



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2016

Decisión ante las caídas.

El principio de 2016 ha sido de los peores inicios de año que se recuerdan, registrando el Eurostoxx 50 una caída del 29% desde máximos de abril y del 17% desde principios de año.

Hemos aprovechado esta debilidad del mercado para invertir con decisión en varias compañías que teníamos identificadas y para reforzar las inversiones en aquellas compañías de la cartera más castigadas por el mercado, elevando el nivel de inversión del fondo del 72% al 89%.

Estamos dedicando todos nuestros esfuerzos al análisis de compañías europeas de mediana capitalización, donde creemos que hay muy buenas oportunidades.

Incometric Fund - EQUAM Global Value Fund es un fondo de inversión de derecho Luxemburgués que sigue una filosofía de inversión value.

Buscamos rentabilizar nuestro capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos comprados a un descuento de su valor intrínseco; así como preservarlo invirtiendo sólo si el riesgo es acotado. No intentamos adivinar los movimientos a corto del Mercado sino comprar buenos negocios a muy buenos precios.

El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión.

Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, alineando totalmente nuestros intereses con los de los partícipes del fondo.

Incometric Fund - 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, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

Invertimos con decisión durante las caídas.

Los mercados han experimentado importantes caídas durante el trimestre.

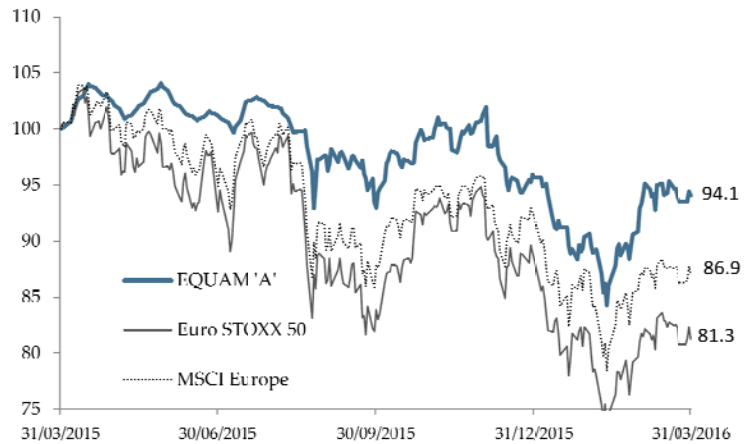
Durante este primer trimestre hemos asistido a uno de los peores inicios de año que se recuerdan, con caídas muy relevantes en la mayoría de los índices.

Para nosotros, que intentamos comprar buenos negocios a muy buenos precios, estas situaciones de pánico generalizado son oportunidades únicas para invertir, y así lo hemos hecho. Hemos invertido en varias compañías que llevábamos tiempo analizando cuando han empezado a cotizar a valoraciones atractivas y hemos reforzado aquellas inversiones de nuestra cartera que más han sido castigadas por el mercado. El fondo estaba invertido en un 72% al principio del trimestre y acabamos marzo con un nivel de inversión del 89%.

Creemos que tanto la calidad de nuestros negocios como el hecho de haberlos comprado en momentos de gran pesimismo han contribuido a nuestra buena evolución relativa en el corto plazo. Hemos terminado el trimestre con un valor liquidativo de 97,7, lo que representa una ligera caída del 1,7% en el trimestre, 6,3 puntos mejor que el Eurostoxx 50 y 3,9 mejor que el MSCI Europe. Desde una perspectiva más larga, en el plazo de 1 año (fecha que viene a coincidir con el momento es que teníamos una cartera ya construida) hemos tenido un cierto retroceso en el valor liquidativo en el plazo de 1 año (menos 5,9%), pero hemos batido al Eurostoxx 50 en 12,8 puntos y al MSCI Europe en 7,1, en ambos casos con una volatilidad y un perfil de riesgo muy inferior.

Como siempre hemos dicho, nuestros resultados deberán juzgarse en plazos más largos (3-5 años), pero ésta evolución nos refuerza a seguir aplicando con disciplina nuestros principios y estrategia de inversión.

EQUAM frente a los índices europeos a 1 año
(12 meses, base 100)



No somos capaces de predecir lo que pasará en la economía mundial en el corto y medio plazo...

