EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral Marzo 2015
Encontrando oportunidades en un mercado caro

Una introducción a EQUAM

Inversión value, independiente y alineada

Incometric EQUAM Global Value Fund ("EQUAM" o el "Fondo") inició su actividad el 15 de Enero del presente año.

EQUAM sigue una filosofía value, buscando rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos y a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo en situaciones que tengan un riesgo 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 a nivel mundial que le permite invertir en aquellas compañías de distintas zonas geográficas o sectores donde creemos que existen las mejores oportunidades de inversión.

Los socios de Equam hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, consiguiendo una perfecta alineación de intereses con el resto de partícipes del Fondo.

Incometric EQUAM Global Value FCP está registrado en la CNMV y dado de alta en las principales plataformas de fondos en España, Inversis y Allfunds. De esta forma, el

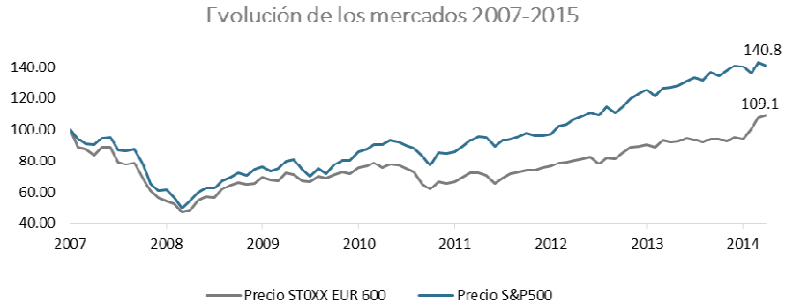
Fondo ya puede ser suscrito tanto directamente en Luxemburgo a través de EFA como también a través de las principales instituciones financieras españolas (siendo en este caso fiscalmente traspasable). Por otra parte, el Fondo ha sido dado de alta en Bloomberg con el ticker EQUAMVA LX y su ISIN es LU0933684101.

Un mercado caro pero con oportunidades

Durante el primer trimestre de 2015, los principales mercados bursátiles mundiales han continuado su escalada en precios de los últimos años, siendo esta subida más acentuada en el caso de los mercados europeos, que llevaban cierto retraso en su fase alcista respecto a la bolsa americana. Así por tanto, en el periodo del 1 de Enero al 31 de Marzo de 2015, el S&P se ha revalorizado un 0,4% mientras que el Eurostoxx 600 ha subido un 16,2% hasta los 397,3 puntos.

Desde una perspectiva de más largo plazo la revalorización de los mercados americanos y europeos desde los mínimos alcanzados en 2008 ha sido de un 181,3% y 130,1%, aunque un más modesto 40,8% y 9,1% desde Enero de 2007, lo que representa un 4,28% y 1,08% anual respectivamente.

Prudencia y selección ante unas valoraciones exigentes.



Estas revalorizaciones de los mercados se han producido principalmente por las continuas inyecciones de liquidez de las autoridades monetarias y el mantenimiento de tipos de interés bajos, que han provocado un movimiento de los inversores hacia aquellos activos que podían ofrecer algo de rentabilidad, muchas veces olvidando los riesgos implícitos en esas inversiones.

En este contexto, creemos que gran parte de los indicadores que a largo plazo han demostrado ser fiables (como CAPE y Q Ratio) presentan síntomas de sobrevaloración en los principales índices. Aunque podríamos seguir viendo una revalorización de los índices bursátiles, el nivel de volatilidad e incertidumbre en los mercados va a seguir

siendo alto. Y en esta situación de euforia más o menos generalizadas preferimos ser prudentes y muy selectivos.

No obstante, a pesar de la situación de sobrevaloración generalizada de muchos índices, creemos que existen oportunidades de inversión atractivas que mantienen un equilibrio razonable entre potencial de revalorización y riesgo de pérdida permanente de capital, a las que la inversión pasiva a través de índices difícilmente accede.

Y a la búsqueda de estas oportunidades hemos dedicado nuestros esfuerzos en este primer trimestre de andadura de nuestro Fondo.

Oportunidades

Areas de mayor asimetría valor y precio

Aunque no limitamos nuestro universo de potenciales inversiones, sí concentramos la búsqueda en determinadas áreas donde tradicionalmente se encuentran asimetrías entre valor y precio. De esto modo nuestra cartera se compone de un conjunto de compañías que podemos principalmente encuadrar en distintos grupos:

- Compañías con negocios sólidos, bien gestionadas con una buena evolución financiera histórica, balances saneados, que coticen a precios razonables y con potencial de crecimiento de su valor intrínseco. Dentro de este grupo, encontramos empresas como Verisign, Mitie, Brookfield, Hornbach o Miba.

- Compañías inmersas en alguna operación corporativa (fusión, venta de alguna división, spin-off, etc…) que va a suponer un importante catalizador para cerrar la diferencia entre el precio de cotización y el valor intrínseco del negocio. En este grupo tenemos Alstom, Ebay , Cegedim u Orkla.

- Compañías en proceso de reestructuración, con balances financieros sólidos y planes creíbles ejecutados por equipos directivos experimentados. Ejemplo de este grupo son TNT Express o ING

- Compañías que se encuentren en sectores o mercados excesivamente castigados, en las que la sobre reacción cortoplacista de los mercados nos permite comprar buenos negocios a precios de derribo. Pertenece a este grupo nuestra reciente inversión en Halliburton, una compañía que presta servicios críticos al sector

petrolífero, que ha experimentado una caída en su cotización del 41,4% desde sus máximos del año 2014 pero cuyos fundamentales y perspectivas a largo plazo permanecen intactas y que además está inmersa en la adquisición de un importante competidor, Baker Hughes. Estas inversiones inevitablemente van a estar sometidas en el corto o medio plazo a una fuerte volatilidad, pero pensamos que mantienen un fuerte potencial de revalorización en el largo plazo.

Atención al balance para evitar pérdidas permanentes

Dentro de nuestra preocupación por evitar las situaciones de pérdida permanente de capital, prestamos un especial énfasis al análisis del balance de las compañías, evitando aquellas situaciones con un nivel de deuda elevado (el múltiplo deuda neta sobre EBITDA de la cartera actual se sitúa en 0,6 veces). Tan solo en situaciones excepcionales invertimos en compañías con más apalancamiento, como es el caso de nuestra inversión en Crown Holdings, fabricante de productos de embalaje (latas principalmente) para bebidas y productos alimenticios y uno de los tres líderes mundiales. Fruto de dos adquisiciones recientes realizadas en la segunda parte del año 2014, la compañía finalizó el ejercicio 2014 con un nivel de apalancamiento elevado, en el entorno de 4,4 veces su EBITDA. Sin embargo, creemos que dada la gran calidad de su negocio, con barreras de entrada significativas y con una situación oligopolística, la demostrada capacidad de generación de caja del negocio y el perfil de vencimientos de su deuda, la Compañía no debería tener mayor problema en repagar dicha deuda, lo que supondrá una importante creación de valor para el accionista en los próximos años.

Alineación de intereses

Otro aspecto importante de nuestro análisis se centra en entender la alineación de los equipos directivos de las compañías con sus accionistas y evitar el *problema de agencia,* mal común que puede originar decisiones a largo plazo que destruyan valor de los accionistas. La mejor forma de conseguir esta alineación es mediante la toma de participaciones relevantes en el capital de la compañía por parte de los directivos y una gestión enfocada a la creación de valor para el accionista demostrada en el pasado. Así por ejemplo, compañías en las que estamos invertidos como Admiral, Miba, Brookfield o Mettka tienen equipos directivos con una fuerte participación en el accionariado o están dirigidas por las mismas personas que las fundaron. Interesante es el caso de Admiral, compañía británica en el sector de seguros del automóvil, donde no sólo los dos principales directivos y fundadores mantienen un 15% del capital de la compañía con unas reducidas remuneraciones, sino que todos y cada uno de los empleados son accionistas. Esto ha llevado a que toda la organización tenga un fuerte

incentivo de creación de valor accionarial. No es sorprendente que las acciones de Admiral, incluyendo dividendo, se han multiplicado por siete veces desde su salida a bolsa en Septiembre de 2004).

Disciplina y método de inversión

En cualquier caso, si la disciplina en el análisis de las diferentes compañías representa una parte fundamental de nuestro éxito como inversores, no menos importante es el aspecto psicológico de las decisiones de inversión. En este sentido resulta fundamental por un lado, tener la paciencia de esperar al momento oportuno para invertir a precios adecuados que permitan un equilibrio razonable de rentabilidad / riesgo; y por otro, tener la convicción de invertir cuando los precios alcanzan esos niveles determinados por nuestro análisis previo, aunque en estos casos suponga ir contracorriente de la mayoría. La paciencia vuelve a ser de nuevo fundamental cuando tenemos que esperar el tiempo suficiente para que el diferencial entre precio de cotización y valor se cierre, tiempo muchas veces demasiado largo para un inversor medio en renta variable.

Construyendo una cartera rentable y prudente

La cartera actual de EQUAM presenta un conjunto de inversiones que a nuestro parecer presentan un interesante potencial de revalorización, una relación rentabilidad-riesgo razonable y un nivel de diversificación adecuado frente a diferentes variables. No podemos adivinar el futuro pero sí prepararnos para él.

Liquidez como resultado de la disciplina y la prudencia

La principal posición en la cartera continúa siendo la liquidez, manteniendo en tesorería un 38,2% de los activos totales. Pese a su nula remuneración, la situación actual de mercado, cercana a la euforia, nos impulsa aún más a la prudencia y disciplina. Nuestra posición de caja es fruto de la exigencia de una mínima rentabilidad con riesgo acotado que imponemos a nuestras inversiones. En el caso de no cumplirse nuestros requisitos preferimos esperar en caja, lo que nos permite actuar rápidamente y con decisión ante las oportunidades que inevitablemente se producirán.

Nuestra independencia y visión a largo plazo nos permite desarrollar aquellas estrategias de inversión que consideramos más adecuadas para nuestro capital y el de nuestros inversores, a costa de sacrificar rentabilidad en el corto plazo -como es el caso actual- al mantener una posición de liquidez significativa en el Fondo.

Respecto a las compañías participadas, actualmente tenemos invertido el patrimonio del Fondo en 22 compañías, de las

cuales una mayor parte corresponden a empresas de pequeña y mediana capitalización.

Estimamos que las compañías en cartera mantienen un potencial de revalorización de acuerdo con nuestros precios objetivos del 32%. Desde el punto de vista de la valoración, la cartera cotiza a unos múltiplos atractivos, más aun teniendo en cuenta el contexto actual de mercado.

Compañias en Cartera	22
FCF Yield Cartera	7.8%
EV/EBIT	9.0x
P/B	1.7x
PER Normalizado	12.5x
Deuda Neta/EBITDA	0.6x

El Fondo ha experimentado una revalorización del 4,06%, en los primeros dos meses y medio desde su lanzamiento con un nivel medio de inversión durante el trimestre del 40%, al encontrarnos en la fase de construcción de la cartera.

Los siguientes cuadros reflejan las principales inversiones de la cartera y el desglose de la cartera (ver Anexo II para un detalle completo de las inversiones del fondo).

Cartera con potencial de revalorización y bajo endeudamiento

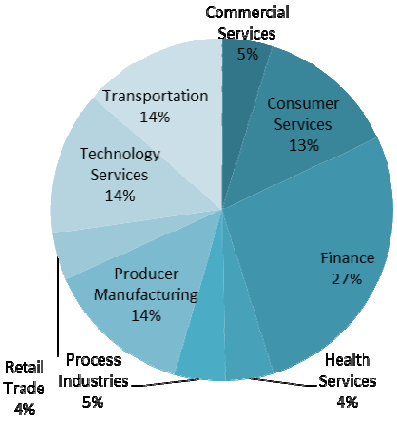
Principales Posiciones EQUAM Global Value, Marzo 2015

Compañía	País	Peso (%)	Potencial
ING Groep NV	Holanda	4.4%	15%
Miba AG	Austria	4.2%	45%
Discovery Communications	EEUU	4.2%	40%
eBay Inc.	EEUU	4.2%	40%
Bank of New York Mellon	EEUU	4.1%	48%
Samsung Electronics*	S. Korea	4.0%	45%
TNT Express NV	Holanda	4.0%	31%
Alstom SA	Francia	4.0%	36%
VeriSign, Inc.	EEUU	2.4%	13%
Crown Holdings, Inc.	EEUU	2.3%	25%
Peso Top 10		**37.7%**	**30%**
Peso Total de la cartera		**61.8%**	**32%**
Liquidez		**38.2%**	

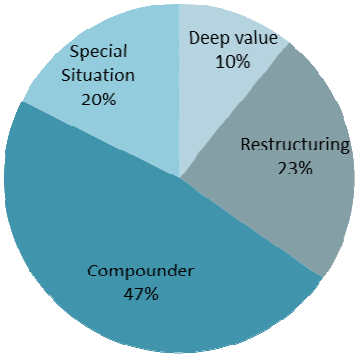
** El peso (%) incluye 50% de acciones ordinarias y 50% acciones preferentes.*

Desglose de Inversiones

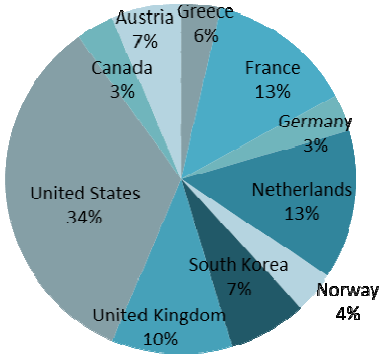
Por sector



Por catalizador (1)

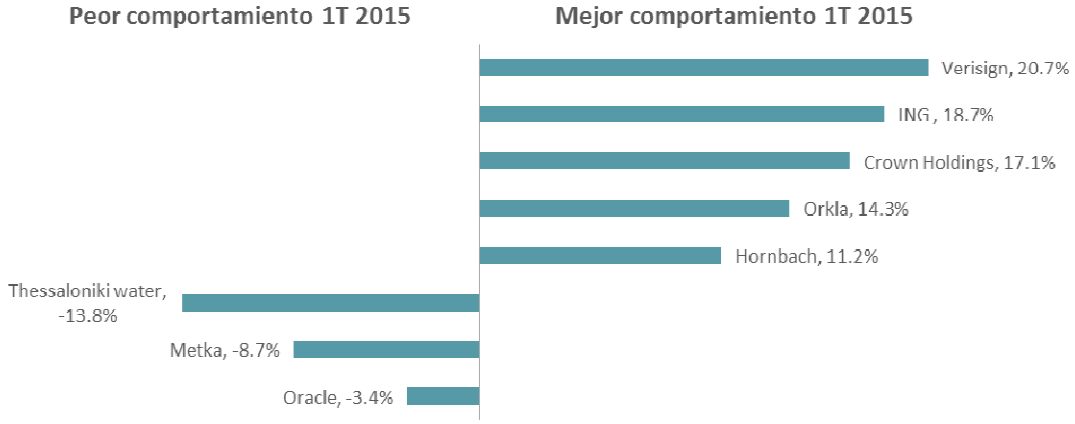


Por geografía



Compounder: compañías de alta calidad y demostrada capacidad de generación de valor en el tiempo; Restructuring: compañías inmersas en un proceso de restructuración; Special situation: compañías inmersas en una operación corporativa; Deep value: compañías especialmente castigadas por el mercado por factores externos o coyunturales.

Respecto a la contribución de las inversiones, el siguiente cuadro muestra las que mejor y peor comportamiento han tenido durante el periodo.



