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.

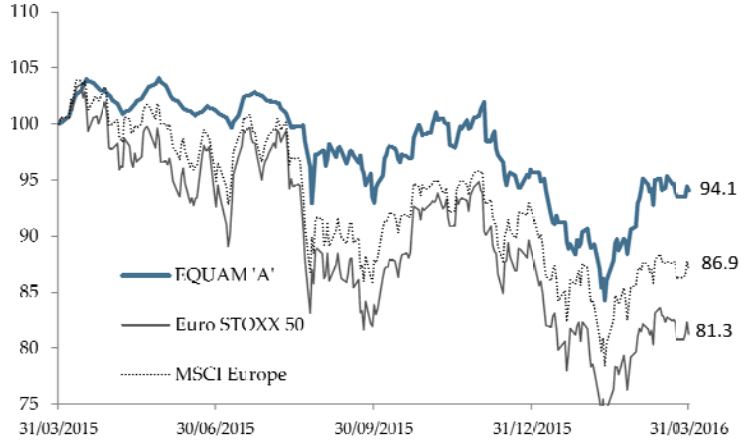
Durante este primer trimestre hemos asistido a uno de los peores inicios de año que se recuerdan, con caídas muy relevantes en la mayoría de los índices.

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 Aryzta.

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 Aryzta, 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.

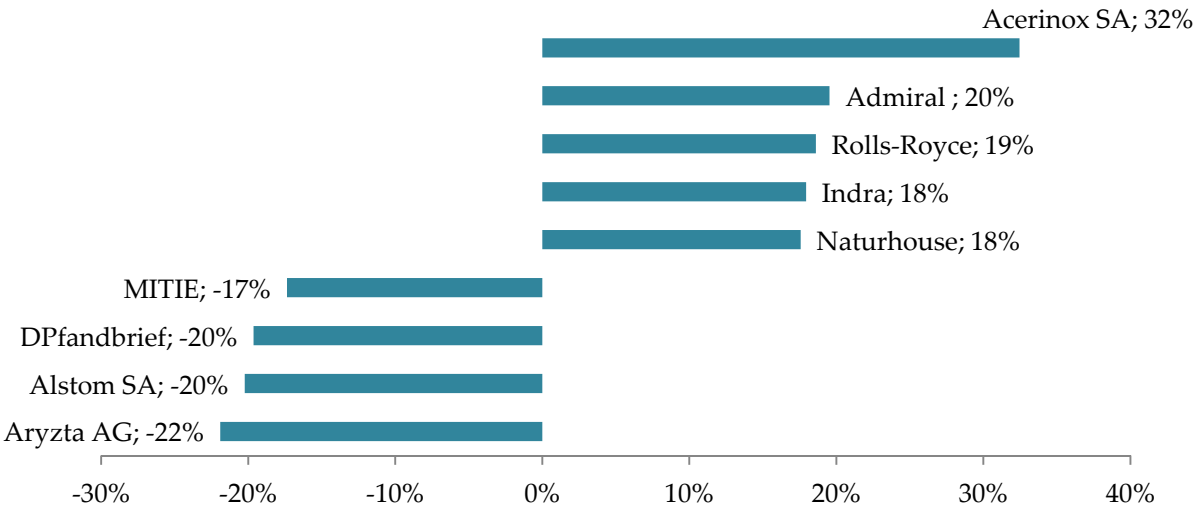
Como hemos comentado, Hunter Douglas se ha convertido en nuestra principal inversión del fondo.

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 Aryzta 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]



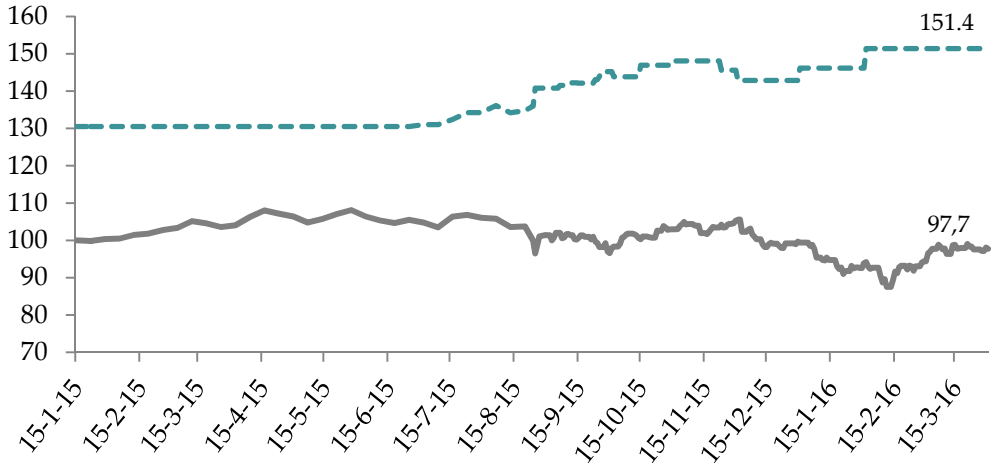
[1] Variación de la cotización de 31/12/2015 a 31/3/2016. En el caso de las nuevas incorporaciones, Acerinox y Naturhouse, hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición

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, Nº 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

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral junio 2016
Seguimos encontrando oportunidades.