La difícil situación macroeconómica actual, con niveles de endeudamiento extremadamente elevados en todo el mundo y un ciclo de crédito en fase contractiva en China, la segunda economía del mundo, no invitan a asumir demasiados riesgos. Nadie sabe con certeza cuál será el siguiente giro de esta situación macro, si China seguirá desacelerándose o tocará fondo pronto. Tampoco es posible predecir cómo evolucionará el actual escenario de endeudamiento y los tipos de interés. No tiene sentido que con el nivel de deuda actual los tipos sean negativos, pero estos tipos anormalmente bajos se han mantenido durante las últimas décadas en todo el mundo desarrollado y es posible que esta situación continúe varios años.

...pero sí creemos que las mejores oportunidades de inversión surgen en momentos de pánico ...

Sin embargo, por nuestra experiencia, las mejores oportunidades de compra, aquellas en las que los buenos negocios pueden comprarse a un descuento relevante respecto a nuestra estimación de valor, suelen encontrarse en situaciones de **pánico** (ya sea generalizado o específico de una compañía o sector) en compañías **olvidadas** por la comunidad inversora. Cuando se dan estas circunstancias y los precios ofrecen un descuento suficiente hay que actuar con decisión para aprovechar las oportunidades.

Por eso, la situación de pánico de enero y febrero nos ha llevado a realizar un gran número de inversiones en sociedades que habíamos analizado bien en el pasado y

que, por la caída generalizada de precios, podían comprarse a un buen descuento respecto a nuestra valoración.

...para lo que es determinante conocer bien los activos en los que se invierte y actuar con determinación.

Las situaciones de pánico generalizado son buenas para invertir ya que los precios se mueven más por factores exógenos que muchas veces poco tienen que ver con la evolución del valor real de los negocios, pero tomar la decisión es siempre difícil, porque al comprar algo que está cayendo, es difícil determinar el suelo de la caída y mientras ésta dura se generan minusvalías temporales que hay que estar dispuesto a asumir.

Comprar cuando los vendedores deshacen sus posiciones en una situación de pánico requiere una fuerte convicción en lo que se está comprando. En EQUAM pensamos que para adquirir la convicción necesaria para actuar con decisión en esos momentos hay que conocer bien el activo que se va a comprar y aplicar unos filtros que minimicen el riesgo de equivocarse. No basta con comprar lo que cae, hay que centrarse en lo que además es bueno y se conoce bien.

Vamos a centrarnos en analizar en profundidad empresas europeas.

En este sentido, tal y como comentamos en nuestro anterior informe trimestral, hemos decidido concentrar nuestro esfuerzo de análisis en aquellas empresas medianas en las que tengamos experiencia o que podamos llegar a entender bien apalancándonos en nuestras experiencias empresariales e inversoras. Por esa razón, estamos concentrando nuestras inversiones principalmente en el espacio de empresas europeas de pequeña y mediana capitalización, donde tenemos mayor afinidad cultural y en el que podemos entrevistarnos con los equipos directivos para entender bien nuestras inversiones. Durante el trimestre, hemos continuado dedicando gran parte de nuestro tiempo a reunirnos con equipos directivos de un gran número de compañías.

Actualización de inversiones

En el contexto de este reposicionamiento hacia empresas europeas de pequeña y mediana capitalización, desde hace unos meses estamos deshaciendo de manera progresiva nuestras inversiones fuera de Europa, siempre esperando al momento más oportuno. A lo largo de este trimestre hemos vendido algunas de nuestras sociedades americanas, aprovechando su buena evolución relativa y a pesar de que no habían alcanzado totalmente nuestra estimación de valor. Así, hemos vendido nuestras acciones en ebay, Paypal, Oracle y Brookfield.

Por otro lado, durante el trimestre hemos añadido a la cartera nueve empresas nuevas que habíamos analizado en el pasado pero que solo con las caídas del mercado han empezado a cotizar a un descuento suficientemente amplio.

Hunter Douglas es el líder mundial en fabricación de estores...

Mención especial merece nuestra inversión en Hunter Douglas que se ha convertido en nuestra principal posición de la cartera. Se trata de una empresa cotizada en Holanda que es líder mundial en la fabricación de estores para ventanas, mercado oligopolístico con tres competidores importantes a nivel mundial en el que Hunter Douglas es líder indiscutible. Ningún analista sigue esta compañía de unos 1.500 M€ de capitalización que está controlada en un 80% por una familia. El hecho de que la compañía cotice en Holanda en Euros, pero las cuentas anuales se publiquen en dólares, tenga un nombre de origen americano y su principal mercado sea Estados Unidos ayuda a que la compañía pase más desapercibida por la comunidad inversora. Todo ello nos animó a analizarla con detalle.