Mantenemos una visión a largo plazo y será después de varios años cuando se pueda juzgar si nuestra estrategia de inversión ha sido acertada o no. Mientras tanto lo importante es que seamos capaces de mantener la disciplina en nuestras decisiones de inversión y sobre todo que nos mantengamos lo más alejado posible de aquellas situaciones que sean susceptibles de generar una pérdida permanente de valor para el Fondo

Anexo I: Descripción de las principales posiciones en EQUAM

Descripción del negocio:

- Ebay es una empresa de alto crecimiento que opera en dos nichos de mercado protegidos: subastas y servicios de pago, ambas con enormes economías de escala y barreras de entrada.
- La compañía va a escindir sus dos negocios: mercados (subastas en línea) y Paypal (servicios de pago) en dos compañías separadas.

Tesis de inversión:

- Empresa de alto crecimiento, con márgenes altos. El segmento de eBay ha estado sufriendo debido la revalorización del dólar y los cambios de SEO ("Search Engine Optimization") impuestos por Google.
- Ambos negocios generaron conjuntamente 4.4bn $ de FCF y cotizaban a 6,3 % FCF yield.
- EBay ha anunciado una profunda reestructuración de su negocio: si tiene éxito Paypal, que crece a 17 % podría ser valorado en 5 % de FCF yield y eBay en un 6%, ofreciendo un potencial de revalorización del 40%.

Descripción del negocio:

- Banco retail enfocado en Europa, bien capitalizado y rentable, en fases finales de una restructuración no recogida en precio y con catalizadores en 12-18 meses.

Tesis de inversión:

- ING permite comprar a descuento de su valor intrínseco ING Bank, recibiendo además una participación de control en la aseguradora NN (que a su vez cotiza a descuento) y otros activos.
- La previsible venta del resto de Voya Financial y la posible venta o dividendo en especie de NN pondrán en valor un banco retail saneado, eficiente y bien capitalizado.
- Aunque ING Bank debería ser capaz de generar ROEs de cercanos al 13% incluso con tipos de interés cero, permitiendo el pago de un dividendo >6%, cotiza a valor contable.

BNY MELLON

Descripción del negocio:

- BNY Mellon es el mayor banco depositario del mundo y propietario de una gran gestora institucional de activos, Mellon, tras su fusión en 2007.

Tesis de inversión:

- BNY ofrece un negocio oligopolístico a valoración atractiva, con perspectivas de restructuración y mejora de retornos, que será beneficiario neto de subidas de tipos de interés.
- En el caso de una mejora de ROE derivada de eficiencias operativas, y una subida mínima de tipos de interés post 2015, los retornos mejoran con IRRs implícitos >15%.

Discovery COMMUNICATIONS

Descripción del negocio:

- Empresa integrada verticalmente que proporciona contenidos a través de múltiples canales de distribución, tanto nacionales como internacionales.

Tesis de inversión:

- Compounder al que mercado no reconoce capacidad de crecimiento y generación de caja derivado de la propiedad de contenido monetizable a través de plataformas.
- Cotiza a una valoración muy atractiva, pese a su sólida posición de mercado, su rentabilidad y perspectivas de doblar FCF por acción en 4-5 años.
- La Compañía recompra acciones y tiene un nivel de apalancamiento razonable.

SAMSUNG ELECTRONICS

Descripción del negocio:

- Uno de los líderes mundiales en fabricación de productos electrónicos de consumo.
- Opera en tres áreas de negocio: Electrónica de consumo, móviles y semiconductores.

Tesis de inversión:

- Líder en cada una de sus unidades de negocios, además de ser un fabricante de coste bajo y alta calidad, y con un impresionante historial de innovación.
- La división de Samsung Semiconductores justifica todo el valor de la empresa actual.
- Balance fuerte y saneado con una significativa posición de caja.
- Equipo directivo disciplinado y con buen historial en la creación de valor.

Descripción del negocio:

- Alstom va a vender la mayor parte de su negocio de energía y transporte de electricidad a GE por unos 7.500 M€, con la posibilidad de vender o sacar a bolsa el resto de su participación.
- Después de esta operación, el núcleo del negocio de Alstom será la actividad ferroviaria.

Tesis de inversión:

- La caja que recibirá de GE y la posibilidad de vender la participación restante a un precio establecido, o sacar a bolsa las JV si las condiciones son mejores, proporciona un soporte significativo a la valoración de Alstom.
- El negocio ferroviario cotiza a una valoración implícita de 4x EBIT, comparado con un múltiplo medio del sector de más de 15x.
- Una vez cerrada la operación con GE (previsto para 1H 2015), Alstom iniciará un programa de recompra de acciones que pondrá en valor su negocio ferroviario.

Descripción del negocio:

- TNT Express es líder en transporte urgente por carretera y logística en Europa

Tesis de inversión:

- Compañía en proceso de reestructuración después de la fallida adquisición de la compañía por parte de UPS. Aspira a mejorar márgenes operativos del actual 4% hasta un 8%.
- Cotiza a 10x Ebit sobre unos beneficios que aún no reflejan la reestructuración, un fuerte descuento respecto a sus competidores (UPS 19x Ebit y FedEx 16x Ebit).
- La posición de tesorería de TNT le permite ejecutar el plan de reestructuración sin presiones financieras.

Descripción del negocio:

- Compañía de servicios de registro de nombres de dominio en internet y de aseguramiento de la infraestructura.
- La compañía tiene asignada una concesión para los dominion .com y .net a nivel mundial, otorgada por la ICANN (Internet Corporation for Assigned Names and Numbers).

Tesis de inversión:

- Posición de monopolio protegida por licencia.
- Gran valor de la marca ".com".
- Gran predictibilidad del negocio.
- Importante generación de caja permite buenos retornos de capital cotizando a 6,5% FCF yield.

Descripción del negocio:

- Crown Holdings diseña, fabrica y vende productos de embalaje de bienes de consumo.
- Sus productos incluyen: latas de aluminio, latas de aerosol y cierres metálicos.

Tesis de inversión:

- Comparte una posición de oligopolio en el sector del aluminio junto con Ball y Rexam, que recientemente han anunciado su intención de fusionarse.
- El negocio es de naturaleza local, ya que el transporte de latas vacías es costoso para largas distancias. Aquellos que se encuentren cerca de los lugares de producción de bebidas y alimentos enlatados tienen una ventaja competitiva que la confiere gran estabilidad.
- La compañía ha reestructurado parte de su deuda y ahora tiene un perfil de vencimientos estable que coincide con la generación de flujo de caja. Alrededor de la mitad fija, el resto variable.

Descripción del negocio:

- Conglomerado noruego con presencia en el sector de consumo, incluyendo marcas líderes en la región escandinava.
- Posee otras participaciones industriales, energéticas así como cartera de cotizadas y activos inmobiliarios.

Tesis de inversión:

- A precios actuales, se valora su negocio de bienes de consumo a un descuento notable sobre su valor intrínseco. Este valor intrínseco se verá cristalizado por la restructuración orgánica en el negocio de bienes de consumo y la venta de activos non core hasta 2016.
- Negocio BCG está presentando resultados sólidos y mejora de márgenes.
- Activos non core deberían ser vendidos antes del fin de 2016.
- Dividendo generado por BCG apoya retornos mientras se ejecuta la restructuración.

Anexo II: Composición de la cartera

Compañía	País	Tipo		Precio*	Peso (%)	Objetivo**	Potencial
ING Groep	Holanda	Restructuring	Finance	13.87	4.42%	16.00	15%
Miba AG	Austria	Compounder	Manufacturing	449.00	4.19%	652.00	45%
Discovery Communications	EUUU	Compounder	Consumer Services	32.15	4.16%	45.00	40%
eBay Inc.	EUUU	Special	Consumer Services	56.91	4.15%	79.90	40%
Bank of New York Mellon	EEUU	Compounder	Finance	40.55	4.13%	60.00	48%
Samsung Electronics***	S.Korea	Deep Value	Consumer Durables	496.80	4.01%	721.65	45%
TNT Express NV	Holanda	Restructuring	Transportation	6.00	4.00%	7.86	31%
Alstom SA	Francia	Special	Manufacturing	28.78	3.96%	39.00	36%
VeriSign, Inc.	EEUU	Compounder	Technology	66.69	2.38%	75.28	13%
Crown Holdings, Inc.	EEUU	Compounder	Processing	54.10	2.32%	67.60	25%
Orkla ASA	Noruega	Restructuring	Manufacturing	61.15	2.21%	75.00	23%
Admiral Group plc	UK	Compounder	Finance	15.51	2.16%	19.68	27%
National Express Group PLC	UK	Deep value	Transportation	2.86	2.12%	3.50	23%
Hornbach-Baumarkt-AG	Alemania	Compounder	Retail Trade	34.95	2.12%	50.00	43%
Brookfield Asset Management	Canada	Compounder	Finance	54.76	2.08%	80.00	46%
MITIE Group PLC	UK	Compounder	Commercial	2.81	2.02%	3.90	39%
Worldline SA	Francia	Compounder	Technology	17.2	2.02%	21.00	22%
Halliburton Company	EEUU	Special	Industrial Services	43.96	2.02%	60.00	36%
Oracle Corporation	EEUU	Compounder	Technology	42.62	1.91%	60.00	41%
Cegedim SA	Francia	Special	Health Services	31.50	1.85%	40.41	28%
METKA S.A.	Grecia	Restructuring	Manufacturing	8.34	1.83%	15.14	82%
Thessaloniki Water & Sewerage	Grecia	Restructuring	Utilities	2.51	1.77%	5.40	115%
Peso Total de la cartera					**61.83%**		**32%**
Liquidez					**38.17%**		

** Precio en moneda local.*
***El precio objetivo de las posiciones está basado en el análisis independiente de EQUAM Global Value y puede variar respecto al consenso.*
**** El peso (%) incluye 50% de acciones ordinarias y 50% acciones preferentes.*

Incometric Fund - Equam Global Value - Class A

Ticker Bloomberg	EQUAMVA LX
Ticker Telekurs	21312974
ISIN	LU0933684101
Valor Liquidativo	Semanal, Jueves

Asesor de Inversiones	Equam Capital EAFI
Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
Banco Depositario	KBL (Lux)
Transfer Agent	European Fund Admin.

Comisión fija	1% sobre patrimonio
Comisión variable	10% sobre plusvalías
Traspasabilidad	SI - Nº registro CNMV: 587
Distribuidores en España	All Funds, Inversis

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral Junio 2015
Buscando valor en un mercado volátil

Este trimestre ha venido marcado por la volatilidad de mercados, que hemos aprovechado para mejorar nuestra cartera de inversión.

Hemos realizado la primera desinversión (TNT Express) como consecuencia de una OPA en el entorno de nuestro valor objetivo, y aprovechado para invertir en una compañía líder en un nicho del sector salud (Stallergenes), y reforzar posiciones en algunas de nuestras inversiones con mayor recorrido (Hornbach Baukmarkt, Mitie y Halliburton).

Incometric EQUAM Global Value Fund ("EQUAM" o el "Fondo") es un fondo de inversión 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 que le permite invertir en aquellas compañías de distintas zonas geográficas o sectores donde 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 del fondo.

Incometric EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS IV, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas como directamente en Luxemburgo a través de EFA. Es fiscalmente traspasable si se adquiere desde una institución registrada en CNMV.

El ISIN de EQUAM es LU0933684101 y su ticker de Bloomberg es EQUAMVA LX.

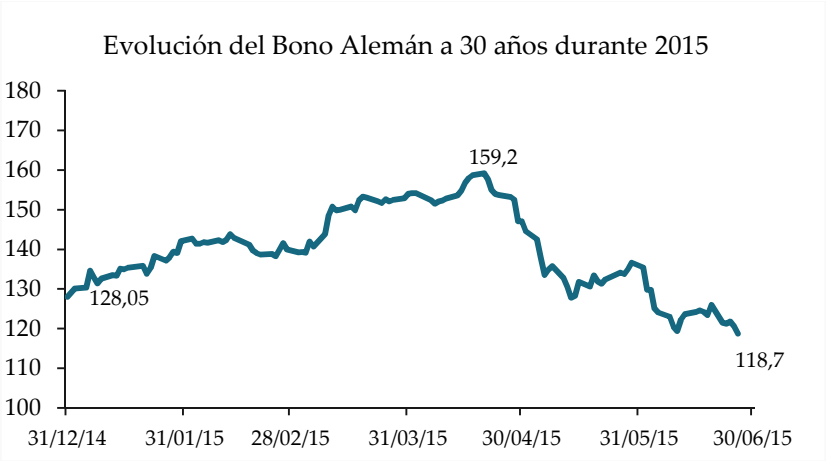
El retorno de la volatilidad

Durante el trimestre hemos pasado de un inicio claramente alcista a un aumento significativo de la volatilidad de mercado, derivada de una combinación de factores aparentemente independientes; la escalada de la crisis Griega, la turbulencia en el mercado de bonos y el desplome de la renta variable China, que después de haber subido un 122% en el año hasta primeros de junio, acumula una caída del 33% desde entonces. Así, durante el trimestre los principales índices se apuntaron un resultado marginalmente negativo (-4,1% el EuroStoxx y -0,2% el S&P 500), lo que añadido al fuerte comienzo del año lleva a resultados anuales positivos de 9,4% y 0,2% respectivamente.

Esta volatilidad, acentuada por la valoración plena de muchos mercados, tiene su principal origen en la reacción de la renta fija a las perspectivas de cambio de ciclo de la política expansiva de la Fed. En un entorno de manipulación generalizada por los bancos centrales que ha llevado a una sobrevaloración de la renta fija, el cambio de ciclo tendrá unas consecuencias claramente dañinas.

La valoración acaba importando. Siempre.

Si tomamos como ejemplo casi perfecto de lo que muchos inversores consideran un activo seguro, el bono alemán a 30 años, comprobamos que esta inversión ha generado pérdidas del 7% en lo que llevamos de año y pérdidas del 25% desde sus máximos de abril. No está mal para un activo en teoría sin riesgo.



La pérdida permanente de capital, pese a haber invertido en un activo en teoría seguro ilustra perfectamente los riesgos de ignorar la valoración (extrema, ya que el bono ofrecía tipos reales negativos), o de anticipar posibles fenómenos macro (deflación). Y es que no hay activo sin riesgo, y por

eso preferimos entender, cuantificar y ser compensados debidamente por el riesgo que tomemos.

Por nuestra parte, preferimos rentabilizar nuestro capital invirtiendo en negocios que entendemos, con balances sólidos y comprados a un descuento de su valor intrínseco. Sin ignorar el entorno macroeconómico, creemos que salvo en situaciones extremas, no debe marcar nuestras decisiones de inversión, y nos centramos en conseguir inversiones que no precisen un desenlace macroeconómico específico para generar buenas rentabilidades con un riesgo mínimo de pérdida de nuestro capital.

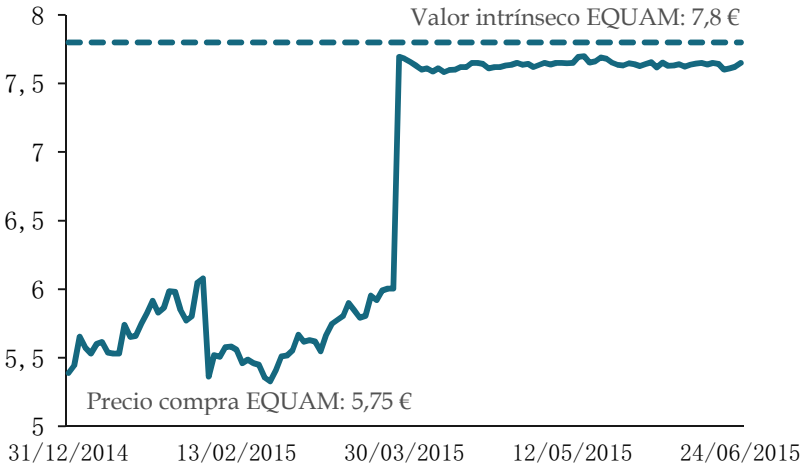
Primera desinversión

Un comprador estratégico puede reconocer aceleradamente el valor

Durante el trimestre hemos liquidado nuestra inversión en TNT Express, una de nuestras principales posiciones en el fondo, tras haber alcanzado su precio objetivo. En este caso, un precio objetivo que esperábamos que fuera cristalizando a través de una restructuración durante los próximos tres o cuatro años, se ha reconocido de modo anticipado por un comprador estratégico.