Durante el segundo trimestre EQUAM ha invertido en varias compañías europeas que operan en negocios de nicho, tienen poca deuda y que gracias a la volatilidad del mercado, hemos podido comprar a un atractivo descuento respecto a nuestra valoración interna.

Adicionalmente, el pánico de la última semana de junio ocasionado por el referéndum del Reino Unido, nos ha permitido reforzar nuestras posiciones en aquellas compañías de la cartera que más cayeron y cuyos resultados a medio plazo no se verán afectados. Como resultado de las inversiones del trimestre hemos ido aumentando el nivel de inversión hasta el 96,1%.

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.

Continúa la volatilidad

Después de varias semanas de recuperación, la volatilidad ha vuelto a los mercados como consecuencia del referéndum en Reino Unido.

Después de una progresiva recuperación de los mercados durante el trimestre respecto a los mínimos marcados en el mes de febrero, la última semana del trimestre ha venido marcada por el referendum en el Reino Unido respecto a la posible salida del país de la Unión Europea. El inesperado resultado de la votación ha producido una reacción muy negativa de los mercados, con una caida del Eurostoxx 50 superior al 11% en dos días.

Como suele ser habitual en las situaciones de pánico, las fuertes caidas se producen más por el desequilibrio entre las ofertas de compra y venta que por una reducción del valor intrínseco de las compañías, y en este sentido, como explicaremos en este informe, pensamos que las perspectivas de negocio a medio plazo (y por tanto las valoraciones) de las compañías de la cartera no deberían cambiar significativamente con el Brexit.

Una mirada al pasado nos puede ayudar a poner las cosas en contexto. Si analizamos las reacciones de los mercados a otras situaciones de pánico, podemos ver cómo, excepto en tres casos, los mercados recuperaron en menos de un mes los niveles previos a dichos acontecimientos. Y no creemos que la situación actual sea comparable a esos tres casos.

Recuperación del S&P después de varios pánicos

Evento	Fecha	Días de caída	Caida (%)	Días recu.
Tsunami Japón	11 mar 2011	3	-3,6%	6
Flash Crash	06 may 2010	1	-4,7%	4
Quiebra Lehman	15 sep 2008	121	-45,9%	285
Atentados Madrid	11 mar 2004	10	-4,1%	18
Ataque Torres Gemelas	11 sep 2001	5	-11,6%	19
Colapso de LTCM	23 sep 1998	11	-10,0%	9
Invasión de Kuwait	02 ago 1990	2	-5,9%	30
Crisis del 87	19 oct 1987	33	-20,8%	223
Intento asesinato Reagan	30 mar 1981	1	-1,2%	4
Dimisión de Nixon	08 ago 1974	39	-24,6%	143
Embargo de OPEP	17 oct 1973	6	-1,9%	10
Asesinato de Kennedy	22 nov 1963	1	-2,8%	2
Crisis de los misiles Cuba	22 oct 1962	1	-2,7%	5
Mediana		**6**	**-5,3%**	**14**

A pesar de que muy probablemente la volatilidad va a continuar, invertir en buenas compañías a buenos precios es la mejor alternativa de inversión.

Es cierto que seguimos rodeados de muchas incertidumbres (tipos de interés excesivamente bajos, elecciones en Estados Unidos y situación en China) y que muy posiblemente la volatilidad continuará durante un tiempo. No obstante, como hemos repetido en otras ocasiones, resulta imposible predecir el siguiente giro del mercado, por lo que creemos que la mejor estrategia a largo plazo, para todos los escenarios previsibles, consiste en invertir en buenos negocios a precios atractivos, y es a lo que dedicamos todos nuestros esfuerzos.

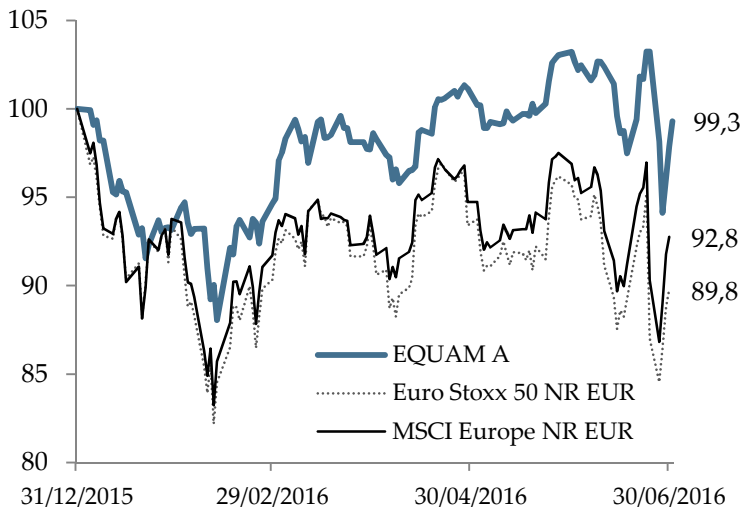
Respecto al comportamiento del fondo en lo que va de año, el valor liquidativo ha terminado el semestre en 98,72€*, lo que representa una caída del 0,6% en estos seis meses. Aunque aspiramos a rentabilidades muy superiores en el largo plazo, también hay que tener en cuenta que el fondo supera la obtenida por el Eurostoxx 50 en casi 10 puntos y la obtenida por el índice MSCI Europe en 6,5 puntos (incluyendo en ambos casos la reinversión de los dividendos).