El negocio tiene una clara dependencia del ciclo residencial - los estores se suelen comprar cuando se cambia de casa - por lo que sufrió bastante durante la crisis de 2009. Sin embargo, la compañía aprovechó esa crisis para reorganizar su capacidad productiva, reduciendo significativamente su base de costes fijos y aumentando a la vez su capacidad de producción. Como consecuencia de esta reestructuración, el perfil de

rentabilidad de la compañía ha mejorado significativamente y en 2015 ha duplicado su beneficio operativo con la misma facturación que en 2011. Aunque ha habido una recuperación en el mercado inmobiliario desde los mínimos de la última crisis, creemos que todavía existe potencial de mejora (especialmente en Europa). Además, la fuerte posición competitiva de Hunter le permite subir precios de forma consistente, por lo que pensamos que tanto ventas como rentabilidad pueden seguir mejorando en los próximos años.

Hunter también ha demostrado la capacidad de crear valor mediante la adquisición de competidores. Suele comprar, en condiciones muy atractivas, empresas que se dedican a la instalación de sus productos, mejorando así con cada adquisición su posición competitiva en mercados locales y su utilización de capacidad en las fábricas. En este contexto, Hunter acaba de anunciar la compra de Levelor, su principal competidor en EEUU, aprovechando que para el vendedor se había convertido en un activo no estratégico. Creemos que, si la operación es aprobada, permitirá mejorar aún más la rentabilidad por sinergias de costes y la eliminación de un competidor importante.

...y lo hemos podido comprar a un FCF yield del 10%.

Nosotros tomamos una posición inicial en el mes de enero. Sorprendentemente, después del anuncio de la operación corporativa de Levelor y de la presentación de unos excelentes resultados de 2015, la cotización no se ha movido y hemos aumentado la posición hasta convertirse en la principal posición de la cartera a cierre de trimestre. Esta desconexión entre la evolución de la sociedad y de la cotización es una muestra del comportamiento en bolsa de compañías poco seguidas y poco analizadas. No sabemos cuándo la cotización reflejará el valor real de la compañía, pero sí que invirtiendo a estos precios - FCFy superior al 10% y EV/EBIT de 7,5x - en una compañía líder mundial en su mercado, con un nivel de endeudamiento bajo, con buenas posibilidades de crecer y mejorar su margen y con una demostrada gestión prudente, estamos maximizando las posibilidades de obtener un buen retorno a la vez que minimizando el riesgo de pérdida permanente de capital.

Volvemos a entrar en Cegedim tras una caída de su cotización del 50% desde nuestra venta el año pasado.

También nos parece interesante resaltar la compra de Cegedim, sociedad dedicada al desarrollo y comercialización de software y otros servicios para el sector sanitario (médicos, farmacias y compañías de seguros), que tuvimos en el fondo a principios del año pasado pero que vendimos en el mes de julio de 2015, una vez había alcanzado nuestro precio objetivo.

En una muestra más de la irracionalidad de las cotizaciones y de las oportunidades que ocasionalmente se presentan en el mercado, durante los últimos meses la cotización de Cegedim ha vuelto a caer más de un 50% respecto al precio que vendimos, en parte porque una de sus divisiones está haciendo la transición de su modelo de negocio a la nube y sus resultados se han visto temporalmente perjudicados. Pero el beneficio operativo de la compañía solo ha caído un 6% en 2015 respecto al año precedente, por mayores amortizaciones, y creemos que eso no justifica en absoluto una caída del 50% en su valoración cuando desde nuestro punto de vista las perspectivas de la compañía en el medio y largo plazo siguen siendo buenas y opera con una posición de liderazgo en un negocio estable y predecible.

Cotización de Cegedim en los últimos 15 meses



Además, como consecuencia de la operación de venta de una de sus divisiones, la compañía ha reducido su apalancamiento a niveles muy moderados - sus gastos financieros bajarán en un 90% - y ha generado créditos fiscales que reducirán su carga fiscal en los próximos

años.

El precio ha vuelto a situarse muy por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco por lo que hemos decidido volver a incluirla en la cartera, como decimos, a mitad de precio respecto a nuestra venta anterior y con una valoración en el entorno de 8,3% FCFy (11% después de normalizar el cash flow tras la refinanciación y la transición a la nube).

Hemos invertido en varias empresas españolas.