Cuando invertimos en TNT lo hicimos basándonos en nuestro análisis del plan de restructuración de la compañía, creíble y que estaba dando sus primeros frutos, y en el sólido balance, que tenía una posición neta de caja y permitía acometer el plan sin presiones financieras. Nuestro análisis indicaba que TNT cotizaba a un descuento significativo incluso sin acometer la reestructuración y que tan sólo ejecutando la mitad del plan, la valoración de la empresa equivalía a €7,8 por acción, que suponía una revalorización notable frente a los €5,3 a los que cotizaba. El riesgo era muy limitado ya que TNT estaba bien capitalizada, sin deuda y cotizaba a múltiplos pre-restructuración muy inferiores a los del mercado.

Pese a que nuestra tesis era que el valor intrínseco de TNT se realizaría a lo largo del plan de restructuración hasta 2017 o 2018, el 23 de Abril FedEx, uno de los principales competidores, anunció una oferta por TNT a €7,8, muy cercana a nuestra estimación de valor. Ante la dificultad de que se presente una oferta alternativa a la de FedEx - tanto DHL como UPS tienen cuotas de mercado demasiado altas para ello - decidimos vender nuestra inversión.



Nos parece importante destacar que si bien TNT Express ha sido una excelente inversión que se ha resuelto en un plazo muy inferior al que estimábamos, no debe ser entendida como un intento por nuestra parte de anticipar movimientos corporativos.

Nuevas inversiones

Stallergenes: calidad y crecimiento a descuento

Hemos aprovechado la incertidumbre existente para adquirir una participación en Stallergenes SA, uno de los líderes en tratamientos de alergia, que estaba sujeta a un proceso de fusión con su competidora americana Greer y que cotiza a descuento sobre nuestra estimación de valor intrínseco.

Stallergenes presenta un modelo de negocio atractivo, opera con una posición de dominio en un pequeño oligopolio anticíclico, con gran capacidad de crecimiento rentable. Genera retornos sobre el capital superiores al 20% de manera sostenida y tiene excelentes perspectivas de crecimiento. La FDA ha aprobado los tratamientos de inmunoterapia por vía oral de la compañía (y de su competidor ALK-Abelló) para EEUU en 2014. La introducción de tratamientos por vía oral en Europa generó crecimientos muy significativos durante varios años y es previsible que ahora, con la aprobación por la FDA los crecimientos en EEUU sean aún mayores, ya que los precios de venta están liberalizados.

Por otro lado, la compañía resultante de la fusión entre Stallergenes y Greer, tendrá un excelente balance, con una posición neta de tesorería de unos 150M€. Pese a estas fortalezas y a su capacidad de crecimiento rentable, la compañía cotizaba a unas 12,5x beneficio normalizado, por la pobre cobertura de analistas y por el complejo proceso de fusión con Greer, controlada por el mayor accionista de

Stallergenes y que tras una comunicación un tanto limitada, atrajo suspicacias de algunos inversores.

Tras la fusión con Greer, líder absoluto en EEUU y el acuerdo de comercialización en Japón al que ha llegado con Shionogi, pensamos que Stallergenes podrá consolidar su posición en estos dos mercados de gran potencial y con barreras de entrada. En este contexto, el precio de mercado de Stallergenes, parece muy inferior a cualquier valoración razonable del negocio, con un margen de seguridad superior al 50%.

Por otro lado, hemos iniciado gradualmente inversiones en IBM, aprovechando la sobre reacción del mercado que ignora la resistencia y rentabilidad de su negocio *legacy*, la compañía de servicios logísticos para el sector aeronáutico y de energía KLX, y las francesas IPSOS y el conglomerado industrial Chargeurs SA, todos ellos de mediano tamaño, pero con perspectivas notables de apreciación.

Construyendo una cartera rentable y prudente

Aprovechando la volatilidad para reforzarnos

La cartera actual de EQUAM presenta un conjunto de inversiones que a nuestro parecer mantienen un interesante potencial de revalorización, una relación rentabilidad-riesgo razonable y un nivel de diversificación adecuado frente a diferentes variables. No podemos adivinar el futuro pero sí prepararnos para él.

Seguimos construyendo nuestra cartera, y la entrada de nuevo capital, junto con la prudencia y disciplina de nuestro proceso inversor, ha acabado generando una posición relevante de liquidez, manteniendo en tesorería alrededor del 39% de los activos totales. En el caso de no cumplirse nuestros requisitos preferimos esperar en caja, lo que nos permitirá aprovechar las oportunidades que inevitablemente se producirán. Creemos que la flexibilidad y opcionalidad a largo plazo de una posición líquida en un mercado plenamente valorado compensa con creces la merma de rentabilidad que supone una liquidez con rentabilidad cero.

Disciplina en el proceso inversor

Debido a la entrada de capital nuevo en el fondo, hemos decidido diluir nuestra posición en algunas compañías en que ya se había alcanzado prácticamente nuestro precio objetivo, y el potencial de revalorización es menor. Destaca en este grupo, nuestra participación en ING Groep, una de nuestras principales inversiones iniciales, en la que el precio

de mercado ha reconocido el esfuerzo del plan de restructuración y la cristalización del valor de las filiales de seguros. Han sido similares los casos de nuestras inversiones en National Express, Cegedim o Worldline, todas ellas cotizando ya a niveles cercanos a nuestro precio objetivo. Respeto a MIBA, no hemos podido mantener la posición del fondo debido a la mínima liquidez del título.

Por otro lado, hemos aprovechado las fluctuaciones de mercado para incrementar nuestras posiciones en determinadas compañías en las que la cotización no ha corrido tanto y por tanto se mantiene el potencial de revalorización estimado inicialmente:

Cartera con potencial de revalorización y bajo endeudamiento

- Hornbach Baumarkt es una participación histórica de cartera de uno de los socios de EQUAM, líder en un sector ferozmente competitivo, pero bien gestionada y sin deuda, con capacidad probada de aumentar valor a largo plazo y cuya posición mejoró sustancialmente tras la quiebra de Praktiker, su principal competidor. Pensamos que el mercado no sólo no reconoce la durabilidad de su posición competitiva, sino que tras la volatilidad reciente, pensamos que el descuento frente a su valor intrínseco ha aumentado, ocasión que hemos aprovechado para reforzar nuestra posición

- En el caso de Mitie, hemos decidido aumentar el peso en la cartera debido a que a pesar de la alta calidad de la Compañía, creemos que la cotización ofrece un importante margen de seguridad (FCF yield del 8%) y que el mercado sigue sin reaccionar a la buena evolución del negocio. Mitie ha conseguido deshacerse de sus negocios menos rentables y se está aprovechando de su capacidad de ofrecer todo tipo de servicios para convertirse en un proveedor integral de muchos de sus clientes. Por otro lado el negocio ofrece una gran recurrencia de ingresos con gran visibilidad, un crecimiento orgánico consistente en el tiempo y una importante generación de caja al ser un negocio poco intensivo en capital.

- Hemos seguido aumentando gradualmente nuestra posición en Halliburton, una compañía que tras la fusión anunciada con Baker Hughes se convertirá en la segunda mayor compañía de servicios al sector petrolífero, con notables sinergias. Debido al recorte de precios del petróleo y las incertidumbres sobre el ciclo de inversiones y gastos operativos de las petroleras,

parece lógico que a corto plazo un inversión como Halliburton esté sometida a una intensa volatilidad, pero pensamos que mantiene un buen potencial de revalorización en el largo plazo, debido al carácter esencial de sus servicios y la racionalización, escala y rentabilidad que Halliburton debería alcanzar con posterioridad a la fusión, incluso con precios de petróleo moderados.

Las desinversiones y rotación de capital explicada anteriormente son fruto de la disciplina de nuestro proceso inversor, buscando comprometer nuestro capital sólo si hay una alta probabilidad de revalorización amplia a largo plazo, un amplio margen de seguridad y una probabilidad mínima de pérdida de capital.

A cierre de trimestre, teníamos invertido el patrimonio del Fondo en 26 compañías, de las cuales una mayor parte corresponden a empresas de pequeña y mediana capitalización.

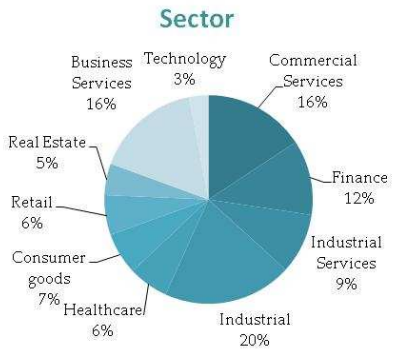
Estimamos que las compañías en cartera mantienen un potencial de revalorización de acuerdo con nuestros precios objetivos del 42,5%. Después de las rotaciones anteriormente explicadas, mantenemos una cartera que cotiza a unos múltiplos muy atractivos, más aun teniendo en cuenta el contexto actual de mercado.

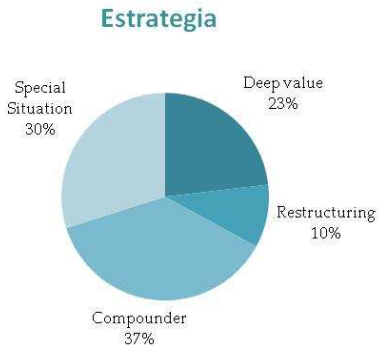
Compañías en cartera	26
Free Cash Flow yield medio de la cartera	7,8%
EV/EBIT promedio	8,7x
Price to Book promedio	2,2x
PER promedio	11,8x
Deuda Neta / Ebit promedio	0,5x

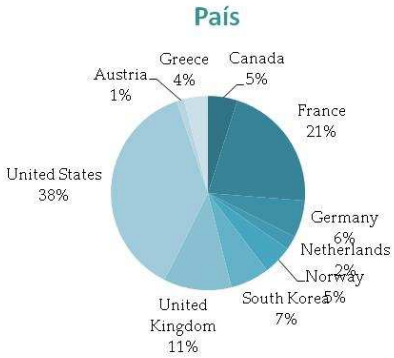
A lo largo del trimestre, el Fondo ha experimentado una revalorización del 0,7% y del 4,8% desde el lanzamiento a mediados de Enero, con un nivel medio de inversión durante el trimestre cercano al 45%, consistente con la fase de construcción de la cartera (ver Anexo III).

Los siguientes cuadros reflejan las principales inversiones de la cartera y el desglose de la cartera (ver Anexo II para un detalle completo de las inversiones del fondo).

Compañía	País	Peso	Potencial
Alstom SA	France	4,7%	53%
MITIE Group PLC	UK	4,0%	30%
Samsung Electronics	S.Korea	4,0%	60%
Bank of NY	US	3,8%	43%
Stallergenes SA	France	3,8%	26%
Hornbach-Baumarkt	Germany	3,8%	52%
Halliburton	US	3,7%	39%
Brookfield AM	Canada	3,0%	53%
eBay Inc.	US	3,0%	33%
Orkla ASA	Norway	3,0%	22%
Peso Top 10		**36,7%**	
Peso total Cartera		**60,8%**	42,5%
Liquidez		**39,2%**	







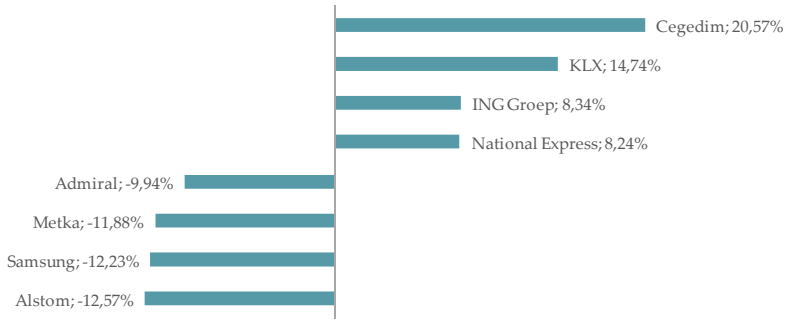
Compounder: compañías de alta calidad y demostrada capacidad de generación de valor en el tiempo; Restructuring: compañías inmersas en un proceso de restructuración; Special situation: compañías inmersas en una operación corporativa; Deep value: compañías especialmente castigadas por el mercado por factores externos o coyunturales.

Respecto a la contribución de las inversiones, el siguiente cuadro muestra las que mejor y peor comportamiento han tenido durante el periodo. Cabe destacar la contribución, además de la anteriormente citada de TNT (+26,8%), de Cegedim (+20,6% como consecuencia del cierre de la operación de venta de su división CRM y unos muy buenos resultados del primer trimestre) y KLX (+14,8%).

Por parte de las inversiones de peor comportamiento, no sorprende la presencia de una de nuestras dos compañías Griegas, (la ingeniería Metka), en las que creemos que el precio actual (y al que invertimos) más que descuenta cualquier escenario de Grexit. pese a sus balances en caja y

sus negocios resistentes a las incertidumbres macro griegas. Por otro lado en el caso de Alstom, el mercado ha reaccionado negativamente al retraso en el proceso de aprobación de la operación con General Electric, pero seguimos pensando que nuestra tesis de inversión sigue siendo válida y hemos aprovechado los recortes para aumentar la posición en el fondo, convirtiéndose en nuestra primera inversión.

Peor comportamiento | Mejor comportamiento (2Q 2015)



Seguimos con nuestra estrategia paciente y visión a largo plazo y vemos los resultados que van cosechando nuestras inversiones con prudencia. Sólo después de varios años se podrá juzgar si nuestra estrategia de inversión ha sido acertada o no, y mientras tanto nuestra energía se centra en mantener la disciplina de nuestro proceso inversor y sobre todo evitar situaciones que sean susceptibles de generar una pérdida permanente de valor para el Fondo.

Esperamos que la volatilidad de mercado se mantenga en los siguientes meses, lo que debería darnos poco a poco la oportunidad de invertir nuestro capital con buenas perspectivas de rentabilidad y reducido riesgo de pérdida de capital.

Anexo I: Descripción de las principales posiciones en EQUAM

Descripción del negocio

- Alstom va a vender la mayor parte de su negocio de energía y transporte de electricidad a GE por unos 7.500 M€, con la posibilidad de vender o sacar a bolsa el resto de su participación.
- Después de esta operación, el núcleo del negocio de Alstom será la actividad ferroviaria.

Tesis de inversión

- La caja que recibirá de GE y la posibilidad de vender la participación restante a un precio establecido, o sacar a bolsa las JV si las condiciones son mejores, proporciona un soporte significativo a la valoración de Alstom.
- El negocio ferroviario cotiza a una valoración implícita de 4x EBIT, comparado con un múltiplo medio del sector de más de 15x.
- Una vez cerrada la operación con GE (previsto para 2H 2015), Alstom iniciará un programa de recompra de acciones que pondrá en valor su negocio ferroviario.
- A precios actuales estimamos un potencial de revalorización cercano al 53% que debería cristalizarse con posterioridad al cierre de la venta y la cristalización de las JVs.

Descripción del negocio

- Compañía líder en Reino Unido de servicios de facility management, property management y servicios de salud a domicilio.

