejorar sus márgenes de beneficio. Cualquiera que sea el escenario al que nos enfrentemos, estamos convencidos de que nuestra cartera saldrá reforzada de las crisis y nos protegerá adecuadamente de la inflación. Habrá volatilidad, como siempre ha habido, pero el que sea paciente obtendrá buenas plusvalías.

Escenario económico actual.

La fortaleza de la actividad económica contrasta con los problemas del sector financiero y las tensiones derivadas de la subida de tipos.

La situación económica actual es más incierta de lo habitual por el fuerte contraste que vemos entre los indicadores monetarios y la actividad económica.

Los **indicadores monetarios**, con la inflación en máximos, la rápida subida de tipos y la contracción de la oferta monetaria presagian una posible recesión en el medio plazo. Como hemos comentado más arriba, el sector financiero está sufriendo recortes significativos en el valor de sus inversiones a tipo fijo y han quebrado varias entidades. También el sector inmobiliario empieza a sentir la presión, ya que algunos inversores más endeudados están teniendo que deshacerse de activos y están presionando el mercado a la baja, especialmente en el mundo anglosajón y en Suecia.

Sin embargo, el nivel de empleo sigue en máximos históricos en EEUU y el mercado laboral está ajustado en Europa. La **actividad económica** no da muestras de debilidad. El sector del automóvil sigue recuperándose y la apertura de la economía China, una vez que han abandonado la política “zero-covid”, representa una oportunidad de fuerte crecimiento para el complejo industrial exportador europeo. Este fuerte contraste hace imposible (como casi siempre) predecir la evolución económica en el medio plazo.

Lo que nos parece más preocupante es la subida de la **inflación subyacente**. Si el año pasado la inflación subió por efecto de las materias primas y de la energía, este año se está manteniendo alta por la subida generalizada de los precios en todo lo demás. El 95% de la cesta que compone el IPC está subiendo más de un 2% anual y el 75% de la cesta está subiendo más de un 5% anual. Va a ser difícil contener esta inflación, que ya afecta a una proporción muy alta de bienes y servicios, con un mercado laboral ajustado y la actividad económica tan resistente. Si finalmente la crisis bancaria se acentúa, los bancos centrales tendrán que inyectar más liquidez en el sistema para salvar a las entidades que están perdiendo depósitos y provocarán un aumento aún mayor de la inflación.

Como en otras ocasiones, pensamos que la mejor inversión para el ahorrador a largo plazo es una cartera diversificada de acciones que puedan resistir tipos de interés altos y una ralentización económica.

A pesar de la subida de tipos, la renta fija sigue ofreciendo rentabilidades reales negativas por la inflación. El sector inmobiliario está afectado por la subida de tipos y las inversiones en “private equity” más apalancadas también están empezando a mostrar grietas por la tensión financiera.

A cambio, una cartera como la nuestra, con empresas que cotizan a un fuerte descuento respecto a su valor, que están poco endeudadas y que operan en nichos estables y predecibles, ofrecen la mejor protección contra la inflación, la subida de tipos y una posible recesión.

Evolución de nuestros negocios.

Los resultados de nuestras compañías en 2022 han sido excepcionales y confirman su resistencia a la inflación y las crisis.









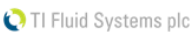



Como veremos a continuación, a lo largo de 2022 nuestras empresas han aumentado sus ventas a un ritmo medio del 32% y se sitúan un 29% por encima de las ventas anteriores a la pandemia. Están siendo capaces de subir precios y trasladar la subida de costes, ofreciendo al inversor una excelente protección contra la inflación. Los volúmenes de ventas están creciendo también a ritmos superiores a los de años anteriores. Los márgenes están, en general, mejorando respecto al año pasado.

Esta buena evolución de los negocios contrasta con la evolución de las cotizaciones, que desde 2019 hasta hoy acumulan una caída media del 1%. Más de la mitad de la cartera cotiza a niveles inferiores a los de 2019 cuando sus resultados son mejores.