Nos gustaría destacar el peso que han adquirido algunas empresas españolas en el fondo, no porque tengamos especial predilección por invertir en España, sino por el mayor castigo a las cotizaciones. Al pánico global se ha sumado la incertidumbre específica de España creando lo que nos parecen excelentes oportunidades de compra en buenas compañías todas ellas con una fuerte presencia internacional.

Hemos comprado acciones de Acerinox, Abertis, Naturhouse, Applus y Técnicas Reunidas, todas ellas en momentos de máximo pesimismo, a valoraciones muy atractivas y con sus cotizaciones en mínimos.

De todas estas empresas españolas, destacamos nuestra inversión a mediados de febrero en Acerinox - compañía que conocemos desde hace mucho tiempo por nuestros anteriores proyectos profesionales y que habíamos tenido en nuestras carteras personales en el pasado - aprovechando que durante ese mes alcanzó mínimos de cotización de la década. Los productores de acero inoxidable de todo el mundo están atravesando momentos difíciles, toda vez que China ha invertido de forma masiva en el sector y ha generado un problema grave de sobrecapacidad. Con la desaceleración de la demanda en ese país los productores locales han intentado canalizar su exceso de producción al resto del mundo, con la consiguiente caída de precios del inoxidable. Estas circunstancias llevaron la cotización a niveles mínimos históricos que nos parecieron atractivos, teniendo en cuenta que junto con estas circunstancias negativas también hay otras positivas que permiten esperar al menos una leve recuperación del sector en

Compramos Acerinox a una valoración equivalente a la mitad de su coste de reposición.

occidente. Varios países occidentales han decidido introducir medidas anti-dumping para frenar las importaciones de China, lo que hará que mejore la situación en Europa y EEUU, regiones en las que hay un cierto equilibrio entre capacidad y demanda. Además, los productores europeos han sido más disciplinados y han empezado a cerrar capacidad excedente.

Hemos comprado Acerinox a una valoración equivalente a la mitad de su coste de reposición. Creemos que la normalización de los precios del acero, una vez entren en funcionamiento las medidas anti-dumping y el precio del níquel vuelva a acercarse a su coste de producción, permitirán a la compañía recuperar una valoración al menos equivalente a su coste de reposición.

Y también hemos aumentado el peso de algunas compañías de la cartera que han sido más castigadas.

Por otro lado, queremos destacar la disciplina con la que hemos ido aumentando nuestra inversión en aquellas compañías de la cartera cuyas cotizaciones han presentado una peor evolución durante el trimestre. Muchas veces, las mejores oportunidades de inversión están en las compañías de la cartera que ya se conocen, que se siguen bien, y que presentan oscilaciones significativas de cotización en el corto plazo. En este sentido, hemos aumentado nuestra inversión en Indra, TGS, Serco, Deutsche Pfandbrief, ING, Rolls Royce, Mitie y Arysza.

Por el contrario, Alstom ha bajado su peso en el fondo, tras acudir a la OPA sobre acciones propias que llevó a cabo la compañía. Alstom ofreció comprar un tercio de su capital a 35€ por acción, nuestra valoración objetivo en ese momento, y acudimos con todas nuestras acciones. Con el prorrateo derivado de la alta aceptación de la oferta nuestra posición se redujo en un 40%. Mantenemos por ahora el resto de las acciones porque creemos que el negocio ferroviario de Alstom tiene buenas perspectivas y la compañía sigue cotizando a un cierto descuento.

En cuanto a las presentaciones anuales de nuestras participadas, cabe destacar que la mayoría ha presentado resultados en línea o mejores de lo esperado. Tan solo Arysza, de la que esperábamos una mejoría en la

generación de cash flow, ha presentado resultados algo peores de lo esperado. El crecimiento orgánico en EEUU ha seguido siendo negativo y el mercado ha castigado su cotización. A fecha de hoy Mitie no ha presentado resultados del ejercicio, pero si ha anunciado que sus ingresos quedarán por debajo de lo que espera el consenso, y su cotización ha sufrido en gran medida. Creemos que las perspectivas a largo son buenas y por eso hemos comprado más acciones.

Finalmente respecto a Stallergenes, nuestra inversión en el sector de vacunas contra la alergia, la fábrica de Antony recibió el 10 de marzo, por fin, la autorización para la puesta en funcionamiento de todas sus líneas de producción, tras arreglar el problema de software que había obligado a las autoridades sanitarias a cerrar la fábrica. Estamos analizando el impacto de estos meses de parada en su cuota de mercado y el consumo de caja, pero pensamos que la cotización descuenta un escenario excesivamente negativo y hemos decidido mantener la inversión.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

EQUAM está invertido en un 89%, habiendo aumentado significativamente nuestro potencial de revalorización.