Tesis de inversión

- Crecimiento anual histórico consistente del 8% últimos 10 años (5% orgánico).
- Tendencia en el sector a aumentar el outsourcing de servicios y a buscar proveedores integrales favorece compañías líderes como Mitie
- Modelo de negocio con bajas necesidades de inversiones permite importante generación de caja.
- Salida reciente de negocios menos rentables permitirá mejorar el margen actual hacia niveles por encima del 6%
- Precios actuales deberían permitir un retorno de la inversión del 13% en los próximos cuatro años.

SAMSUNG ELECTRONICS

Descripción del negocio

- Compañía líder mundial en fabricación de productos electrónicos de consumo.
- Opera en tres áreas de negocio: electrónica de consumo, móviles y semiconductores

Tesis de inversión

- El mercado no entiende bien las diferentes divisiones de Samsung; se considera por el mercado como una compañía solamente de teléfonos móviles.
- Líder en cada una de sus unidades de negocio, además de un fabricante de bajo coste y alta calidad, y con un impresionante historial de innovación.
- Balance saneado y con una importante posición de caja.
- Sólo con el valor conservador del negocio de móviles y la caja actual se obtiene la capitalización actual. El mercado no está asignando valor alguno al resto de los negocios.
- Cotiza a 6.0x EBIT y 9.5x PER.
- Catalizadores: salida a bolsa de algunos de sus negocios, restructuración corporativa y la recompra de acciones por parte de la propia compañía.

BNY MELLON

Descripción del negocio

- BNY Mellon es el mayor banco depositario del mundo y propietario de una gran gestora institucional de activos, Mellon, tras su fusión en 2007.

Tesis de inversión

- BNY ofrece un negocio oligopolístico a valoración atractiva, con perspectivas de restructuración y mejora de retornos, que será beneficiario neto de subidas de tipos de interés.
- BNY está sujeto a una enorme presión por parte de accionistas, capitaneados por dos fondos activistas, para mejorar su rentabilidad y reenfocar su negocio
- En el caso de una mejora de ROE derivada de eficiencias operativas, y una subida mínima de tipos de interés post 2015, los retornos mejoran con IRRs implícitos >15%.

STALLERGENES

Descripción del negocio

- Compañía farmacéutica francesa dedicada al tratamiento de alergias mediante inmunoterapia. El 29 de junio aprobó su fusión con Greer, líder del mercado en EEUU.

Tesis de inversión

- Buenas perspectivas de crecimiento del sector, segmento nicho de pequeño tamaño y compañía líder en su sector (junto con ALK-Abelló controlan cerca del 56% del mercado).
- La fusión con la americana Greer acelera su penetración en el mercado estadounidense.
- Las buenas perspectivas del mercado americano y asiático tras la reciente aprobación de vacuna sublingual debería traducirse en un crecimiento significativo en los próximos años.
- Balance saneado con 150M€ en caja neta (unas 2,5x ebit).
- Cotiza a P/E-Aj de 12,5x frente 16,6x de ALK-Abelló.

HORNBACH

Descripción del negocio

- Compañía familiar, líder cuasi monopolístico del mercado de DIY alemán, fundada en 1877 y rentable a lo largo del ciclo pese a haber subido su cuota de mercado del 6 al 10%

Tesis de inversión

- Líder cuasi monopolístico, rentable y con *earnings power* mejorado después de la consolidación de mercado
- Balance sin deuda, enormemente conservador y con importantes activos ocultos no reflejados en el precio
- Participación de la familia fundadora y foco en creación de valor a largo plazo, a expensas de medidas cortoplacistas, habiendo conseguido crecer el BVPS a CAGR >8% anualizado pese a recesiones
- Con estimaciones de valoración muy conservadoras presenta un valor intrínseco de €50-60 por acción, lo que implica una revalorización superior al 35% con riesgo mínimo de pérdida

HALLIBURTON

Descripción del negocio

- Halliburton ofrece servicios y soluciones integradas a los clientes en la exploración, desarrollo y producción de petróleo y gas natural.
- En 2014, anunció la compra de la empresa competidora Baker Hughes por $34.6 bn, operación que espera cerrarse en la segunda parte de 2015.

Tesis de inversión

- Buenas perspectivas a largo plazo para el sector a pesar de escenario negativo a corto plazo por caídas del precio de petróleo y sobrerreacción de los mercados.
- Fusión con Baker Hughes va a permitir consolidar su posición de liderazgo así como generar importantes sinergias (estimadas en $2 bn).
- Cotizando a múltiplos EBIT históricamente bajos (9.0x 2015 frente a la media histórica de 12x).

Brookfield

Descripción del negocio

- Uno de los mayores inversores y gestores en activos reales del mundo,
  - BAM gestiona $93BN de capital que genera fees >$1BN (negocio de GP).
  - BAM tiene invertidos $29B de capital en sus distintos vehículos (negocio de LP), con un IRR esperado >15%.
- Orientación value y enfocado en inmobiliario e infraestructuras, con IRR >18% desde 1980s.

Tesis de inversión

- El precio actual de BAM únicamente refleja el valor contable actual de su capital invertido en el negocio LP.
  - No refleja en absoluto el valor del negocio de gestor (GP), con $93BN de fee bearing capital más $11BN en fundraising, generando un fee income de más de $800m netos.
  - Una valoración razonable del negocio actual, sin asumir crecimiento del capital, llevaría a valores por acción de cerca de $40.
- Creemos que el mayor valor de BAM se pondrá de manifiesto en los próximos al cristalizar el valor en las inversiones ya realizadas.
- - Con un IRR en capital invertido de 10-15% (por debajo de su track record histórico y del yield on cost actual), el valor intrínseco de BAM debería situarse por encima de $60 por acción.
  - En el entorno actual, esto permitiría a precios actuales un retorno >15% anual. En un escenario inflacionista, proporciona por sus activos y estructura de capital, un hedge de gran valor, tampoco reconocido en el precio.

Descripción del negocio

- Ebay es una empresa que opera con posición de liderazgo en dos nichos de mercado protegidos: subastas y servicios de pago, ambas con enormes economías de escala y barreras de entrada.
- La compañía va a escindir sus dos negocios: mercados (subastas en línea) y Paypal (servicios de pago) en dos compañías separadas.

Tesis de inversión

- Empresa de alto crecimiento, con márgenes altos. El segmento de eBay ha estado sufriendo debido la revalorización del dólar y los cambios de SEO ("Search Engine Optimization") impuestos por Google.
- Ambos negocios generaron conjuntamente 4.4bn $ de FCF y cotizaban a 6,3 % FCF yield.
- La escisión debería contribuir a cristalizar el valor existente en ambos negocios, ofreciendo un potencial de revalorización del 33%.

Descripción del negocio

- Conglomerado noruego con presencia en el sector de consumo, incluyendo marcas líderes en la región escandinava.
- Posee otras participaciones industriales, energéticas así como cartera de cotizadas y activos inmobiliarios, todas ellas en venta

Tesis de inversión

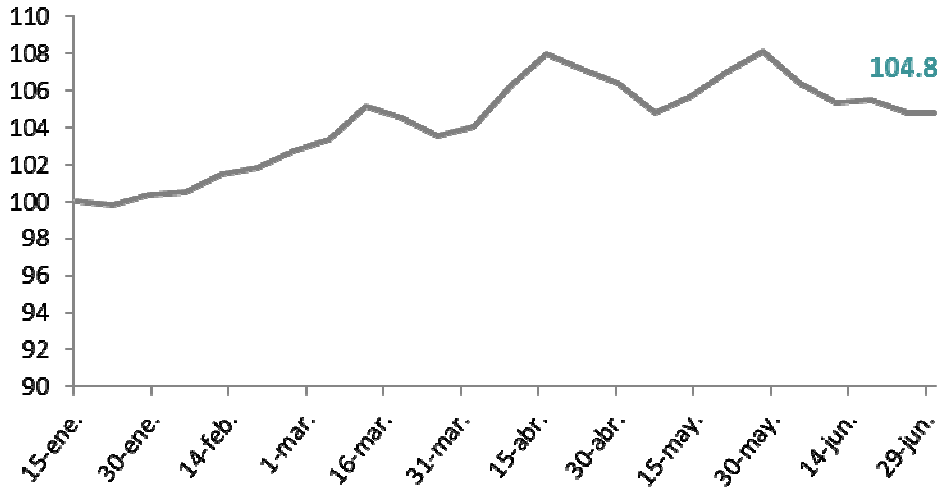
- A precios actuales, se valora su negocio de bienes de consumo a un descuento notable sobre su valor intrínseco. Negocio BCG está presentando resultados sólidos y mejora de márgenes.
- Este valor intrínseco se verá cristalizado por la restructuración orgánica en el negocio BCG y venta de activos non core hasta 2016.
- Dividendo generado por BCG apoya retornos mientras se ejecuta la restructuración.
- Estimamos una rentabilidad total incl. Dividendo con una TIR >10%

Anexo II: Composición de la cartera

Compañía	País	Sector	Estrategia	Peso	Precio	Objetivo	Potencial
Alstom SA	France	Industrial	Special Situation	4.7%	25.45	39.00	53%
MITIE Group PLC	United Kingdom	Business Services	Compounder	4.0%	3.15	4.11	30%
Samsung Electronics Co., Ltd. GDR RegS	South Korea	Consumer goods	Deep value	4.0%	443.50	711.37	60%
Bank of New York Mellon Corporation	United States	Finance	Restructuring	3.8%	41.97	60.00	43%
Stallergenes SA	France	Healthcare	Special Situation	3.8%	54.75	69.00	26%
Hornbach-Baumarkt-AG	Germany	Retail	Compounder	3.8%	33.00	50.00	52%
Halliburton Company	United States	Industrial Services	Special Situation	3.7%	43.07	60.00	39%
Brookfield Asset Management Inc. Class A	Canada	Real Estate	Compounder	3.0%	34.93	53.33	53%
eBay Inc.	United States	Commercial Services	Special Situation	3.0%	60.24	79.90	33%
Orkla ASA	Norway	Industrial	Special Situation	3.0%	61.70	75.00	22%
IBM Corp	United States	Business Services	Deep value	2.9%	162.66	230.00	41%
KLX Inc	United States	Industrial Services	Deep value	2.0%	44.13	67.00	52%
VeriSign, Inc.	United States	Commercial Services	Compounder	1.9%	61.72	80.10	30%
Admiral Group plc	United Kingdom	Finance	Compounder	1.9%	13.87	19.68	42%
Chargeurs SA	France	Industrial	Deep value	1.9%	6.65	10.30	55%
Crown Holdings, Inc.	United States	Industrial	Compounder	1.9%	52.91	67.60	28%
Discovery Communications, Inc. Class A	United States	Commercial Services	Compounder	1.8%	33.26	50.00	50%
Oracle Corporation	United States	Technology	Compounder	1.8%	40.30	60.00	49%
ING Groep NV Cert. of Shs	Netherlands	Finance	Restructuring	1.4%	14.81	16.00	8%
METKA S.A.	Greece	Business Services	Deep value	1.3%	7.79	15.14	94%
Thessaloniki Water & Sewerage Co. SA	Greece	Commercial Services	Deep value	1.1%	2.66	5.40	103%
Cegedim SA	France	Business Services	Compounder	1.0%	37.86	40.41	7%
National Express Group PLC	United Kingdom	Commercial Services	Deep value	1.0%	3.07	3.41	11%
Worldline SA	France	Business Services	Compounder	0.8%	18.40	21.00	14%
Ipsos SA	France	Commercial Services	Restructuring	0.8%	23.19	41.00	77%
Miba AG Vorz.Akt.B	Austria	Industrial	Compounder	0.7%	460.00	569.12	24%
Peso Top 10				**36.7%**			
Peso total Cartera				**60.8%**			**42.5%**
Liquidez				**39.2%**			

** Precio en moneda local.*
***El precio objetivo de las posiciones está basado en el análisis independiente de EQUAM Global Value y puede variar respecto al consenso.*
**** El peso de Samsung (%) incluye 50% de acciones ordinarias y 50% acciones preferentes.*

Anexo III. Evolución del Valor Liquidativo



Rentabilidades

Año	1T	2T	3T	4T	YTD
2015	*4.06%*	*0.73%*	-	-	*4.79%*

Incometric Fund - Equam Global Value - Class A

Ticker Bloomberg	EQUAMVA LX
Ticker Telekurs	21312974
ISIN	LU0933684101
Valor Liquidativo	Semanal, Jueves

Asesor de Inversiones	Equam Capital EAFI
Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
Banco Depositario	KBL (Lux)
Transfer Agent	European Fund Admin.

Comisión fija	1% sobre patrimonio
Comisión variable	10% sobre plusvalías
Traspasabilidad	SI - Nº registro CNMV: 587
Distribuidores en España	All Funds, Inversis

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral septiembre 2015
Aprovechamos las correcciones para invertir.

Este trimestre ha venido marcado por una corrección significativa de mercado, que ha consumido las ganancias acumuladas durante la primera mitad del año.

Hemos aprovechado las caídas para comprar empresas sólidas a buenos precios y nuestro nivel de inversión ha pasado del 60% del patrimonio a principios del trimestre hasta el 79% actual. También hemos completado tres desinversiones, una de ellas al acudir a una oferta de compra y las otras dos por haber alcanzado la cotización nuestro valor intrínseco.

Incometric EQUAM Global Value Fund ("EQUAM" o el "Fondo") es un fondo de inversión 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 que le permite invertir en aquellas compañías de distintas zonas geográficas (aunque con un enfoque prioritario en Europa) o sectores donde 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 del fondo.

Incometric EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS IV, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas como directamente en Luxemburgo a través de EFA. Es fiscalmente traspasable si se adquiere desde una institución registrada en CNMV.

Llega la corrección

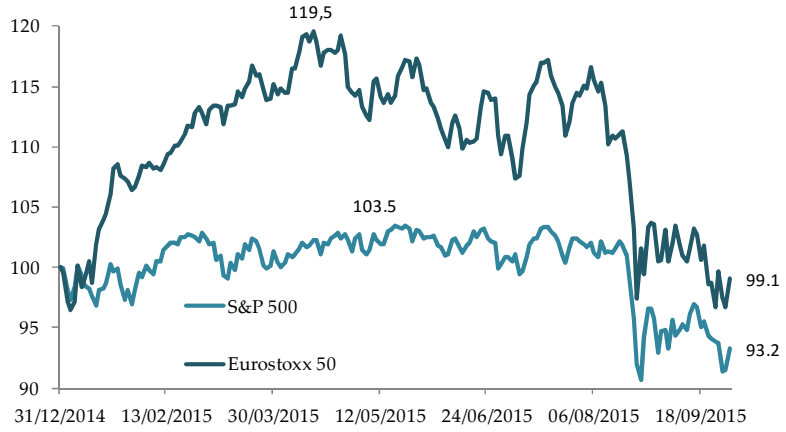
Ajuste de excesos monetarios y expectativas poco realistas

La volatilidad incipiente que comentábamos en nuestro último informe se ha convertido durante los meses de agosto y septiembre en una corrección de mercado. Varias circunstancias pueden haber desatado las ventas generalizadas de estos meses, especialmente la ralentización económica en China y el contagio a economías emergentes y materias primas y la incertidumbre respecto a la subida de tipos en Estados Unidos. En cualquier caso, los mercados acumulaban subidas muy considerables en los últimos años y es normal que se ajusten algunas valoraciones.

Así, durante el trimestre los principales índices han experimentado caídas significativas, el EuroStoxx ha caído un 9,4% y el S&P 500 un 6,9%, lo que les ha llevado a entrar en terreno negativo para el conjunto del año (de -0,9% y -6,7% respectivamente).