En nuestro proceso de rotación progresiva de la cartera hemos ido aumentando el peso de aquellas compañías que han tenido una mejor evolución de los negocios y cuyas cotizaciones están más castigadas (y por tanto cotizan a múltiplos más atractivos), por lo que nuestras principales posiciones son compañías muy castigadas por el mercado pero que han presentado muy buenos resultados.

El resultado de nuestra selección de valores y la progresiva concentración en aquellos con mejor evolución del negocio y peor evolución en bolsa da como resultado una cartera optimizada con un potencial de revalorización en máximos.

La siguiente tabla muestra la evolución de ventas, márgenes y cotización de nuestras principales posiciones.

Compañía	% Fondo	Crecimiento ventas 2022		Margen ebit		Cotización
		Desde 2019	Desde 2021	2021	2022	Desde 2019
 MONDADORI	6,4%	2%	12%	8,4%	10,0%	-2%
 Applus [®]	5,5%	15%	15%	10,1%	10,0%	-37%
 DALATA HOTEL GROUP PLC	4,5%	30%	191%	10,9%	27,8%	-18%
 PROSEGUR	4,5%	4%	23%	11,0%	12,5%	-48%
 TGS	4,7%	22%	38%	-13,9%	18,2%	-32%
 RHI MAGNESITA	4,2%	14%	30%	11,0%	11,6%	-42%
 EXPRO	4,1%	121%	55%	-8,9%	1,9%	-39%
 elecnor	4,1%	47%	16%	5,7%	5,9%	11%
 TI Fluid Systems plc	4,2%	-4%	11%	7,2%	5,5%	-58%
 DORCO	3,4%	-17%	178%	-10,7%	6,0%	25%
 Academedia	3,2%	22%	7%	8,8%	8,5%	-3%
 Vopak	3,0%	9%	11%	38,3%	38,9%	-29%
Top 12	51,8%	22%	49%	6,5%	13,1%	-22,8%
Cartera		29%	32%	6,7%	8,4%	-1%

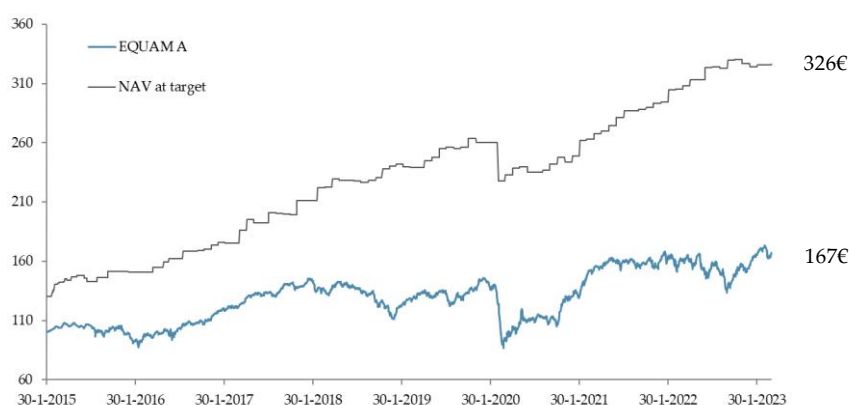
En la presentación de los resultados anuales de nuestras compañías nos ha llamado la atención el fuerte ritmo de **crecimiento de ventas** que han experimentado en 2022. Las compañías de la cartera han crecido en volumen y han trasladado la subida de costes a sus precios de venta. En algunos casos este crecimiento se debe también al efecto positivo del dólar en sus filiales americanas y al crecimiento inorgánico por adquisiciones de otras empresas.

Como puede comprobarse en la buena evolución de los **márgenes**, la mayoría de nuestras compañías han podido trasladar la subida de costes que han experimentado en 2022 e incluso mejorar su rentabilidad. Este año en el que la inflación ha aparecido con bastante intensidad ha permitido comprobar la capacidad de protegernos contra la inflación que tiene nuestra cartera.

También queremos llamar la atención sobre la evolución de las cotizaciones y la progresiva **rotación de nuestra cartera** hacia aquellas que están más baratas porque presentan una buena evolución económica y una mala evolución bursátil. Las posiciones con mayor peso en la cartera presentan una caída media del 22,8% desde 2019, comparado con un -1% de la cartera en su conjunto, porque hemos aumentado nuestra inversión en ellas.