Desde una perspectiva más larga, desde el 30 de enero de 2015 hemos tenido un retroceso del 1,7%, pero hemos batido al Eurostoxx 50 en casi 9 puntos y al MSCI Europe en 5, en ambos casos con una volatilidad y un perfil de riesgo muy inferior.

Este trimestre hemos realizado 9 nuevas inversiones en compañías que creemos que tienen un gran potencial de revalorización. Asimismo, en el proceso natural de rotación de la cartera y para hacer hueco a las nuevas inversiones, hemos vendido 7 compañías, destacando una nueva compañía que ha sido objeto de una OPA (tercera desde el comienzo del fondo en 2015) dos meses después de nuestra compra inicial, alcanzando en ese corto periodo una revalorización del 40%. Como consecuencia de estas operaciones, hemos continuado aumentando el nivel de inversión alcanzando un 96,5% frente al 92% del trimestre anterior.

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

EQUAM frente a los índices** europeos en 2016
(base 100)



** NAV Clase A correspondiente a 1 de julio, calculado con precios de cierre de 30 de junio.*
*** Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Impacto del Brexit en Equam

Como hemos comentado anteriormente, pensamos que la salida del Reino Unido de la Unión Europea no debería afectar significativamente a las relaciones comerciales entre ambos (así ocurre por ejemplo con otros países europeos fuera de la zona euro como Noruega y Suiza). Por otra parte, seguimos confiados en el dinamismo de la economía británica y la tradicional actitud favorable a la libertad económica de sus gobernantes (recientemente han anunciado una nueva rebaja del impuesto de sociedades al 15%). Por todo ello, en estos escenarios, creemos que la valoración a largo plazo de nuestras inversiones no cambia mucho tras el referéndum.

A corto plazo, sin embargo, existen variables que podrían tener un efecto temporal sobre el resultado de algunas empresas de la cartera:

- La posible devaluación de la libra, si persiste en el tiempo, afecta directamente a las cuentas de determinadas compañías. Así, las empresas británicas más exportadoras se podrían ver positivamente afectadas. El mercado ha reflejado este hecho con subidas del 10% para Rolls Royce, y del 3% para Meggitt en los días posteriores al referéndum. Por el lado contrario, Origin al tratarse de una compañía que reporta en euros pero tiene una parte importante de su negocio en el Reino Unido se vería negativamente afectada.

- Las compañías con más concentración del negocio en el Reino Unido pueden sufrir por la incertidumbre derivada del proceso de negociación del proceso de salida y el retraso en las decisiones de inversión de algunos clientes. La compañía más castigada de la cartera ha sido Mitie, porque al tratarse de una compañía intensiva en mano de obra menos cualificada podría verse afectada por las restricciones a la inmigración.

- Respecto a los bancos (mantenemos en cartera

ING y Deutsche Pfandbriefbank), la salida del Reino Unido de la EU podría debilitar todo el proyecto europeo, afectando a la confianza en sus instituciones y en el Euro, con el consiguiente impacto en los bancos.

Compañías británicas de la cartera de EQUAM

			Evolución bursátil	
Compañías Británicas	Ventas UK (%)	Posicion Equam	Brexit + 4d Δ%	2016 Δ%
Mitie Group	96,6%	3,3%	-9%	-21%
Meggitt	9,3%	2,8%	3%	9%
Rolls Royce	13,0%	2,8%	10%	25%
Serco Group	23,4%	3,3%	1%	21%
Berendsen	39,5%	2,6%	-1%	13%
ITE Group**	<5%	2,6%	8%	-9%
Admiral Group	81,3%	1,8%	2%	24%
JLT **	41,4%	2,4%	-1%	1%
Judges Scientific **	16,6%	1,0%	2%	-4%
Wincanton **	100,0%	1,1%	-4%	-1%
Total UK		**23,6%**	**1,1%**	**5,8%**

** Desde el 23 de junio al 30 de junio de 2016.*

*** Compradas durante el trimestre.*

Respecto a la libra, como ya comentamos en nuestro anterior informe trimestral, hace unos meses decidimos cubrir una parte de nuestra exposición a esta divisa para mitigar la volatilidad derivada del resultado del referéndum.