Las expectativas de crecimiento interminable y continuo respecto a China que mantenían muchos inversores eran poco realistas. Después de varios años creciendo a un ritmo elevado, el modelo económico Chino, basado en la inversión en activo fijo, ha entrado en crisis y pasará un tiempo hasta que consiga volver a una senda de desarrollo más equilibrado. Esto, junto con otros factores geopolíticos, han llevado al precio del petróleo a niveles del 2008.

Ante las perspectivas que presenta la situación económica en muchos países emergentes, y a pesar de que Estados Unidos ha conseguido recuperar el nivel normal de empleo, al menos según las estadísticas oficiales, la FED ha decidido posponer aún más la subida de tipos que tenía prevista para septiembre. A diferencia de otras veces, en las que el mercado recibía la política monetaria laxa con subidas, en esta ocasión las bolsas reaccionaron con caídas, lo que otra vez, demuestra lo peligroso de invertir basado en expectativas y no realidades.



Aunque en EQUAM prestamos atención a la situación macroeconómica y pensamos que el mercado tendrá que ajustar sus expectativas a un escenario más realista de crecimiento modesto en mercados desarrollados y problemas cíclicos en emergentes, preferimos dedicar la mayor parte de nuestro tiempo a buscar y analizar buenas empresas en las que invertir.

Comprar negocios con buen potencial en momentos de debilidad...

En lugar de intentar predecir el siguiente giro que tomará el mercado, cuál va a ser el impacto de la situación macroeconómica en los precios o cuándo se producirá la siguiente corrección, nos centramos en identificar oportunidades de inversión con negocios sólidos, con poca deuda y con valoración atractiva que podamos comprar con total confianza durante las fases de corrección del mercado. Entender bien los negocios en los que invertimos nos permite aprovechar la volatilidad y el pánico para comprar más barato.

Perseguir la mejor rentabilidad trimestral o anual, evitar las caídas temporales en el valor liquidativo o batir al mercado en el corto plazo, son objetivos difícilmente compatibles con la búsqueda de inversiones con potencial de creación de valor alto, que pueda tardar varios años en fructificar.

... requiere análisis objetivo y paciencia

Las mejores oportunidades consisten precisamente en aprovechar las sobrerreacciones e ineficiencias del mercado para comprar a un precio inferior al valor intrínseco y esperar con paciencia a que la cotización vuelva a reflejar dicho valor intrínseco. Aprovechar estas oportunidades requiere un análisis detallado e independiente del valor del negocio, que normalmente fluctúa poco, y paciencia y determinación para actuar con decisión cuando aparecen las oportunidades.

Y eso es lo que hemos hecho estos últimos meses. Cerramos el segundo trimestre con un nivel de inversión del 60%, y durante los meses de agosto y septiembre hemos

aumentado la inversión en algunas de las empresas que teníamos en cartera y hemos incorporado 8 nuevas compañías al fondo. También hemos desinvertido en tres compañías, dos de ellas por haber alcanzado nuestra valoración y la tercera fue objeto de una OPA por el accionista de control.

A pesar de las inversiones de estos meses, mantenemos una posición de liquidez del 20% del patrimonio que, en caso de mantenerse la debilidad del mercado, nos permitirá seguir comprando buenas empresas a precios aún más atractivos.

Nuevas inversiones

En anteriores informes comentábamos la dificultad para encontrar oportunidades de inversión atractivas y la prudencia con la que operábamos por la excesiva confianza que mostraban muchos inversores. En este trimestre, la corrección del mercado ha facilitado nuestra búsqueda. Durante el verano hemos invertido parte de la liquidez en varias compañías con buenas perspectivas de creación de valor a largo plazo pero que están siendo castigadas por el mercado en el corto plazo o que se encuentran infravaloradas por distintas circunstancias que poco tienen que ver con su valor fundamental.

Desde esta óptica hemos invertido en **Aryzta**, una compañía suiza, de tamaño mediano pero líder mundial en la producción y comercialización de masas congeladas para panes y repostería. Se trata de un negocio de crecimiento moderado pero con buena rentabilidad y alta capacidad de generación de caja. La industria está muy fragmentada, con pequeños oligopolios locales y Aryzta es la única compañía global con presencia en los principales mercados, y por tanto la única capaz de consolidar. Fruto de una serie de problemas temporales –McDonalds, uno de sus principales clientes, ha sufrido una caída en sus ventas – y a un proceso de reducción de costes que se alarga más de lo esperado inicialmente, la cotización acumula una caída del 50% desde máximos y puede comprarse con una rentabilidad sobre flujo de caja del 9%. Esta valoración nos parece muy atractiva para un negocio de esta naturaleza y hemos invertido un 3% del fondo. Esta compañía es, junto con Crown Holdings, una de las únicas inversiones en cartera que mantiene un endeudamiento relativamente alto (deuda neta ajustada / EBITDA 3.5x), sin embargo creemos que la estabilidad del negocio y la fuerte capacidad de generación de caja permiten a Aryzta mantener esa estructura financiera y hacer una excepción en nuestra política de no invertir en compañías muy endeudadas.

También hemos invertido en **NRJ**, la empresa líder de radio en formato musical de Francia con una cuota del 15%. La compañía tiene también un negocio internacional de radio (mismo formato para ciertos países francófonos), un negocio de torres de telecomunicaciones y un negocio de TV en pérdidas pero en proceso de restructuración. Es una compañía de tamaño pequeño, poco seguida por el mercado y castigada por las pérdidas procedentes del negocio de televisión que se reestructurará o venderá. Se trata de una situación en la que la suma de cada uno de los negocios que componen la compañía es sensiblemente superior a la capitalización actual. Además, tiene una posición de caja significativa en el balance y está controlada en un 80% por su fundador y presidente lo que garantiza una alineación de intereses de los gestores con los accionistas.

Hemos realizado dos inversiones nuevas en el sector aeronáutico: **Rolls Royce** y **Meggitt**. Aunque con peculiaridades específicas, la tesis de inversión central en ambas es parecida. Estas compañías venden sus equipos (motores de avión en el caso de Rolls Royce y sistemas de frenado y otros componentes en el caso de Meggitt) con un margen pequeño (o incluso a pérdida) para garantizarse los servicios de mantenimiento muy lucrativos durante periodos de tiempo muy largos (20-25 años) donde es muy difícil que entre ningún competidor.

El sector aeronáutico está inmerso en un ciclo de renovación y crecimiento que ha supuesto la retirada de una gran parte de los aviones antiguos y un fuerte crecimiento en el número de nuevas unidades. La renovación de la flota es negativa en el corto plazo para Rolls y Meggitt, porque las necesidades de mantenimiento de las nuevas aeronaves son menores que las de las antiguas. El crecimiento de la flota también es negativo a corto plazo, porque estas compañías tienen que entregar equipos nuevos con un margen bajo para asegurarse su mantenimiento en el futuro. La combinación de estas dos circunstancias ha reducido notablemente las valoraciones de estas dos excelentes compañías, algo que nosotros vemos como una buena oportunidad. A cambio de este deterioro temporal en los resultados y de la debilidad en las cotizaciones, obtenemos un negocio muy lucrativo, con una enorme capacidad de generar caja durante muchos años, que debería gradualmente reflejarse en el precio.

En el caso de Rolls Royce, a la situación del sector se añade la renovación del equipo directivo tras los errores de diversificación y gestión del anterior CEO. El nuevo equipo va a implementar un plan más enfocado y una necesaria

reestructuración de costes. El proceso de ajuste se verá reforzado por la entrada en el accionariado de ValueAct, un inversor que tradicionalmente ha asumido un rol muy proactivo y constructivo en los consejos en los que participa. Estos cambios están deprimiendo la cotización, pero en el medio plazo creemos que contribuirán a mejorar la rentabilidad de nuestra inversión.

Aprovechando las nuevas caídas en el precio del petróleo, hemos añadido una nueva compañía del sector petrolífero (ya estábamos invertidos en Halliburton). En este caso se trata de **TGS Nopec**, compañía noruega de servicios dedicada a la elaboración de mapas geofísicos para la exploración de petróleo y gas. La compañía presenta dos ventajas respecto a la mayor parte de sus competidores: alquila los barcos en lugar de mantenerlos en propiedad y no actúa bajo pedido de un cliente sino que sigue una estrategia multicliente, impulsando proyectos ella misma que luego vende repetitivamente a distintas compañías petrolíferas. Todo ello permite que en ciclos bajos de precio de petróleo puede construir librerías de proyectos a costes muy bajos que posteriormente podrá vender a sus clientes conforme vayan aumentando de nuevo sus necesidades de exploración. Adicionalmente, la compañía mantiene un balance saneado con una posición de caja que le permite aguantar bien el ciclo bajo de precios del petróleo durante el tiempo que sea necesario.

Hemos aprovechado también el cambio de equipo gestor y estrategia para invertir en **Indra.** Indra presenta una cartera de negocios, algunos de muy buena calidad pero con problemas financieros heredados de una política previa de expansión mal planteada y ejecutada. La compañía ha puesto en marcha un plan de reestructuración a tres años, ambicioso, pero bien planteado, a ejecutar por un nuevo equipo competente y alineado con los accionistas. La reacción inicial al plan de restructuración anunciado en julio fue muy positiva pero recientemente el precio ha vuelto a caer y hemos podido ir construyendo una posición a precios que creemos que son muy atractivos.

Hemos aprovechado la volatilidad de mercado para adquirir una participación en **Deutsche Pfandbriefbank** a un precio que consideramos excelente. PBB es un banco alemán de nicho, dedicado exclusivamente a la financiación especializada en activos inmobiliarios e infraestructura pública. En su origen PBB se constituyó como el *banco bueno* de Hypo RE tras ser nacionalizado por el Estado Alemán en 2009. PBB fue dotado de un nuevo equipo directivo que reestructuró el balance y lo recapitalizó durante los últimos 6 años con la intención de reprivatizarlo. El estado alemán

tuvo que ejecutar la privatización de PBB en un mal momento, en los días previos al referéndum griego, lo que resultó en una valoración muy por debajo de libros. Pensamos que es un negocio saneado y con modelo claro, muy bien capitalizado y con perspectivas de mejora de rentabilidad, en un momento favorable para el ciclo inversor en inmobiliario en Europa. Nuestra estimación de valor de PBB normalizado, incluso sin reinvertir el *legacy book* actual a mejores tipos, es muy superior al precio de mercado, con un riesgo razonable y reflejado en una cotización.

Paciencia para invertir en el momento adecuado

Finalmente, nuestra inversión en **Serco** es un buen ejemplo de la importancia de la paciencia, de saber esperar a la oportunidad y momento adecuados de invertir. Serco es una compañía británica líder en servicios de *outsourcing* para Administraciones Públicas con presencia en Reino Unido, Estados Unidos, Australia y Europa y que presta servicios en los sectores de defensa, inmigración, salud y transporte. En los últimos años la compañía se lanzó a un programa muy agresivo de crecimiento que inevitablemente llevó a una relajación de la calidad de los contratos aceptados y de la rentabilidad de los mismos, llevando a la compañía a una situación complicada financieramente que terminó con la salida del equipo gestor. El nuevo equipo proviene de Aggreko, sociedad en la que demostró una extraordinaria capacidad de gestión y obtuvo excelentes resultados. Desde su llegada a Serco ha presentado un plan estratégico y de restructuración a ejecutar en los próximos años que debería devolver a la compañía a la senda de la rentabilidad.

Analizamos esta oportunidad en el mes de marzo de este año pero no invertimos al considerar que el precio de cotización en ese momento no ofrecía suficiente margen de seguridad y la ejecución del plan estaba en una fase muy inicial de desarrollo. Preferimos esperar. En septiembre, la compañía anunció la venta de una de sus divisiones non-core (servicios de BPO para el sector privado) permitiendo reducir de manera significativa su endeudamiento. Decidimos entonces retomar nuestro análisis, puesto que, no sólo teníamos una mayor visibilidad sobre el proceso de ejecución de la reestructuración, sino que además la cotización de la acción estaba en 1,1 libras, ofreciendo, esta vez sí, un margen de seguridad suficientemente alto.

Como en el caso de Indra, pensamos que los negocios de Serco, una vez que haya ejecutado su plan de restructuración, deberían generar una creación de valor muy sustancial desde los niveles actuales.

En el caso de alguna de las nuevas inversiones todavía estamos completando la posición y por tanto es muy

probable que el peso de alguna de ellas aumente en las próximas semanas.

En resumen, hemos aprovechado las turbulencias de mercado de este verano para entrar en una serie de compañías de gran calidad. No sabemos qué van a hacer las cotizaciones de estas compañías en el corto plazo (de hecho algunas de ellas han continuado bajando después de nuestra compra), pero sí que estamos convencidos de que en un tiempo su valor será significativamente superior al actual y que en algún momento dicho valor se deberá reflejar en el precio de cotización.

Desinversiones

Pese a las correcciones, tres compañias han alcanzado su valor objetivo

A pesar de las caídas en los mercados, durante este trimestre hemos realizado tres desinversiones en nuestro fondo. Si en el anterior trimestre fue TNT la compañía que recibió una oferta de compra por parte de Fedex, en esta ocasión otra de nuestras compañías en cartera, **Miba** AG, ha sido objeto de compra por parte en este caso de la familia propietaria de la mayoría del capital

Miba es una compañía de nicho fabricante de rodamientos y materiales de fricción para el sector automovilístico, aeronáutico y de trenes. La compañía es propiedad en un 77% de la familia Mitterbauer y está gestionada de forma impecable y con una clara vocación de creación de valor. En julio la compañía anunció una oferta de compra de las acciones que no eran propiedad del accionista mayoritario a un precio de 550 euros. A pesar de que creemos que la compañía presenta un potencial de revalorización muy superior y de tratarse de una compañía de gran calidad y muy bien gestionada, hemos decidido acudir a la oferta vendiendo nuestras acciones por el riesgo de iliquidez que supondría el que finalmente la compañía sea excluida de cotización. La revalorización de esta inversión ha sido de 25,7% en un periodo de 5 meses.

Por otra parte, aunque nuestra vocación es de largo plazo y de acompañamiento de las compañías en su proceso de creación de valor, mantenemos la disciplina de vender en aquellas situaciones en que el precio de cotización alcanza el valor objetivo que hemos determinado inicialmente. En este sentido, hemos desecho nuestra inversión en otras dos compañías cuyo precio ha alcanzado dicho valor intrínseco a pesar de tratarse de periodos de inversión muy cortos. Se trata de **Cegedim** (compañía francesa de software para el sector médico) y **Worldline** (compañía de servicios de procesamiento de pagos) donde hemos obtenido una

revalorización de 27,8% y 34% respectivamente en los escasos meses que las hemos mantenido en cartera.

También hemos reducido algo nuestra inversión en **Samsung**, donde el comportamiento de la familia Lee ha sido contrario a los intereses de los minoritarios en el proceso de restructuración accionarial y fusión de Samsung C&T y Cheil. Ello nos ha llevado a tomar dos decisiones. Por un lado la venta de las acciones preferentes, para estar únicamente en las acciones ordinarias al mismo nivel que la familia Lee y por otro lado, reducir nuestra exposición bajando el nivel de inversión del 4 al 3%. Aunque la compañía sigue cotizando a niveles anormalmente bajos, estamos muy atentos a cualquier cambio futuro de estructura o gobierno corporativo y en concreto, al comportamiento de la familia.

Cartera actual

Potencial de revalorización alto, manteneniendo liquidez para aprovechar nuevas oportunidades

La composición que presenta nuestra cartera a cierre de septiembre es bastante diferente a la de finales de junio.

- Por un lado, y a pesar de las desinversiones, hemos aumentado el número de compañías invertidas hasta 32 (26 a finales de junio), que es el resultado de incluir 8 nuevas compañías, vender 3 y desdoblamiento de una posición tras el spin-off de Ebay en dos compañías independientes (Paypal e Ebay).