El resultado es que el fondo presenta un potencial de revalorización del 95%, que está en máximos históricos si excluimos los meses en los que empezó la pandemia y las cotizaciones se hundieron súbitamente.

Evolución de NAV de EQUAM y valora a precios objetivo



Nos parece destacable que las compañías que incorporamos a la cartera durante los meses posteriores a la pandemia para aprovechar su capacidad de recuperación, Dalata y Do&Co, son las que más han mejorado su situación a lo largo del año pasado, tanto en lo relativo a sus ventas como a sus márgenes. Comprar en momentos de pánico activos de calidad que con seguridad van a superar la situación de incertidumbre es uno de nuestros enfoques de inversión y en estos dos casos está ofreciendo muy buenos resultados.

Cambios en la cartera

Además de concentrar nuestra inversión en las posiciones con mayor potencial, hemos incluido Norma Group en cartera.

Durante el trimestre hemos seguido reforzando la inversión en varias compañías de la cartera en las que vemos un mayor potencial. Pensamos que comprar las empresas que conocemos bien, porque están o han estado en cartera, cuando su cotización ha caído por razones temporales, es una de las formas más seguras de invertir en renta variable.

Estos meses hemos comprado acciones de Mondadori, por sus buenos resultados, y de Applus, All for One, y RHI Magnesita porque además de presentar buenos resultados han sufrido sus cotizaciones. Hemos vendido acciones de compañías que han tenido una buena evolución, como Vopak y Do&Co.

Además de este proceso de rotación hacia acciones con mayor potencial, hemos incorporado **Norma Group AG** a la cartera del fondo, una empresa en la que invertimos en 2016 y que ahora ofrece una nueva oportunidad de inversión.

Norma fabrica abrazaderas y sistemas de conexión de tubos para automoción, transporte de agua y para uso general. En algunos nichos mantiene cuotas de mercado del 90% y presenta buenas oportunidades de crecimiento.

En los últimos años sus márgenes se han contraído por problemas de sobrecapacidad, agravados por la crisis del automóvil. El año pasado los márgenes sufrieron aún más por el aumento de costes de producción (acero inoxidable, energía...) y aunque han conseguido subir precios para compensar esta subida de costes, el retraso en su implementación ha reducido el margen bruto en un 2% adicional. La cotización ha seguido cayendo y se sitúa un 70% por debajo de los máximos de hace 5 años.

Pensamos que esta situación de debilidad representa una buena oportunidad. Desde el punto de vista del negocio, ya en 2022 la compañía ha conseguido subir los precios de venta en un 9% y las ventas han crecido un 14% (en parte por el efecto divisa del dólar). En Estados Unidos, donde la compañía tiene casi la mitad del negocio, las ventas han crecido un 26%, y

aunque en Europa y Asia el crecimiento ha sido menor, por el impacto de la guerra de Ucrania y por la política de “zero-covid” de China, también es positivo. Además de las subidas de precio, la compañía ha terminado una reestructuración operativa con la que llevará producción de Frankfurt a una fábrica moderna en la República Checa, que permitirá reducir costes unitarios. De esta forma, la compañía ha iniciado el proceso de recuperación de márgenes, que esperamos que en los próximos años recuperen el nivel del 12% - 14% desde el 8% obtenido en 2022. El margen anterior a la crisis del automóvil y por la inflación (era de casi el 20%) se situaba en el entorno del 18%