Actividad Inversora

La calidad del equipo directivo y su alineación con los accionistas es uno de los filtros más importantes en nuestro proceso de inversión

Como hemos mencionado en diversas ocasiones, uno de los principales filtros en nuestra toma de decisiones respecto a las inversiones es la calidad del equipo directivo. Buscamos invertir en compañías que tengan una cultura de "propietarios" y donde las decisiones empresariales estén siempre enfocadas a la creación de valor para el accionista. Parece de sentido común pero es menos habitual de lo que uno podría imaginar. Los directivos que funcionan bajo estas directrices toman decisiones pensando en el largo plazo, tienen un fuerte compromiso en el capital de las compañías y por tanto son beneficiados (o perjudicados) por los resultados de sus decisiones. Y es muy importante que esta cultura esté impregnada en toda la organización. Nuestra experiencia nos demuestra que estas compañías son capaces de ir creando valor de forma consistente con el paso del tiempo.

Durante este último trimestre hemos podido comprar dos compañías (**Neurones** y **Judges Scientific**) que reúnen estas características. Se trata de empresas fundadas por empresarios con una historia de creación de valor para el accionista a través de estructuras descentralizadas, con salarios bajos y cuya remuneración proviene de la revalorización de sus paquetes accionariales, donde los directivos de las distintas filiales tienen plena autonomía para el desarrollos de sus negocios y donde los servicios centrales aseguran que el capital es invertido allí donde se pueden conseguir los mejores retornos. Todo ello ha traído como consecuencia en ambos casos un importante crecimiento orgánico, una alta disciplina en el crecimiento inorgánico, unos retornos sobre capital invertido muy altos y como consecuencia de todo ello un crecimiento de doble dígito del beneficio por acción de forma sostenida durante muchos años. En el caso de Neurones se trata de una empresa francesa en el sector de servicios de IT y en el caso de Judges Scientific de un holding inglés que engloba a un conjunto de compañías dedicadas a fabricar instrumental científico para laboratorios y universidades.

Por el lado contrario, intentamos evitar aquellas

situaciones en las que a pesar de tratarse de negocios buenos e historias de éxito, nos surjan dudas sobre la alineación de intereses de los empresarios con el resto de accionistas de la compañía. Así, por ejemplo, durante este trimestre tuvimos la oportunidad de analizar y visitar a una compañía que sobre el papel reunía todos los requisitos para una buena inversión: buen negocio, altos retornos de capital, capacidad de crecimiento, etc… Sin embargo, la compañía había otorgado un préstamo a su accionista principal y esta situación, aunque no ponía en riesgo la situación financiera de la compañía al tener un balance sólido con una confortable posición de caja, imposibilitaba nuestra inversión, ya que nos generaba importantes dudas sobre la alineación de intereses entre gestores/accionista principal y el resto de accionistas.

Brodrene Hartman opera en un negocio aburrido, pero reúne varias de las características de las inversiones de éxito

Otra de nuestras inversiones de este trimestre haría las delicias del exitoso inversor de Fidelity, Peter Lynch, ya que cumple varios de los criterios de inversión que cita en su conocido libro "*One Up On Wall Street*". Se trata de una empresa que opera en un negocio aburrido (fabrica hueveras, es decir los moldes de cartón reciclado en los que se transporta y se venden los huevos), ignorada por el mercado (no la sigue ningún analista) y que tiene un nombre complicado y difícil de recordar (**Brodrene Hartmann**). Y sin embargo se trata de un negocio muy defensivo (el consumo de huevos no se ve afectado por el ciclo económico), oligopolístico (existen pocos competidores), y con barreras de entrada (el producto viaja mal por lo que sólo se compite con otras fábricas locales).

Adicionalmente la compañía viene de varios años de restructuración operativa en Estados Unidos y Europa, ha realizado la adquisición de una compañía en Latinoamérica y está invirtiendo en la construcción de tres nuevas fábricas en zonas donde hay déficit de producción y los márgenes son altos. Todo ello le va a permitir continuar creciendo en los próximos años e ir mejorando su rentabilidad. Hemos comprado Brodrene a P/E 9,5x y FCFy de 9,1%.

La paciencia resulta fundamental para comprar las buenas compañías a precios atractivos

Hemos invertido también en **Origin Enterprises,** compañía que analizamos el año pasado cuando decidimos invertir en Aryzta, de la que era entonces una filial. Aryzta vendió su participación en Origin para financiar su inversión en Picard, provocando en ese momento una fuerte caída de la cotización de Origin. Aunque analizamos el negocio en ese momento y nos gustó, no pudimos comprar acciones porque el precio no ofrecía suficiente margen de seguridad. Sin embargo, este año ha surgido una nueva oportunidad de compra al volver a caer la cotización a niveles inferiores a los del año pasado.