- Por otro lado, hemos reducido de manera relevante el nivel de liquidez que manteníamos, pasando del 40% de caja al 20,9% actual. Seguimos manteniendo una buena posición de tesorería a la espera de encontrar nuevas oportunidades de inversión atractivas.

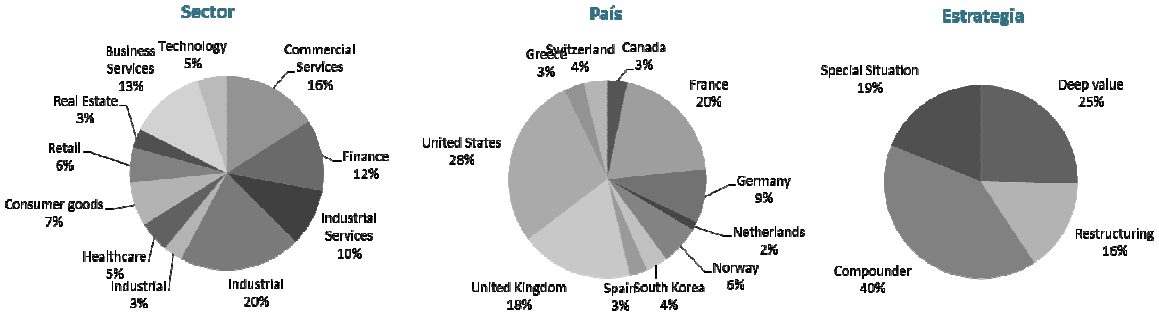
Como consecuencia de las correcciones de los mercados y de las nuevas inversiones realizadas, el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivos se ha incrementado del 26% de finales de junio hasta el 42,5% actual (incluyendo la caja) con una cartera cotizando a múltiplos muy atractivos.

El valor liquidativo del fondo cierra el trimestre en 97,96 después de que a lo largo del trimestre ha experimentado una caída del -6,5% y del -2,04%% desde el lanzamiento a mediados de Enero, con un nivel medio de inversión durante el trimestre cercano al 70% (ver Anexo III). Esta

merma a corto, similar o algo inferior al mercado, pensamos que se verá más que compensada por las inversiones que hemos realizado.

Los siguientes cuadros reflejan las principales inversiones actuales y el desglose de la cartera respectivamente (ver Anexo II para un detalle completo de las inversiones del fondo).

Compañía	País	Peso
Alstom SA	France	5,2%
Hornbach-Baumarkt-AG	Germany	4,6%
Ares Allergy Holdings PLC	France	4,1%
MITIE Group PLC	United Kingdom	4,1%
Bank of New York Mellon	United States	3,9%
NRJ Group SA	France	3,2%
Aryzta AG	Switzerland	3,0%
Halliburton Company	United States	2,9%
Rolls-Royce Holdings plc	United Kingdom	2,9%
Chargeurs SA	France	2,8%
Top 10		**36,8%**
Portfolio		**79,1%**
Cash		**20,9%**



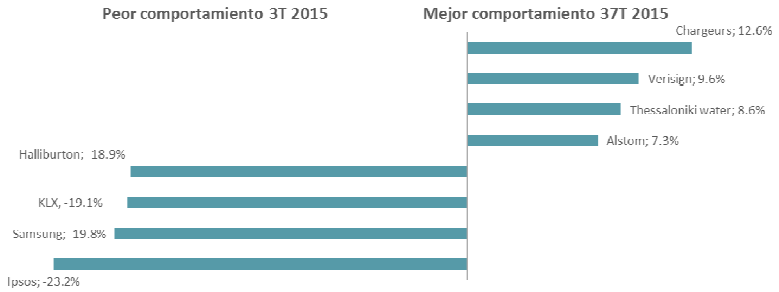
Compounder: compañías de alta calidad y demostrada capacidad de generación de valor en el tiempo; Restructuring: compañías inmersas en un proceso de restructuración; Special situation: compañías inmersas en una operación corporativa; Deep value: compañías especialmente castigadas por el mercado por factores externos o coyunturales.

Respecto a la contribución de las inversiones, el siguiente cuadro muestra las que mejor y peor comportamiento han tenido durante el periodo. Cabe destacar la contribución de Chargeurs (+12,6% como consecuencia de unos muy buenos

resultados del primer semestre que confirman que la compañía continúa en la buena dirección de la ejecución de su plan de restructuración) Verisign (+9,6% con un modelo de negocio muy estable) y Thessaloniki Water (+8,6%).

Por parte de las inversiones de peor comportamiento, KLX y Halliburton han sufrido por las nuevas caídas del precio del petróleo e Ipsos debido al anémico crecimiento orgánico presentado, pese a los avances en restructuración de costes.

Peor comportamiento | Mejor comportamiento (3Q 2015)



Cambios legales en el fondo

Durante el mes de Agosto hemos realizado una serie de cambios en el fondo buscando adaptarnos lo mejor posible a las distintas situaciones específicas de los inversores en Equam y que incluye el cambio a valor liquidativo diario, así como ajustes en el tipo de acciones y sus comisiones, dentro de nuestro espíritu de comisiones bajas y alineadas. El Anexo IV recoge una explicación de dichos cambios.

Anexo I: Descripción de las principales posiciones en EQUAM

ALSTOM

Descripción del negocio

- Alstom va a vender la mayor parte de su negocio de energía y transporte de electricidad a GE por unos 7.500 M€, con la posibilidad de vender o sacar a bolsa el resto de su participación.
- Después de esta operación, el núcleo del negocio de Alstom será la actividad ferroviaria.

Tesis de inversión

- La caja que recibirá de GE y la posibilidad de vender la participación restante a un precio establecido, o sacar a bolsa las JV si las condiciones son mejores, proporciona un soporte significativo a la valoración de Alstom.
- El negocio ferroviario cotiza a una valoración implícita de 4x EBIT, comparado con un múltiplo medio del sector de 15x.
- Una vez cerrada la operación con GE (previsto para 2H 2015), Alstom iniciará un programa de recompra de acciones que pondrá en valor su negocio ferroviario.
- A precios actuales estimamos un potencial de revalorización cercano al 53% que debería cristalizarse con posterioridad al cierre de la venta y la cristalización de las JVs.

HORNBACH

Descripción del negocio

- Compañía familiar, líder cuasi monopolístico del mercado de material de construcción y bricolaje alemán, fundada en 1877 y rentable a lo largo del ciclo pese a haber subido su cuota de mercado del 6 al 10%

Tesis de inversión

- Líder cuasi monopolístico, rentable y con *earnings power* mejorado después de la consolidación de mercado
- Balance sin deuda, enormemente conservador y con importantes activos ocultos no reflejados en el precio
- Participación de la familia fundadora y foco en creación de valor a largo plazo, a expensas de medidas cortoplacistas, habiendo conseguido crecer el BVPS a CAGR >8% anualizado pese a recesiones
- Con estimaciones de valoración muy conservadoras presenta un valor intrínseco de €50-60 por acción, lo que implica una revalorización superior al 35% con riesgo mínimo de pérdida

BNY MELLON

Descripción del negocio

- BNY Mellon es el mayor banco depositario del mundo y propietario de una gran gestora institucional de activos, Mellon, tras su fusión en 2007.

Tesis de inversión

- BNY ofrece un negocio oligopolístico a valoración atractiva, con perspectivas de restructuración y mejora de retornos, que será beneficiario neto de subidas de tipos de interés.
- BNY está sujeto a una enorme presión por parte de accionistas, capitaneados por dos fondos activistas, para mejorar su rentabilidad y reenfocar su negocio
- En el caso de una mejora de ROE derivada de eficiencias operativas, y una subida mínima de tipos de interés post 2015, los retornos mejoran con IRRs implícitos >15%.

mitie

Descripción del negocio

- Compañía líder en Reino Unido de servicios de facility management, property management y salud a domicilio.

Tesis de inversión

- Crecimiento anual histórico consistente del 8% últimos 10 años (5% orgánico).
- Tendencia en el sector a aumentar el outsourcing de servicios y a buscar proveedores integrales favorece a Mitie
- Modelo de negocio con bajas necesidades de inversiones permite importante generación de caja.
- Salida reciente de negocios menos rentables permitirá mejorar el margen actual hacia niveles por encima del 6%
- Precios actuales deberían permitir un retorno de la inversión del 13% en los próximos cuatro años.

STALLERGENES

Descripción del negocio

- Compañía farmacéutica francesa dedicada al tratamiento de alergias mediante inmunoterapia. El 29 de junio aprobó su fusión con Greer, líder del mercado en EEUU.

Tesis de inversión

- Buenas perspectivas de crecimiento del sector, segmento nicho de pequeño tamaño y compañía líder en su sector (junto con ALK-Abelló controlan cerca del 56% del mercado).
- La fusión con la americana Greer acelera su penetración en el mercado estadounidense.
- Las buenas perspectivas del mercado americano y asiático tras la reciente aprobación de vacuna sublingual debería traducirse en un crecimiento fuerte en los próximos años.
- Balance saneado con 150M€ en caja neta (unas 2,5x ebit).
- Cotiza a P/E-Aj de 12,5x frente 16,6x de ALK-Abelló.

Descripción del negocio

- Líder de radio en Francia en formato musical, con una presencia internacional rentable (países Francófonos) y un negocio de torres de telecomunicación.
- Negocio de TV marginal, no rentable en restructuración.

Tesis de inversión

- Balance saneado con una importante posición de caja y política de recompra de acciones.
- Fuerte descuento respecto al valor por suma de partes. A precios actuales, sólo el negocio de la radio y la caja superan la capitalización actual. El precio de mercado descuenta que el negocio de TV seguirá con pérdidas actuales durante los próximos 4-5 años, lo que no es razonable.

HALLIBURTON

Descripción del negocio

- Servicios integrados la exploración, desarrollo y producción de petróleo y gas natural.
- En 2014, anunció la compra de la empresa competidora Baker Hughes por $34.6 bn, operación que espera cerrarse en la segunda parte de 2015.

Tesis de inversión

- Buenas perspectivas a largo plazo para el sector a pesar de escenario negativo a corto plazo por caídas del precio de petróleo y sobrerreacción de los mercados.
- Sinergias derivadas de las fusión con Baker Hughes ($2 bn).
- Cotizando a múltiplos EBIT históricamente bajos (9.0x 2015 frente a la media histórica de 12x).

ARYZTA
Passion for good food

Descripción del negocio

- Lider en fabricación y distribución de pan precocinado con una cuota de mercado de aproximadamente el 13%.
- Después de un importante reposicionamiento del negocio tras varias adquisiciones y un programa interno de restructuración, la compañía está en posición de aumentar su generación de caja

Tesis de inversión

- Posición dominante en mercado estable, rentable y con gran capacidad de generación de caja.
- La cotización ha sufrido una importante caída durante los últimos meses como consecuencia de factores temporales que permiten comprar un negocio de gran calidad a un precio de entrada muy interesante (FCF yield de alrededor del 9%).

Rolls-Royce

Descripción del negocio

- Líder mundial en fabricación y venta de motores para aviones "wide body" y aviones militares, opera en un oligopolio junto con un único competidor (General Electric).
- Adicionalmente tiene otras tres divisiones: motores para trenes, para barcos y para centrales nucleares y sistemas de generación eléctrica.

Tesis de inversión

- Sector con altas barreras de entrada debido al alto nivel de regulación y costes en I+D elevados.
- El ciclo actual de la industria aeronáutica (alto número de pedidos de nuevos aviones y de retirada de aviones antiguos) le está perjudicando en el corto plazo ya que la compañía vende nuevos productos con margen bajo para garantizarse el lucrativo negocio de mantenimiento durante toda la vida útil de los motores (>25 años). Sin embargo, la calidad del negocio sigue intacta y las perspectivas a largo plazo mejoran.
- Cambio de equipo directivo tras diversificación fallida en sectores con menor ROCE y entrada en el accionariado de inversor activista (ValueAct).

CHARGEURS

Descripción del negocio

- Holding industrial francés en proceso de restructuración operativa.
- Opera en tres áreas de negocio: film de protección, interlinings y lana industrial.

Tesis de inversión

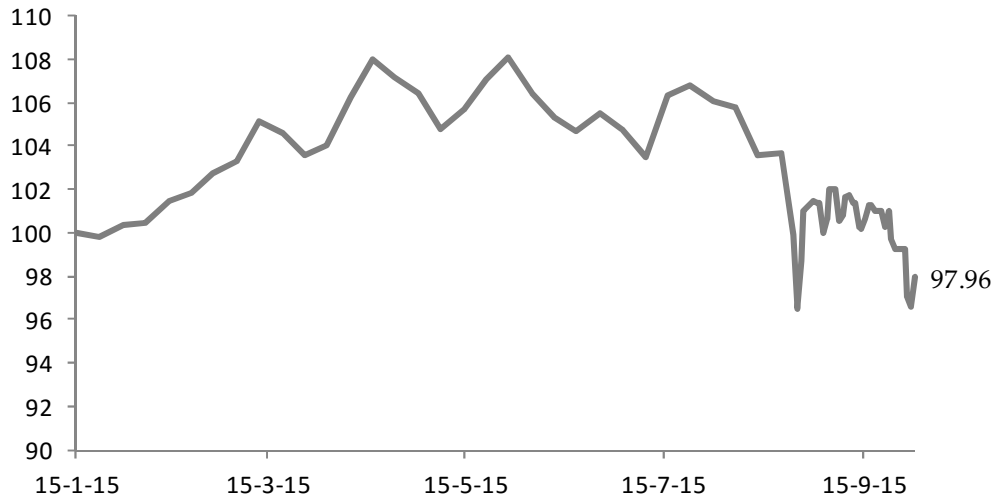
- Compañía con un plan de restructuración tangible y avanzado.
- Sólo la división de film de protección y la caja en balance cubren precio de la acción.
- División de interlinings y lana industrial en fase avanzada de restructuración, ya rentables y con modelos de negocio reenfocados
- Posibilidad de creación de valor vía crecimiento de composites y en su caso distribución o venta de interlinings o lanas industriales
- Posición en caja significativa y creciente permite recompra de acciones propias

Anexo II: Composición de la cartera

Compañía	País	Sector	Estrategia	Peso	Precio	Potencial
Alstom SA	France	Industrial	Special Situation	5,2%	27,6	41%
Hornbach-Baumarkt-AG	Germany	Retail	Compounder	4,6%	33,5	49%
Ares Allergy Holdings PLC	France	Healthcare	Special Situation	4,1%	44,0	57%
MITIE Group PLC	United Kingdom	Business Services	Compounder	4,1%	3,1	28%
Bank of New York Mellon Corporation	United States	Finance	Restructuring	3,9%	39,1	53%
NRJ Group SA	France	Commercial Services	Deep value	3,2%	8,4	48%
Aryzta AG	Switzerland	Consumer goods	Deep value	3,0%	41,3	93%
Halliburton Company	United States	Industrial Services	Special Situation	2,9%	35,3	70%
Rolls-Royce Holdings plc	United Kingdom	Industrial	Compounder	2,9%	6,8	77%
Chargeurs SA	France	Industrial	Deep value	2,8%	7,4	39%
Samsung Electronics Co., Ltd. GDR RegS	South Korea	Consumer goods	Deep value	2,8%	472,5	88%
Orkla ASA	Norway	Industrial	Special Situation	2,7%	63,1	19%
Meggitt PLC	United Kingdom	Industrial	Compounder	2,5%	4,8	48%
IBM Corp	United States	Business Services	Deep value	2,4%	144,9	59%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	Norway	Industrial Services	Compounder	2,3%	157,3	114%
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Finance	Restructuring	2,3%	10,4	63%
Crown Holdings, Inc.	United States	Industrial	Compounder	2,3%	45,8	48%
KLX Inc	United States	Industrial Services	Deep value	2,3%	35,7	87%
Indra Sistemas, S.A. Class A	Spain	Technology	Restructuring	2,3%	9,3	94%
Discovery Communications, Inc. Class A	United States	Commercial Services	Compounder	2,2%	26,0	92%
VeriSign, Inc.	United States	Commercial Services	Compounder	2,1%	70,6	14%
Admiral Group plc	United Kingdom	Finance	Compounder	2,1%	15,0	31%
Serco Group plc	United Kingdom	Business Services	Restructuring	2,0%	1,0	93%
Brookfield Asset Management Inc. Class A	Canada	Real Estate	Compounder	1,9%	31,5	70%
Oracle Corporation	United States	Technology	Compounder	1,6%	36,1	66%
METKA S.A.	Greece	Business Services	Deep value	1,5%	7,4	105%
PayPal Holdings Inc	United States	Commercial Services	Compounder	1,5%	31,0	50%
Thessaloniki Water & Sewerage Co. SA	Greece	Commercial Services	Deep value	1,2%	2,9	86%
eBay Inc.	United States	Commercial Services	Compounder	1,2%	24,4	37%
ING Groep NV Cert. of Shs	Netherlands	Finance	Restructuring	1,2%	12,7	30%
National Express Group PLC	United Kingdom	Commercial Services	Deep value	0,8%	2,8	20%
Brookfield Asset Management Inc. Class A	Canada	Real Estate	Compounder	0,6%	42,0	65%
Ipsos SA	France	Commercial Services	Restructuring	0,6%	17,6	134%
Top 10				**36,8%**		**54%**
Portfolio				**79,1%**		**60%**
Cash				**20,9%**		

** Precio en moneda local.*
***El precio objetivo de las posiciones está basado en el análisis independiente de EQUAM Global Value y puede variar respecto al consenso.*
.