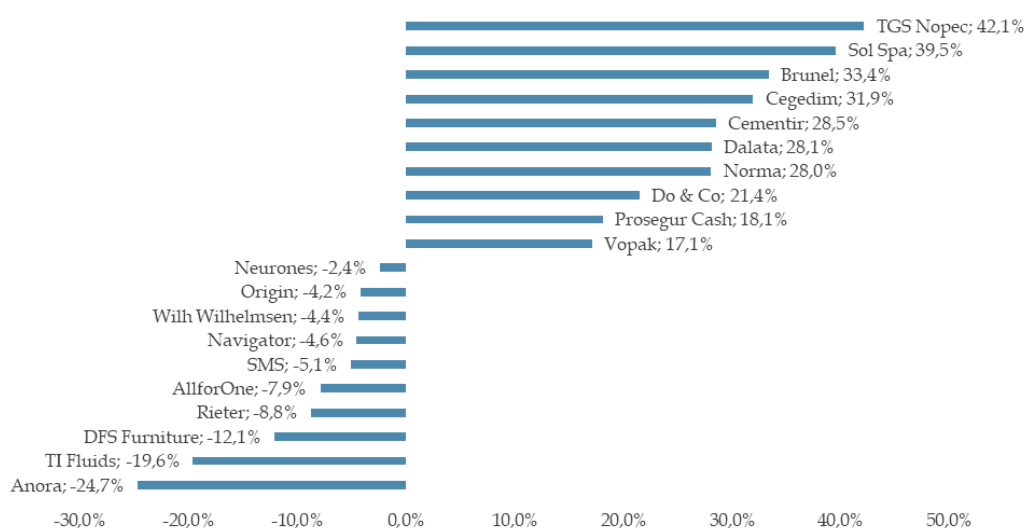
Desde un punto de vista financiero y de valoración, Norma tiene un nivel de endeudamiento razonable de 2,2x ebitda a los niveles actuales de ebitda. Valorando la compañía a 11x EBIT y asumiendo la recuperación de márgenes que comentamos en el párrafo anterior, Norma tiene un potencial de revalorización de entre el 70% y el 100%.

Situación de la cartera y potencial del fondo.

Después de los movimientos que hemos realizado durante el primer trimestre tenemos 39 compañías en cartera. La liquidez del fondo ha subido en el trimestre al 8% debido a las recientes inversiones recibidas que aún no han sido invertidas en su totalidad

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



El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos, entorno del 95%.

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 95% a final del trimestre frente a un potencial medio desde lanzamiento del 75%.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
Mondadori	EUR	6,4%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
APPLUS	EUR	5,5%	Servicios de inspección técnica y de vehículos.
TGS	NOK	4,7%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Dalata Hotel Group	EUR	4,5%	Grupo hotelero irlandés en fase de recuperación.
Prosegur Cash	EUR	4,5%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
TI Fluid Systems	GBP	4,2%	Líder en fabricación de tubos de fluidos para automoción.
RHI Magnesita	GBP	4,2%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
Expro Group	USD	4,1%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
Elecnor S.A.	EUR	4,1%	Concesiones de energía y servicios de mantenimiento.
DO & CO	EUR	3,4%	Catering para aerolíneas en fase de recuperación.
AcadeMedia	SEK	3,2%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política.
Royal Vopak	EUR	3,0%	Almacenamiento de productos químicos.
Smart Metering Systems	GBP	2,6%	Instalación y gestión de contadores inteligentes.
SOL	EUR	2,4%	Almacenamiento y producción de gases industriales.
STEF	EUR	2,3%	Líder europeo en cadena de suministro alimenticio refrigerado.
Total top 15		59,1%	
Total porfolio		91,1%	
Liquidez		8,1%	
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.

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.