Como resultado de las inversiones que hemos hecho durante el trimestre, el fondo ha pasado de estar invertido en un 72% a un 89%. Como hemos comentado, nos parece que la caída brusca del mercado en enero y febrero ha sido una muy buena oportunidad para invertir gran parte de la liquidez que manteníamos.

El peso de las inversiones de la cartera que están fuera de Europa es del 14%, frente al 20% el trimestre pasado. Tenemos 38 compañías en cartera y el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivos ha aumentado significativamente hasta el 56% frente al 44% del trimestre anterior, como consecuencia principalmente del mayor nivel de inversión y de la posibilidad que hemos tenido de realizar durante este trimestre inversiones a precios muy atractivos.

Este trimestre hemos decidido empezar a cubrir parte de nuestro riesgo divisa. Nuestra exposición a empresas del

Reino Unido es relevante y hemos empezado a cubrir el 25% de la exposición a la libra. Aunque como principio general nos mantenemos neutros respecto a la evolución de las divisas, en este caso concreto la posibilidad de una salida del Reino Unido de la Unión Europea genera una cierta volatilidad en la divisa de la que preferimos cubrirnos parcialmente.

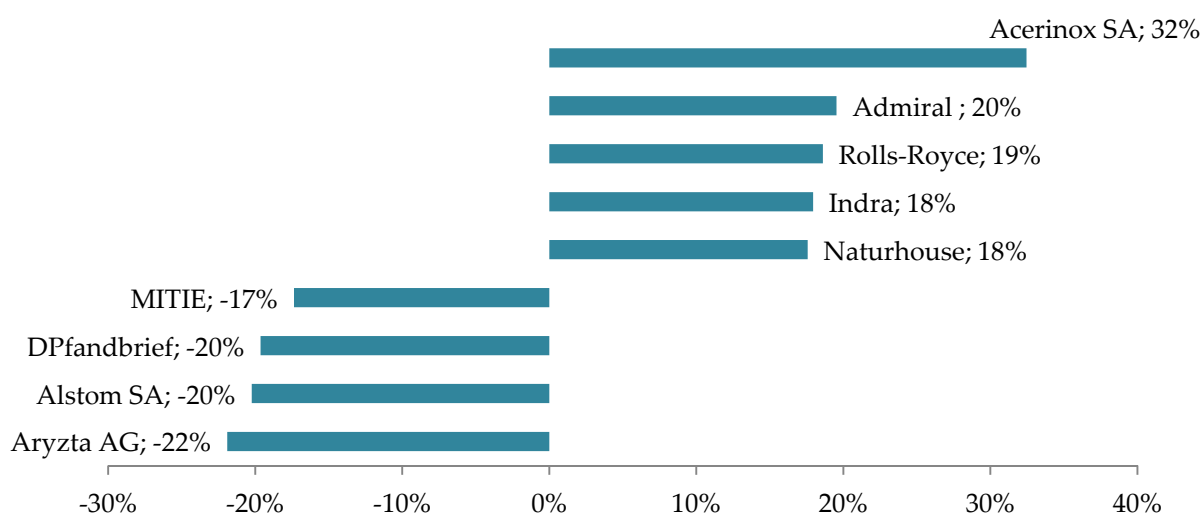
Como hemos comentado, Hunter Douglas se ha convertido en nuestra principal inversión del fondo.

10 principales posiciones de la cartera a 31 de marzo.

Compañía	Peso
Hunter Douglas N.V.	4,2%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,9%
Stallergenes Greer	3,9%
Indra Sistemas, S.A. Class A	3,5%
Aryzta AG	3,3%
MITIE Group PLC	3,3%
Chargeurs SA	3,3%
ING Groep NV Cert. of Shs	3,2%
Deutsche Pfandbriefbank AG	3,1%
Rolls-Royce Holdings plc	3,0%
Top 10	34,7%
Portfolio	89,4%
Cash	10,6%

Las posiciones que han tenido mejor evolución en el trimestre son Acerinox, Admiral, Rolls Royce e Indra. Mitie y Arysza han tenido una mala evolución porque han presentado resultados peores de lo esperado en el último semestre y Alstom, como ya hemos explicado, descuenta la OPA sobre acciones propias.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre ¹