Origin es una compañía irlandesa que ofrece servicios de consultoría para agricultores y ganaderos para ayudarles a mejorar la productividad de sus cosechas, utilizando los productos más adecuados en cada caso. Se trata de un negocio estable basado en las relaciones de confianza entre los agrónomos y sus clientes, poco intensivo en capital, gran generador de caja y que obtiene altos retornos de capital. En el corto plazo el negocio depende de la evolución de las cosechas de cada año, pues son las que determinan el nivel de inversión de sus clientes. Este último año las cosechas están siendo malas por situaciones meteorológicas adversas, lo que temporalmente va a castigar los resultados de la compañía. Esta circunstancia temporal se ha reflejado en la cotización (ha caído un 35% en un año) y hemos aprovechado para invertir. Por otro lado, aunque su mercado principal es el Reino Unido e Irlanda, donde la capacidad de crecimiento es limitada, en los últimos años ha realizado una serie de compras en países de Europa del Este que son mucho menos maduros y tienen gran potencial de crecimiento.

ITE Group se dedica a gestionar y organizar eventos y ferias en mercados emergentes. Radicada en Reino Unido, sin embargo, la compañía desarrolla su negocio en Rusia y países del Este y desde hace un par de años se ha expandido hacia nuevos mercados emergentes de África y Asia. El negocio de organización de eventos reúne muchos atractivos al tratarse de pequeños monopolios locales (es difícil que en una misma zona existan dos

ferias semejantes), con efecto red y con una alta generación de caja (muy bajas inversiones y capital circulante negativo ya que se cobra con muchos meses de adelanto respecto a la organización de la feria). ITE ha venido sufriendo en los últimos meses como consecuencia de la crisis en Rusia y alguno de sus otros mercados, y su cotización está deprimida. Sin embargo, el negocio es muy resistente ya que el nivel de gastos se puede ajustar de manera rápida y sencilla a los niveles de ingresos, sin que los márgenes sufran. Además ha aprovechado los momentos bajos de determinados países para ir adquiriendo nuevas ferias e impulsando su diversificación geográfica. Creemos que a poco que mejore la situación en los países en que se encuentra la recuperación en los resultados, y por tanto en la cotización, será rápida.

Jardine Lloyd Thomson ("JLT") es una correduría de seguros domiciliada en el Reino Unido pero con presencia global. El negocio de JLT goza de una cierta estabilidad y predictibilidad, porque el coste que supone para los clientes cambiar de corredor permite mantener una cartera de clientes estable y duradera. Además el negocio genera un balance de caja estructural (la diferencia entre las primas cobradas pero no pagadas a las aseguradoras) que pueden invertir en su propio beneficio. En los últimos años las corredurías se han visto perjudicadas por un lado por el ciclo suave del sector asegurador (el exceso de capital del sector está presionando las primas de seguro y reaseguro a la baja) lo que se traduce en menores ingresos para los corredores y por otro lado, por los bajos tipos de interés que reducen los ingresos derivados de sus inversiones. Esta circunstancia nos ha permitido comprar una excelente compañía, con magníficas oportunidades de crecimiento en Asia y América, a precios muy atractivos. La atractiva valoración, unida a un cambio de ciclo en el sector asegurador y/o una subida de tipos hacen de esta inversión una oportunidad muy atractiva.

Hemos invertido en **Leoni,** líder europeo en sistemas de cableado para el sector del automóvil y uno de los principales fabricantes mundiales. Se trata de un sector con perspectivas crecientes a largo plazo por la progresiva

incorporación de más sistemas eléctricos a los coches y por el auge de los coches eléctricos. A pesar de las buenas perspectivas a medio plazo, esta compañía ha sobredimensionado su equipo de mandos intermedios y ha tenido problemas de producción en Rumanía, sufriendo un deterioro de márgenes desde el 5,6% al 3% actual. El equipo directivo ha puesto en marcha un plan de acción para resolver los problemas existentes, con una reestructuración de la dirección intermedia y el ajuste de producción en Rumanía, con lo que en uno o dos años debería conseguir recuperar los niveles de rentabilidad tradicionales. Como suele ocurrir en los mercados cotizados cuando hay algún problema, la cotización se ha ajustado rápidamente a la nueva situación, cayendo un 60% en los últimos meses, pero ignora completamente la posibilidad de que la reestructuración permita recuperar los márgenes normales del negocio. La caída ha llevado a que la compañía cotice actualmente a PER 6,5x de los resultados normalizados.

En los últimos trimestres hemos estado analizando el sector de "contract logistics", cuyos operadores se dedican a la gestión de todas las cuestiones logísticas de sus clientes. Nos parece un sector atractivo, con buenas perspectivas de crecimiento por la tendencia de las compañías a externalizar este servicio, un sector con buenos retornos sobre el capital, una cierta cautividad del cliente en el corto plazo y estabilidad en la estructura de la oferta después del proceso de consolidación que ha habido en Europa. El sector cotiza a múltiplos elevados, no solo por las buenas perspectivas sino también por la nueva oleada de consolidación que está liderando el operador americano XPO. Sin embargo, al analizar a los distintos competidores hemos encontrado **Wincanton**, el líder del Reino Unido, más pequeño que sus competidores, que está emergiendo de un proceso de reestructuración y cotiza a múltiplos muy atractivos. El proceso de reestructuración está prácticamente completado, pero Wincanton sigue cotizando a niveles deprimidos. Hemos podido comprar esta compañía a PER 10,4x y FCF yield del 9,2%.