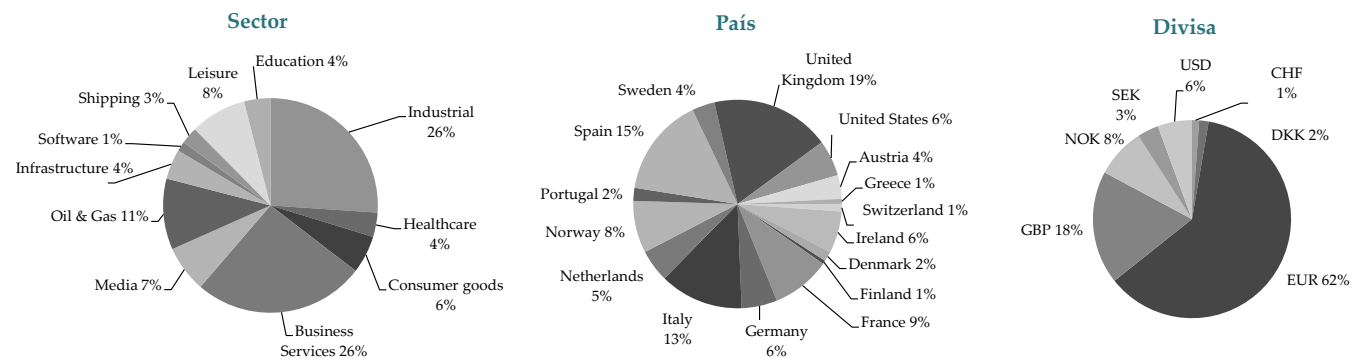
Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo	94%	Nº de inversiones	39
		Evolución vs índices	MSCI	stoxx 50	Equam vs
		EQUAM A	Europe NR	NR	MSCI
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	6,4%	1 mes	-2,7%	0,1%	-2,7%
APPLUS SERVICES S.A.	5,5%	3 meses	7,4%	8,6%	-1,2%
TGS ASA	4,6%	2023 YTD	7,4%	8,6%	-1,2%
Dalata Hotel Group Plc	4,5%	2022	-3,7%	-9,5%	5,8%
Prosegur Cash SA	4,4%	2021	23,9%	25,1%	-1,3%
TI Fluid Systems plc	4,2%	2020	-10,4%	-3,3%	-7,1%
RHI Magnesita NV	4,1%	2019	27,2%	26,0%	1,2%
Elecnor S.A.	4,1%	2018	-19,2%	-10,6%	-8,6%
Expro Group Holdings N.V.	4,0%	2017	21,7%	10,2%	11,5%
DO & CO Aktiengesellschaft	3,3%	2016	17,0%	2,6%	14,4%
Total Top 10	45,1%	2015	-1,1%	0,9%	-2,0%
Total cartera de Renta variable	91,9%	Acum Inicio	66,4%	53,0%	13,4%
Liquidez	8,1%	Anualizado inicio	6,4%	5,3%	1,1%

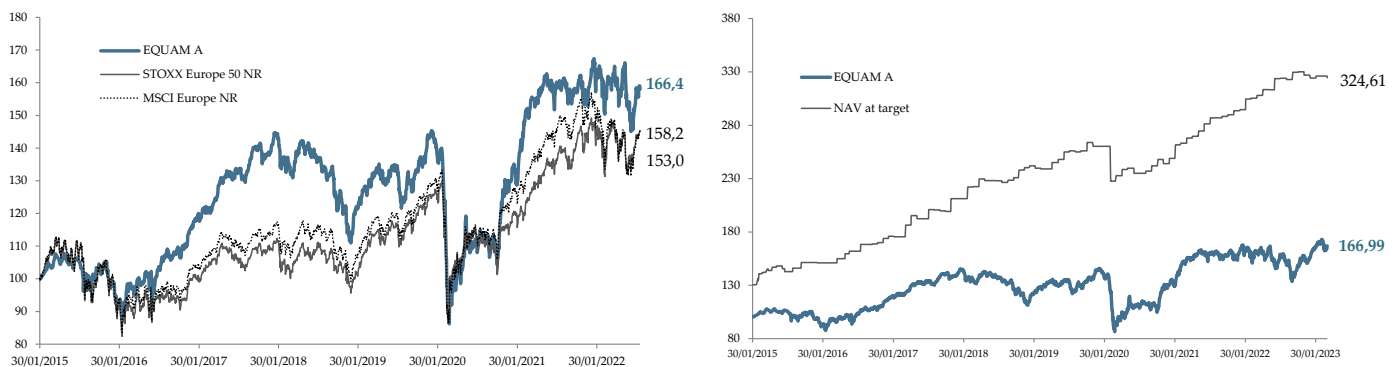
* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.

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

Resumen de exposición de la cartera



Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera



Incometric Fund - Equam Global Value

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX	Traspasable	SI, Nº 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 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.