Anexo III. Evolución del Valor Liquidativo



Rentabilidades

	1T *	2T	3T	4T	YTD
2015	4,06%	0,73%	-6,50%	- -	-2,04%

** 1T desde 15 de enero de 2015*

Anexo IV. Cambios legales en el fondo

Cambio en la periodicidad de cálculo del valor liquidativo

El valor liquidativo del fondo ha pasado de ser semanal a diario.

De esta manera se facilita el proceso de suscripción y reembolso para los inversores, ya que a partir de ahora podrán realizarlo cualquier día de la semana.

Además, Equam Global Value podrá comprarse desde cualquier SICAV o fondo domiciliado en España (lo cual no era posible en todos los casos con un valor liquidativo semanal).

Reducción de la comisión de éxito en la clase A de acciones

Hemos reducido la comisión de éxito de la clase A de acciones desde el 10% hasta el 8%, de tal forma que la nueva estructura de remuneración de la clase A queda en una comisión fija del 1% sobre el patrimonio y una comisión variable del 8% sobre plusvalías.

Lanzamiento de nuevas clases de acciones

Nueva clase C

Equivalente a la clase A existente, pero dirigida a aquellos inversores que prefieran una estructura de comisiones fija, sin comisión variable.
Inversión mínima: €5.000.
Comisión: 1,50% anual sobre el patrimonio.

Nueva clase D

Dirigida a aquellos inversores que inviertan en el fondo importes superiores a €1 millón.
Inversión mínima: €1.000.000.
Comisión: 1,25% anual sobre el patrimonio.

Aquellos inversores que mantengan participaciones de la clase A y prefieran invertir a través de las clases C o D, pueden solicitar un traspaso a través de su entidad financiera sin impacto fiscal.

Antes de suscribir estas nuevas clases de acciones C y D o solicitar el traspaso desde la Clase A, por el momento es necesario ponerse en contacto con EQUAM Capital.

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 y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase C	LU1274584488	Fees Class C	1,50% s/ patrim.	Depositario	KBL (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Registro de accionistas	European Fund Admin.

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral diciembre 2015
Acostumbrémonos a la volatilidad.

Este trimestre ha venido marcado por fuertes movimientos de mercado, que han consumido las ganancias acumuladas durante la primera mitad del año.

Hemos aprovechado las caídas para aumentar nuestra participación en empresas sólidas que teníamos en cartera a precios muy buenos, e iniciado una nueva inversión.

Mantenemos un nivel de inversión cercano al 72% y liquidez para ir aprovechando las oportunidades que nos ofrece un mercado cada vez más dominado por la volatilidad.

Incometric EQUAM Global Value Fund ("EQUAM" o el "Fondo") es un fondo de inversión 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 que le permite invertir en aquellas compañías de distintas zonas geográficas (aunque con un enfoque prioritario en Europa) o sectores donde 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 del fondo.

Incometric EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS IV, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas como directamente en Luxemburgo a través de EFA. Es fiscalmente traspasable si se adquiere desde una institución registrada en CNMV.

EQUAM Global Value, FCP

EQUAMVA LX
99,42€
31 de diciembre de 2015

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 comentario mensual

Compañía	Peso
Alstom SA	4,3%
Stallergenes Greer	4,3%
MITIE Group PLC	3,9%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,5%
Chargeurs SA	3,3%
NRJ Group SA	3,0%
Aryzta AG	3,0%
Meggitt PLC	2,8%
Rolls-Royce Holdings plc	2,6%
Deutsche Pfandbriefbank AG	2,5%
Total Top 10	**33,3%**
Total cartera de Renta variable	**72,7%**
Liquidez	**27,3%**

Comentario mensual

Durante el mes de diciembre la rentabilidad del fondo se ha visto afectada por la comunicación de resultados peores de lo esperado de algunas compañías. En concreto, Stallergenes ha presentado una caída significativa porque determinados problemas en la actualización de sus sistemas informáticos han obligado a parar temporalmente la producción en su fábrica en Francia.

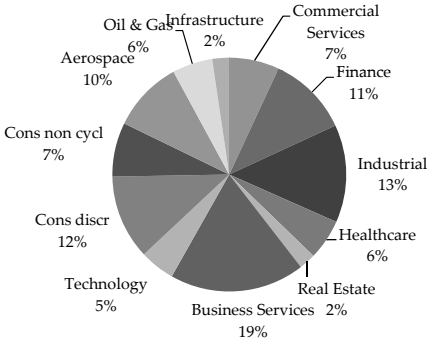
Hemos aprovechado la volatilidad en el precio de Serco, Rolls Royce, Meggitt y Hornbach para reforzar su inversión en dichas compañías. Estas compañías tienen buenas perspectivas a largo plazo pero han comunicado al mercado que sus resultados trimestrales van a ser peores de lo esperado.

En el último mes hemos invertido también en una nueva compañía, Berendsen plc, uno de los líderes europeos en el negocio de servicios de outsourcing de limpieza de sábanas, moquetas y equipamiento de trabajo.

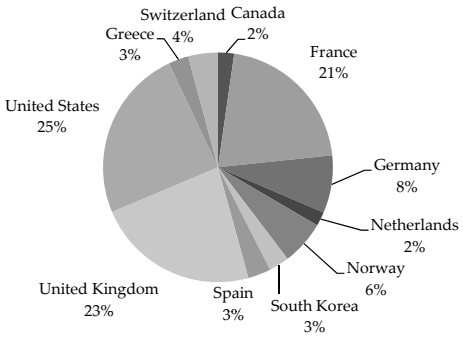
Hemos reducido nuestra exposición a BNY y a Samsung.

Resumen de exposición de la cartera

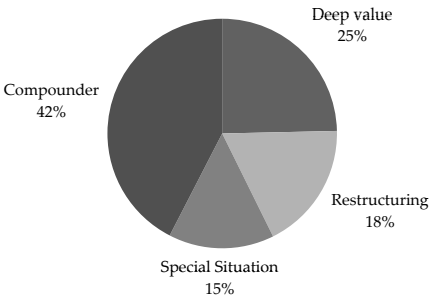
Sector



País

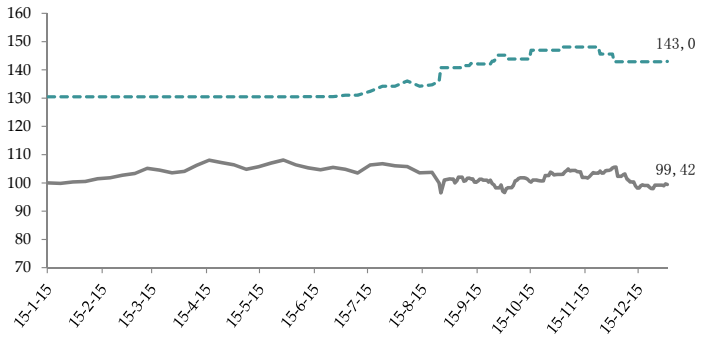


Estrategia



Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A y valor estimado a precios objetivo



Datos de la cartera

Potencial de revalorización de la cartera	60%
Exposición a renta variable	73%
Potencial de revalorización del fondo	44%
Nº de inversiones	33

Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM	MSCI Europe
1 mes	-5,5%	-3,9%
3 meses	1,5%	4,9%
6 meses	-5,3%	-2,9%
Desde inicio *	-0,5%	3,0%

**15 de enero de 2015*

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 y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase C	LU1274584488	Fees Class C	1,50% s/ patrim.	Depositario	KBL (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Registro de accionistas	European Fund Admin.

La normalización de la volatilidad

Un año marcado por la volatilidad...

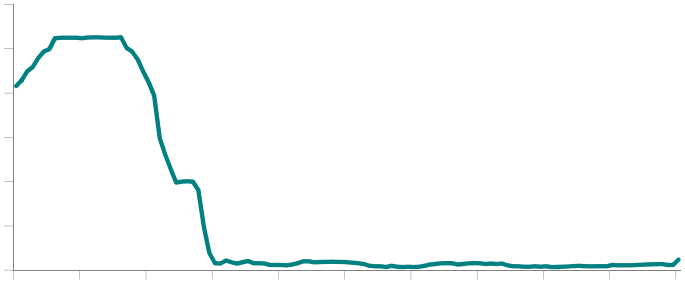
El último trimestre del año ha venido marcado por la primera subida de tipos en EEUU en los últimos diez años y por el empeoramiento de la situación económica en China y otros mercados emergentes, que se han traducido en un aumento considerable de la volatilidad en el mercado.

La volatilidad que comenzó en verano se ha convertido en la norma de mercado este trimestre, con fuertes oscilaciones en septiembre y diciembre. La mayor parte de mercados acaban el año con resultados prácticamente planos (Eurostoxx +2,5%, S&P 500 en +0,2%), o en pérdidas (Ibex 35 -6%, el UK FTSE -5%), pero con grandes oscilaciones intermedias.

... por la necesaria subida de tipos en EEUU y el ajuste en el modelo de creimiento Chino.

Gran parte de la atención la acaparó la Fed, con la incertidumbre generada por el primer retraso de subida de tipos en septiembre y su anuncio final en diciembre. Si esta subida inicial es el principio de un proceso de normalización de tipos de interés y marca el final de una época de tipos de interés anormalmente bajos, pensamos que la valoración de muchos activos se verá seriamente afectada.

Fed Funds Effective Rate 2005-2015



El mercado de crédito se verá especialmente afectado por la reversión del ciclo de tipos de interés, pues a los desequilibrios causados por la manipulación de las autoridades monetarias se añade la debilidad estructural de algunas de sus principales componentes, como el High Yield. En el trimestre hemos visto ya la liquidación de algunos fondos que invertían en este tipo de activo.

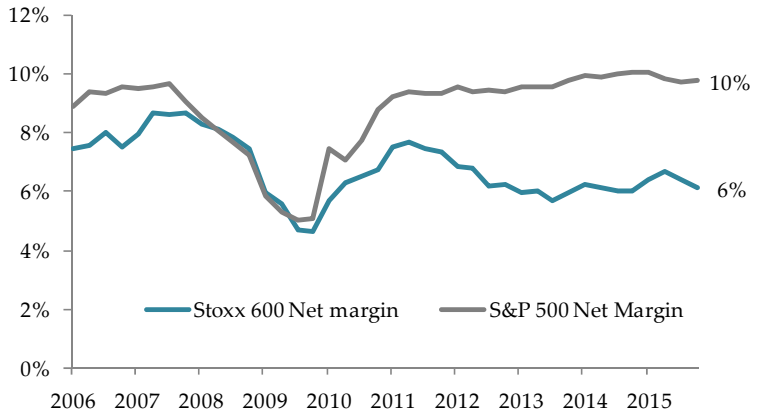
También ha contribuido a aumentar la volatilidad el empeoramiento de la situación en China. Su modelo de crecimiento de los últimos años, excesivamente centrado en la inversión, ha generado sobrecapacidad y desequilibrios

notables en muchos sectores, que ahora deben ser corregidos. Mientras se produzca el ajuste –que nosotros pensamos que será más profundo de lo que descuenta el mercado– la situación económica y financiera será bastante inestable.

Europa todavía en recuperación tímida, pero recuperación.

En este entorno, destaca la asincronía entre EEUU y Europa, donde el ECB sigue con una política expansiva y donde muchos de los indicadores de economía real siguen mejorando pero en niveles similares a los de EEUU en 2011. Pese a los graves problemas que han acuciado a Europa (sólo hace 6 meses se votaba el posible Grexit), las empresas Europeas parecen operar en un entorno en que una tímida recuperación del consumo y la vuelta del crédito deberían permitir una recuperación de los beneficios basada en apalancamiento operativo y un Euro más competitivo.

Comparación beneficios empresariales USA vs Europa



Frente al ruido, atención a los fundamentales y precaución

Seguimos pensando que la mejor manera de hacer crecer nuestro capital a largo plazo es tomar participaciones estables en compañías con modelos de negocio buenos, que entendamos bien y adecuadas al ciclo en que vivimos, con poca deuda y por tanto poco vulnerables a tipos de interés más altos y compradas a valoraciones atractivas.

Estamos centrando nuestro esfuerzo inversor en compañías de mediano tamaño en Europa, donde pensamos que, por las razones anteriormente apuntadas y por la cercanía y mejor conocimiento que tenemos del ecosistema, podemos encontrar mejores oportunidades, con negocios de buena calidad y saneados a precios muy razonables y con riesgo contenido.

Pensamos que tener un horizonte temporal algo superior al consenso nos debería dar una ventaja y nos permite acceder a oportunidades de inversión que hoy son claramente impopulares pero que tienen un recorrido amplio a largo

plazo que es independiente de muchas de las variables macroeconómicas sobre las que hay tanta incertidumbre. El tiempo es amigo de lo bueno y enemigo de lo mediocre.

Y en este espíritu, este trimestre hemos redoblado nuestro esfuerzo de analizar compañías pese al ruido de mercado imperante. Cerramos el cuarto trimestre con un nivel de inversión del 72%, inferior al del tercer trimestre por la entrada de capital de nuevos inversores. Ante el escenario de volatilidad e incertidumbre en el que nos encontramos, hemos decidido invertir estos recursos adicionales poco a poco, con cautela, a medida que vayan apareciendo oportunidades atractivas.

Mantenemos una posición de liquidez del 28% del patrimonio y una serie de compañías en fase final de análisis que nos debería dar la oportunidad de invertir capital comprando buenas empresas a precios atractivos si en 2016 continúa la volatilidad.

Actualización de inversiones

En este trimestre, hemos aprovechado para aumentar nuestra inversión en algunas compañías que van avanzando en sus planes de restructuración, en otras que han presentado resultados trimestrales negativos, pero cuyos fundamentales siguen intactos y hemos realizado una nueva inversión.