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 iban presentando una peor evolución durante el trimestre. También hemos aprovechado el pánico derivado del resultado del referéndum en Reino Unido invirtiendo los días 24 y 27 de junio un 3,1% del fondo a precios muy atractivos.

Desinversiones

En los últimos quince meses tres compañías de la cartera han sido objeto de OPA

Por el lado de las ventas, destaca nuestra desinversión en Energy Assets, después de haber recibido, dos meses después de nuestra inversión inicial, una oferta de compra con una prima del 40% sobre nuestro coste de adquisición. Aunque el precio era inferior a nuestro objetivo, hemos preferido desinvertir y aprovechar otras oportunidades de inversión. Cabe mencionar que se trata de la tercera OPA que recibimos desde que iniciamos el fondo a principios de 2015 (el año pasado fueron objeto de OPA TNT Express y Miba).

Hemos decidido desinvertir de Orkla, que se encontraba muy cerca de nuestro precio objetivo. También hemos vendido National Express e Ipsos que aunque no habían alcanzado nuestro precio objetivo, si obteníamos una buena rentabilidad y se habían quedado con un peso en la cartera por debajo del deseado) y de Alstom, donde ya habíamos empezado a reducir nuestra posición el trimestre pasado después de la finalización de la operación de desinversión del negocio a General Electric del negocio eléctrico y de la OPA sobre acciones propias.

Finalmente, en el contexto de rotación hacia inversiones en Europa hemos vendido nuestra inversión en Baker Huges (reinvirtiendo el resultado en otras dos compañías de la cartera con exposición al petróleo en las que ya estábamos invertidos) y Samsung.

Actualización Compañías en Cartera

Respecto a nuestra inversión en Stallergenes, el pasado mes de abril la compañía presentó los resultados correspondientes al ejercicio 2015, que como ya preveíamos, recoge el impacto del cierre de la fábrica de Anthony durante 3 meses. Junto con la presentación de resultados, el equipo directivo presentó el plan de acción puesto en marcha para relanzar la compañía una vez que se han puesto en funcionamiento de nuevo todas sus líneas productivas. Tras reunirnos con el equipo directivo de la compañía y después de analizar la nueva información, hemos actualizado nuestra valoración de la compañía, llegando a un nuevo valor intrínseco en el entorno de 51 euros por acción, frente a los 85 euros por acción de nuestra valoración inicial y nuestro coste medio de compra de 44,5 euros por acción. Aunque en este caso es claro que estamos ante un desgraciado caso de pérdida permanente de valor, a los niveles de cotización actuales del entorno de 25 euros, el potencial de revalorización es alto y por tanto hemos decidido mantener nuestra inversión. No obstante, seguimos muy atentos a la evolución de los acontecimientos.

Finalmente, respecto a nuestra principal posición en el fondo, Hunter Douglas, mencionar que a principios de junio anunció que la operación de compra de Levolor, su principal competidor en Estados Unidos, había sido aprobada y que esperaban el cierre de la operación en 30 días. Creemos, como ya mencionamos en el anterior informe, que esta operación va a resultar muy beneficiosa para la compañía al consolidar su posición de liderazgo en el mercado americano y permitir mejorar la rentabilidad por sinergias de costes y optimización industrial, todo lo cual debería reflejarse en los resultados en los próximos trimestres.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Hemos alcanzado un nivel de inversión del 96%, el máximo desde que comenzó el fondo.

Como resultado de las inversiones que hemos hecho durante el trimestre, el fondo ha pasado de estar invertido en un 89% a un 96,1%.