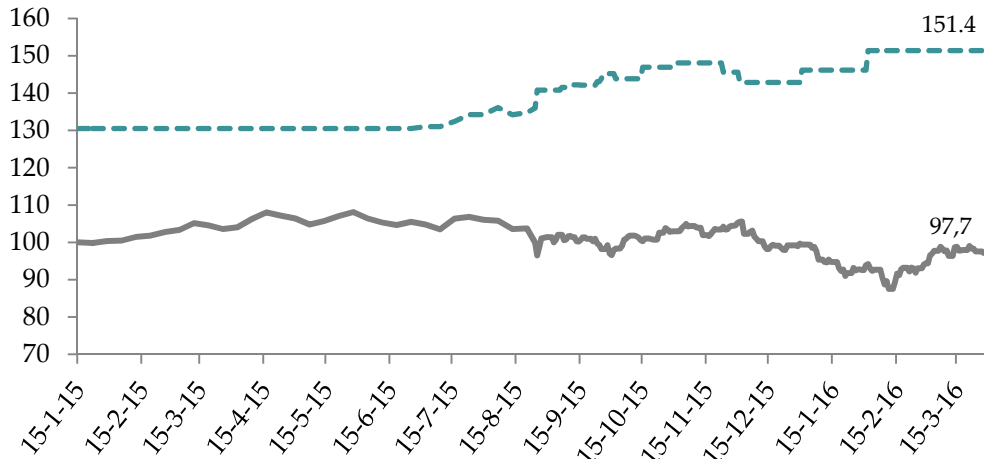
¹ Variación de la cotización de 31/12/2015 a 31/3/2016. En el caso de las nuevas incorporaciones, Acerinox y Naturhouse, hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición

Apéndice I: Cartera de EQUAM, 25 principales posiciones.

Company	Country	Weight	Value Base Case
Hunter Douglas N.V.	Netherlands	4.2%	Dominant leader in oligopolistic market.
Hornbach-Baumarkt-AG	Germany	3.9%	Resilient compounder in repaired market
Stallergenes Greer	France	3.9%	Market leader in an oligopoly market
Indra Sistemas	Spain	3.5%	Restructuring defence and IT contractor
Aryzta AG	Switzerland	3.3%	Undervalued oligopolistic leader.
MITIE Group PLC	United Kingdom	3.3%	Undervalued compounder in fragmented market
Chargeurs SA	France	3.3%	Restructuring on track, cyclical recovery
ING Groep	Netherlands	3.2%	Restructured commercial bank
Deutsche Pfandbrief	Germany	3.1%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV
Rolls-Royce	United Kingdom	3.0%	Sound oligopoly going through restructuring
Serco	United Kingdom	3.0%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised
Meggitt	United Kingdom	2.9%	Undervalued compounder in low cycle
TGS Nopec	Norway	2.8%	Countercyclical niche oil services player
Berendsen plc	United Kingdom	2.7%	Leading position in a growing market
Cegedim SA	France	2.7%	Software for doctors and insurers, stable revenues
NRJ	France	2.6%	Deep SOPV undervaluation
Energy Assets Group PLC	United Kingdom	2.5%	High growth opportunities in a protected market
Orkla ASA	Norway	2.4%	Unwinding of holding into pure play consumer leader
Admiral	United Kingdom	2.3%	Undervalued leading UK insurance company.
Alstom SA	France	2.2%	Undervaluation post sale of energy division to GE
APPLUS	Spain	2.1%	Sound certification business
Acerinox SA	Spain	2.1%	Industry cost leader at the bottom of the cycle
Vetropack	Switzerland	2.0%	Low competition markets and net cash.
Abertis Infraestructuras SA	Spain	2.0%	Undervalued Toll Road operator
VeriSign, Inc.	United States	2.0%	Monopolistic registry of internet .com and .net addresses
Total top 25		71%	
Total portfolio		89%	
Liquidity		11%	
Total fund		100%	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y condiciones.

Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo



Rentabilidad comparada EQUAM e índices

	EQUAM	MSCI Europe
1 mes	3.5%	1.6%
3 meses	-1.7%	-5.6%
6 meses	1.2%	-1.0%
1 año	-5.9%	-13.0%
Desde inicio *	-2.3%	-2.8%

*15 de enero de 2015

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

Traspasable	SI, N° CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio
Fees Class C	1,50% s/ patrim.
Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)

Asesor del fondo	Equam Capital
Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
Depositario	KBL (Lux)
Registro de accionistas	European Fund Admin.

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