

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

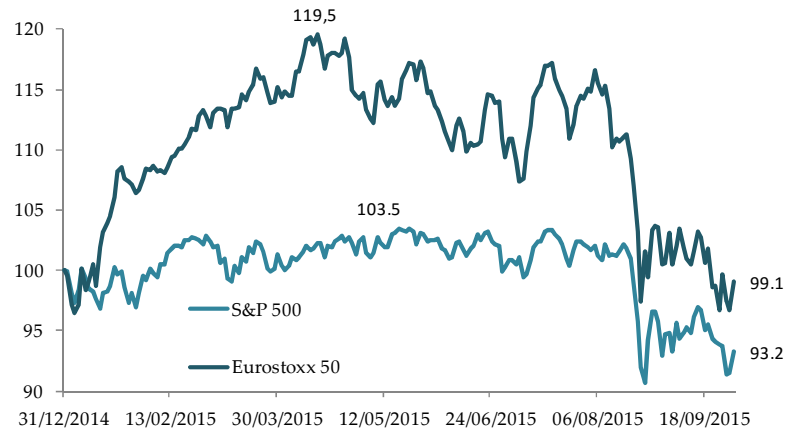
Ajuste de excesos monetarios y expectativas poco realistas

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 reestructuración. 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 reestructuración 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 reestructuración 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 reestructuración, 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 compañías 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

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.

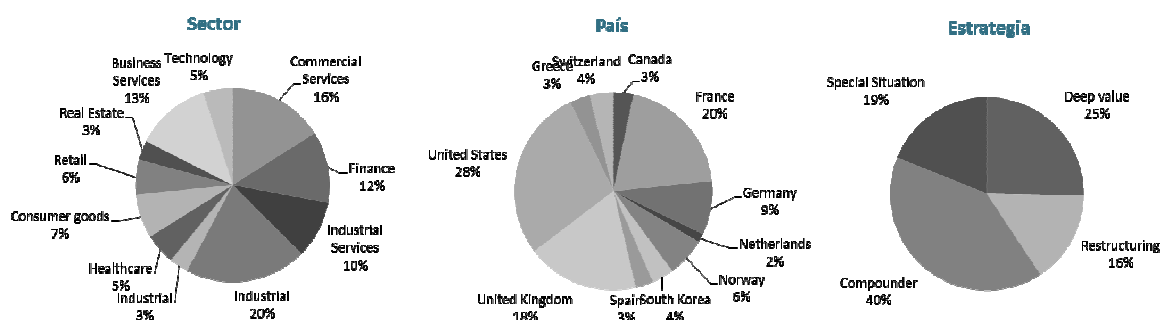
El valor liquidativo del fondo cierra el trimestre en 97,96 después de que a lo largo del trimestre ha experimentado una caída del -6,5% y del -2,04%% desde el lanzamiento a mediados de Enero, con un nivel medio de inversión durante el trimestre cercano al 70% (ver Anexo III). Esta

Potencial de revalorización
alto, manteniendo liquidez
para aprovechar nuevas
oportunidades

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%



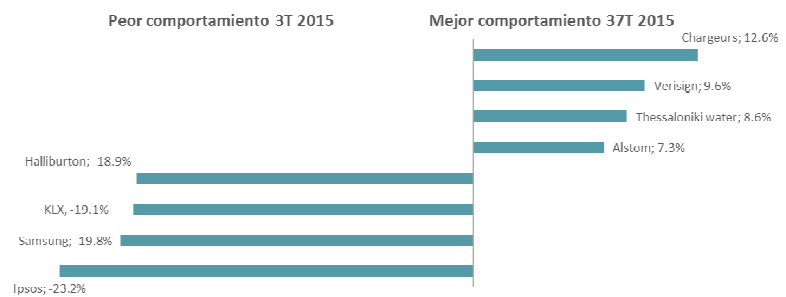
Compounder: compañías de alta calidad y demostrada capacidad de generación de valor en el tiempo; Restructuring: compañías inmersas en un proceso de restructuración; Special situation: compañías inmersas en una operación corporativa; Deep value: compañías especialmente castigadas por el mercado por factores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



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.



Descripción del negocio

- Compañía familiar, líder casi 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 casi 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



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 reestructuración 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%.



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.



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 reestructuración.

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).
-



Descripción del negocio

- Líder 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 reestructuración, 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%).



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).



Descripción del negocio

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

Tesis de inversión

- Compañía con un plan de reestructuración 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 reestructuración, 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

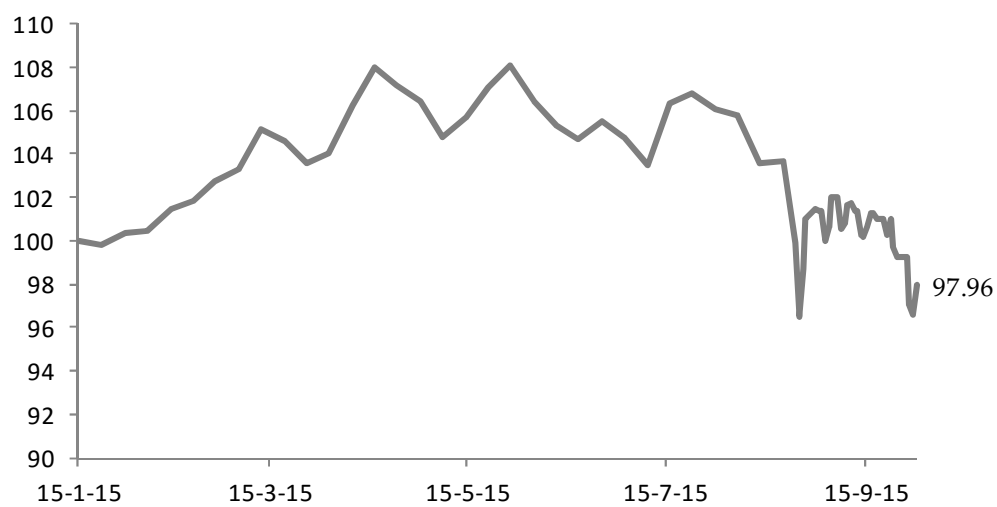
Anexo II: Composición de la cartera

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