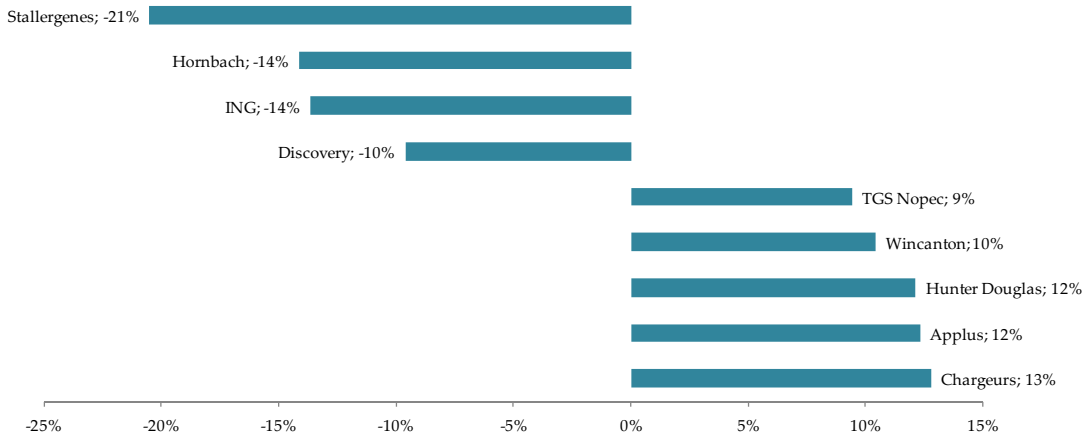
El peso de las inversiones de la cartera que están fuera de Europa es del 11%, frente al 14% el trimestre pasado. Tenemos 40 compañías en cartera y el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivo ha aumentado significativamente hasta el 62% frente al 44% del trimestre 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.

10 principales posiciones de la cartera a 30 de junio.

Compañía	Peso	Precio	Potencial
Hunter Douglas N.V.	5,3%	42,6	48%
Chargeurs SA	3,8%	10,0	38%
Cegedim SA	3,8%	27,5	38%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,7%	24,3	106%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	3,6%	136,2	147%
Deutsche Pfandbriefbank AG	3,6%	8,9	92%
ING Groep NV Cert. of Shs	3,5%	9,2	80%
Serco Group plc	3,3%	1,1	77%
MITIE Group PLC	3,3%	2,5	57%
Stallergenes Greer	3,1%	22,1	131%
Top 10	**36,8%**		**79%**
Portfolio	**96,1%**		**64%**
Cash	**3,9%**		

Las posiciones que han tenido mejor evolución en el trimestre son Chargeurs, Applus, Hunter Douglas y Wincanton.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre [1]



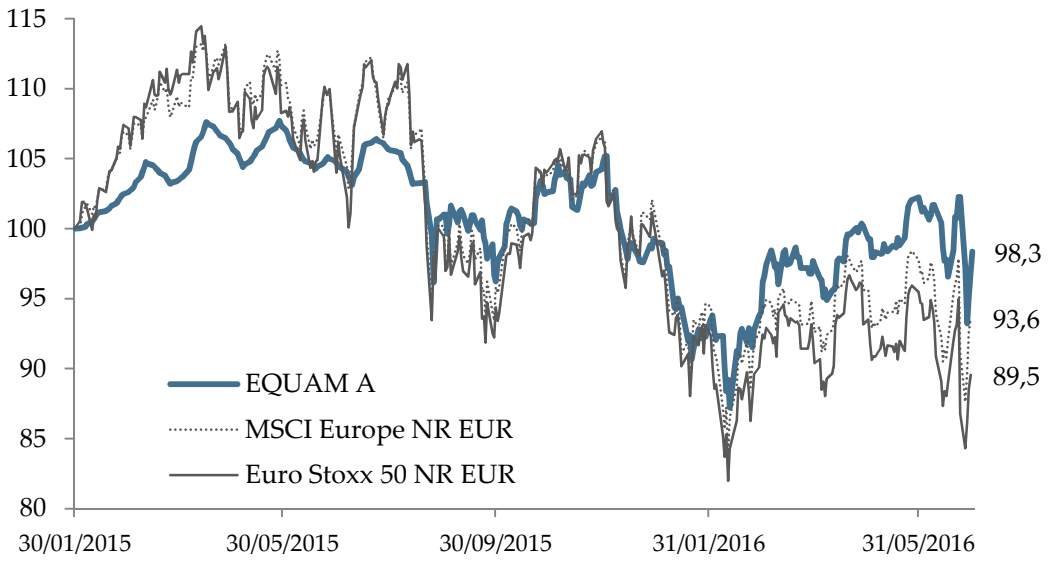
[1] Variación de la cotización de 31/3/2016 a 30/6/2016. En el caso de las nuevas incorporaciones hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