Una de nuestras mayores inversiones, Stallergenes, ha sufrido un problema operativo serio y estamos analizando las implicaciones en su valor fundamental.

Este trimestre hemos añadido a nuestra posición en Chargeurs SA, que sigue avanzando en su plan de restructuración y cuyo nuevo grupo de control (que ha invertido a un precio superior al nuestro) sigue buscando iniciativas para crear valor. Hemos subido también nuestra posición en Indra SA y Serco Plc en la que las provisiones y las incertidumbres a corto ocultan el progreso de sus procesos de restructuración.

Aprovechando sobrereacciones

También hemos reforzado nuestra inversión en compañías que han presentado malos resultados para el corto plazo. Por motivos distintos Rolls Royce y Meggitt han anunciado resultados peores de lo esperado para el cuarto trimestre y sufrieron caídas significativas en el precio. En ambos casos, nuestra tesis de inversión contempla una transición hacia un negocio con un potencial de generación de caja notable que no se ve afectado por los resultados de unos pocos trimestres y hemos aprovechado para aumentar nuestra

inversión. Los peores resultados a corto y falta de visibilidad han generado debilidad en el precio, permitiéndonos comprar negocios de gran calidad a un precio deprimido.

Estas reacciones drásticas de mercado han afectado también a dos compañías de gran calidad, Mitie Plc y Hornbach Baumarkt. Ambas presentaron resultados inferiores al consenso, ambas por motivos estacionales. En ambos casos, el mercado respondió con caídas de doble dígito. Al no afectar estructuralmente al negocio, aprovechamos la posibilidad para aumentar nuestra posición a precios que esperamos que dentro de 3 o 4 años parezcan muy buenos.

Creemos que el valor fundamental de los negocios fluctúa poco, y desde luego, mucho menos, que los bandazos de los precios de sus acciones.

Mención aparte merece Stallergenes Greer, una de nuestras mayores posiciones en el fondo a cierre del trimestre pasado y que ha sufrido un problema operativo considerable. La compañía ha tenido problemas con la implantación de un nuevo ERP en la planta productiva de Francia, que suministra al mercado europeo, que han obligado a un cierre temporal de la misma. El precio de la acción ha caído de manera significativa desde el anuncio del cierre de la planta, lastrando la evolución del fondo, y estamos calibrando, en contacto directo con la compañía, el impacto de esta situación en el valor intrínseco del negocio.

Berendsen: calidad extraordinaria a buen precio

Durante este trimestre hemos incorporado una nueva inversión al fondo. Se trata de la compañía británica Berendsen Plc, uno de los líderes europeos en el negocio de servicios de outsourcing de limpieza de sábanas, moquetas y equipamiento de trabajo. Se trata de un sector con potencial de crecimiento por la búsqueda de ahorros de los clientes en servicios no esenciales y un negocio con cierto efecto red y economías de escala. Creemos que la combinación de todo ello va a permitir a la compañía seguir creciendo y reinvirtiendo la caja que genera a unas tasas altas de retorno sobre el capital y por tanto incrementar de manera relevante su valor. Nuestro precio de entrada supone un free cash flow yield del 7,2% que creemos atractivo dada la gran calidad de la compañía y su posición financiera, que le permite afrontar cualquier escenario.

Hemos realizado gran parte de nuestras nuevas inversiones usando parte de nuestra liquidez, que mantenemos en una posición prudente para poder acometer nuevas oportunidades en el futuro, pero también reciclando parte del capital invertido en BNY Mellon y Samsung.

Nuestra inversión en BNY ha presentado una buena evolución y hemos decidido reducir nuestra exposición al valor. En el caso de Samsung, como adelantamos en el anterior informe, estamos pendientes del programa de recompra de acciones, dirigido a fortalecer el control de la familia en la compañía y de su impacto en los inversores minoritarios.

Pensamos que las inversiones realizadas tienen mayor potencial y visibilidad de catalizadores para crear valor, siendo en nuestra opinión una mejor asignación de nuestro capital.

Estamos en fase avanzada de análisis y reuniéndonos con los gestores de varias compañías interesantes y que podríamos añadir en cartera en las próximas semanas. En términos generales nuestra intención es ir centrando progresivamente nuestra cartera en compañías con sede Europea, donde no sólo vemos una mejor oportunidad de inversión, sino que nos permite acceso a los equipos de dirección y un mayor grado de profundidad en la diligence y comprensión del ecosistema. Tenemos pensado mantener una parte de la cartera en compañías no europeas en las que tenemos un ángulo inversor muy claro, por experiencia o conocimiento del activo.

Situación de cartera

La composición que presenta nuestra cartera a cierre de año es algo distinta.

- Mantenemos 33 compañías, tras la incorporación de Berendsen, número que probablemente sea alto para la estrategia de inversión que perseguimos, y parcialmente resultado de algunos de los spin offs que nuestra cartera contiene, y de la reinversión gradual de algunas de nuestras inversiones más marginales

- Por otro lado, y aunque hemos aumentado la inversión en términos absolutos, nuestro nivel de liquidez ha subido en términos relativos al 28% de NAV desde el 20,9% anterior como consecuencia de la entrada de nuevos inversores en el fondo. De esta forma, seguimos manteniendo una buena posición de tesorería a la espera de encontrar nuevas oportunidades de inversión atractivas.

Potencial de revalorización alto, manteneniendo liquidez para aprovechar nuevas oportunidades

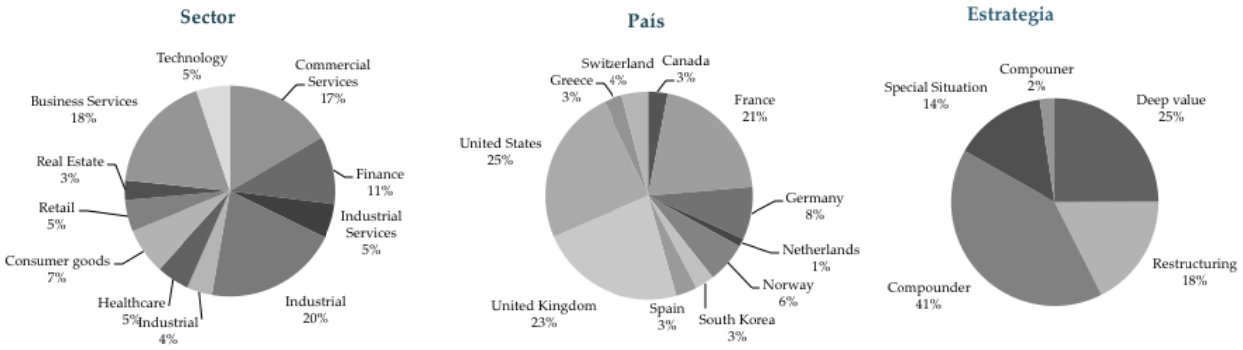
Debido al aumento de participación en algunas de nuestras inversiones y como consecuencia de las correcciones de los mercados, el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivos se encuentra en el 46% (63% para la cartera ya invertida), con una cartera adquirida a múltiplos muy atractivos.

El valor liquidativo del fondo cierra el trimestre en 99,42 después de que a lo largo del trimestre ha experimentado una subida del 1% y un resultado prácticamente plano desde el lanzamiento a mediados de Enero, con un nivel medio de inversión durante el trimestre cercano al 70%. Gran parte de nuestros resultados de este año han venido marcados por la coincidencia del proceso de inversión de la cartera inicial durante la primavera, que coincidió con la fase más alcista del mercado.

Este resultado a corto, similar al mercado, pensamos que se verá más que compensado por las inversiones que hemos realizado. Creemos que nuestras inversiones y nuestra estrategia sólo se pueden evaluar en un plazo de 3-5 años, que es el horizonte inversor que mantenemos.

Los siguientes cuadros reflejan las principales inversiones actuales y el desglose de la cartera respectivamente (ver Anexo II para un detalle completo de las inversiones del fondo).

Compañía	**Peso**
Alstom SA	4,3%
Stallergenes Greer	4,1%
MITIE Group PLC	4,0%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,5%
Chargeurs SA	3,3%
NRJ Group SA	3,0%
Aryzta AG	3,0%
Meggitt PLC	2,9%
Rolls-Royce Holdings plc	2,7%
Deutsche Pfandbriefbank AG	2,5%
Top 10	**33,2%**
Portfolio	**72,8%**
Cash	**27,2%**

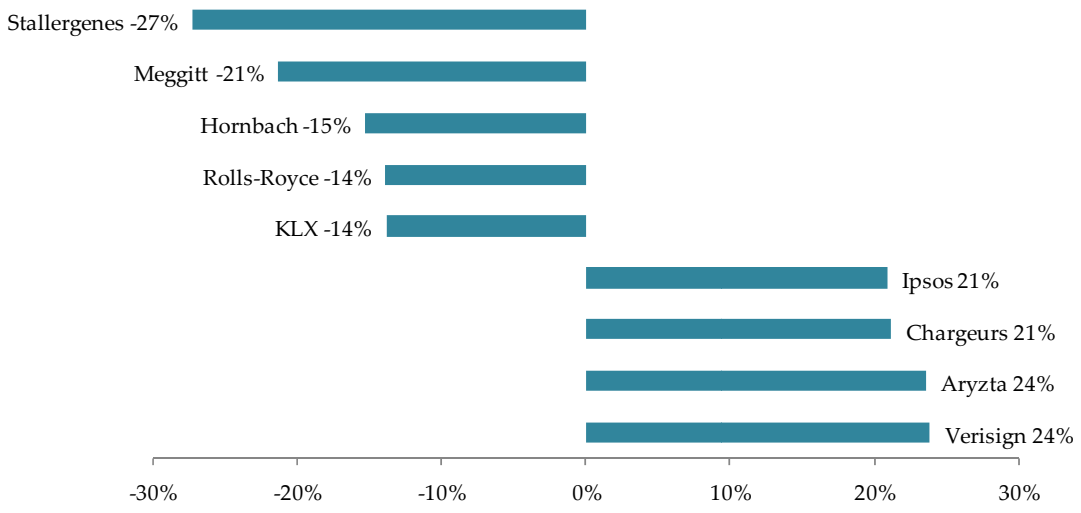


Compounder: compañías de alta calidad y demostrada capacidad de generación de valor en el tiempo; Restructuring: compañías inmersas en un proceso de restructuración; Special situation: compañías inmersas en una operación corporativa; Deep value: compañías especialmente castigadas por el mercado por factores externos o coyunturales.

Respecto a la contribución de las inversiones, el siguiente cuadro muestra las que mejor y peor comportamiento han tenido durante el periodo. Cabe destacar la continuada contribución de Verisign (+24% con un modelo de negocio muy estable), Chargeurs (+21% siguiendo la ejecución de su plan de restructuración), así como Aryzta (24%) que compramos el trimestre pasado e Ipsos, que revirtió parte de las pérdidas del trimestre pasado.

Las inversiones que han mostrado un peor comportamiento, aparte de los mencionados problemas de Stallergernes, y las caídas de Rolls, Hornbach y Meggitt (en las que hemos aprovechado para aumentar posición), mientras que KLX se ha visto afectada por los problemas temporales del sector petróleo.

Peor comportamiento | Mejor comportamiento (4Q 2015)



Cambios legales en el fondo

En el mes de diciembre hemos activado la Clase D que creamos en agosto, destinada a inversores institucionales y *family offices*, con un importe mínimo de €1m y una comisión fija del 1,25%.

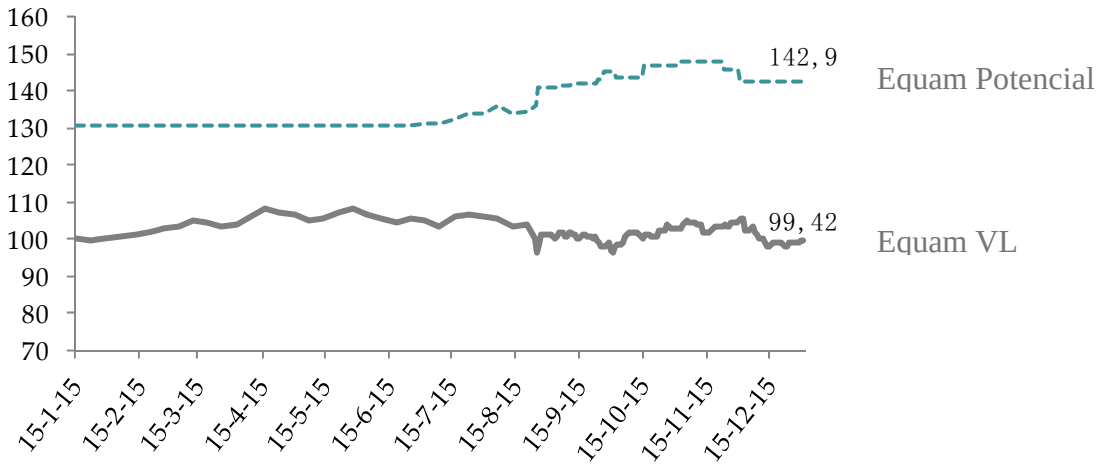
Anexo I: Principales posiciones de la cartera

Company	Sector	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Alstom SA	Industrial	France	4,6%	Undervaluation core business post sale of energy division to GE - SOPV play	21%
Stallergenes Greer	Healthcare	France	4,4%	Normalisation post Greer merger, moderate growth in US market	U/R
MITIE Group PLC	Business Services	United Kingdom	4,0%	Undervalued compounder in fragmented market	22%
Hornbach-Baumarkt-AG	Retail	Germany	3,5%	Resilient compounder in repaired market	76%
Chargeurs SA	Industrial	France	3,5%	Restructuring on track, new divisions to highlight SOPV	15%
NRJ Group SA	Commercial Services	France	3,0%	Deep SOPV undervaluation	26%
Aryzta AG	Consumer goods	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader post acquisition of Picard	56%
Meggitt PLC	Industrial	United Kingdom	3,2%	Undervalued compounder in low cycle	87%
Rolls-Royce Holdings plc	Industrial	United Kingdom	3,3%	Cyclical headwinds and restructuring obscure cash flow potential	107%
Deutsche Pfandbriefbank AG	Finance	Germany	2,8%	Recapitalised, disciplined business trading at deep discount.	52%
Orkla ASA	Industrial	Norway	2,5%	Unwinding of holding into pure play consumer leader	7%
Serco Group plc	Business Services	United Kingdom	2,7%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised	107%
Indra Sistemas, S.A. Class A	Technology	Spain	2,7%	Restructuring defence and IT contractor	105%
Admiral Group plc	Finance	United Kingdom	2,5%	Undervalued leading UK insurance company.	18%
VeriSign, Inc.	Commercial Services	United States	2,5%	Monopolistic registry of internet .com and .net addresses	25%
Total top 15			43%		54%
Total portfolio			**73%**		**62%**
Liquidity			27%		
Total fund			**100%**		**44%**

** Precio en moneda local.*
***El precio objetivo de las posiciones está basado en el análisis independiente de EQUAM Global Value y puede variar respecto al consenso.*
.

Estamos a disposición de nuestros inversores para destallar y explicar en detalle nuestra tesis de inversión de cada una de nuestras posiciones.

Anexo II. Evolución del Valor Liquidativo



Rentabilidades

	EQUAM	MSCI Europe
1 mes	-5.5%	-3.9%
3 meses	1.5%	4.9%
6 meses	-5.3%	-2.9%
Desde inicio *	-0.5%	3.0%

**15 de enero de 2015*

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 y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase C	LU1274584488	Fees Class C	1,50% s/ patrim.	Depositario	KBL (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Registro de accionistas	European Fund Admin.

EQUAM Capital EAFI, SL
Serrano 78 3º, 28006, Madrid
www.equamcapital.com