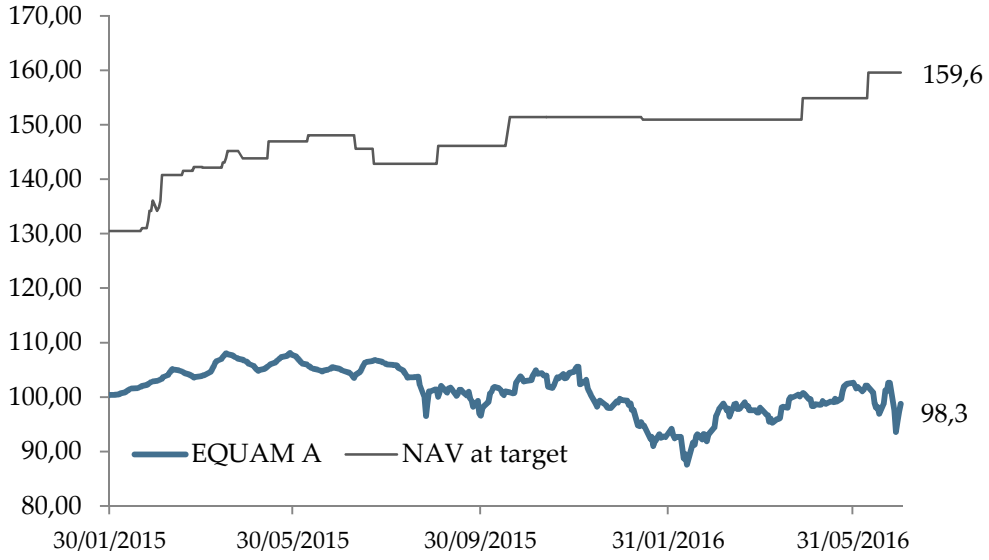
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas N.V.	Netherlands	5,3%	Dominant leader in oligopolistic market.	48%
Chargeurs SA	France	3,8%	Restructuring on track, cyclical recovery	38%
Cegedim SA	France	3,8%	Software for doctors and insurers, stable revenues	38%
Hornbach-Baumarkt-AG	Germany	3,7%	Resilient compounder in repaired market	106%
TGS-NOPEC Geophysical Co	Norway	3,6%	Countercyclical niche oil services player	147%
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	3,6%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	92%
ING Groep NV Cert. of Shs	Netherlands	3,5%	Restructured commercial bank	80%
Serco Group plc	United Kingdom	3,3%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised	77%
MITIE Group PLC	United Kingdom	3,3%	Undervalued compounder in fragmented market	57%
Stallergenes Greer	France	3,1%	Market leader in an oligopoly market	131%
Aryzta AG	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader.	122%
APPLUS SERVICES S.A.	Spain	2,9%	Sound certification business	26%
Meggitt PLC	United Kingdom	2,8%	Undervalued compounder in low cycle	74%
Indra Sistemas, S.A. Class A	Spain	2,8%	Restructuring defence and IT contractor	90%
Rolls-Royce Holdings plc	United Kingdom	2,8%	Sound oligopoly going through restructuring	69%
NRJ Group SA	France	2,7%	Deep SOPV undervaluation	30%
Berendsen plc	United Kingdom	2,6%	Leading position in a growing market	15%
Tecnicas Reunidas SA	Spain	2,6%	Turnaround of refining engineering company after Canada contract.	28%
ITE Group plc	United Kingdom	2,6%	Deeply undervalued event management company	59%
Jardine Lloyd Thompson Gro	United Kingdom	2,4%	Small, high growth insurance broker at low valuation	39%
Total top 20		**64%**		
Total portfolio		**96%**		

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices



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



Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM A	MSCI Europe	Eurostoxx 50
1 mes	-3,3%	-4,3%	-6,2%
3 meses	1,0%	-0,2%	-2,6%
YTD	-0,6%	-7,2%	-10,2%
1 año	-5,9%	-11,0%	-13,9%
Desde inicio*	-1,6%	-6,4%	-10,4%

**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

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

Traspasable	SI, Nº 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

Incometric EQUAM Global Value
Informe trimestral septiembre 2016
Una cartera preparada para distintas eventualidades.

Después de la situación de pánico tras el resultado del referéndum en el Reino Unido, los mercados han vuelto a una cierta normalidad y han recuperado los niveles previos a la votación.

La situación continúa siendo incierta y desde luego veremos nuevos episodios de volatilidad. Los precios siempre fluctuarán y nosotros seguiremos aprovechando estas fluctuaciones para comprar empresas sólidas a precios atractivos y venderlas cuando coticen a precios cercanos a nuestra valoración, porque creemos que la aplicación disciplinada de este método ofrece los mejores resultados posibles.

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 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.

Consistencia en el proceso de inversión.

Durante el trimestre nos hemos dedicado plenamente al análisis de compañías europeas que operan en nichos de mercado, protegidas de la dura competencia del mundo globalizado. Hemos conversado con decenas de directivos de empresas líderes en su mercado y analizado en detalle sus resultados históricos y sus perspectivas de negocio, para llegar a lo que creemos es una valoración razonable de cada una de ellas. En muchos casos estas compañías cotizaban a precios no muy distantes de nuestra valoración y simplemente las hemos incluído en nuestra lista de empresas a seguir.

Sin embargo, algunas de estas compañías medianas han tenido problemas temporales, ya sea por cuestiones internas de gestión o por la debilidad cíclica de sus mercados y otras están inmersas en procesos de reestructuración operativa que debilitan temporalmente la rentabilidad de la empresa. El castigo que han sufrido estas compañías en el mercado ha sido, en algunos casos, extraordinario. Nadie quiere mantener una inversión en acciones que bajan ni en empresas que pasan por momentos de incertidumbre. Todos quieren vender, pocos quieren comprar, y los precios se desploman.

Nos hemos centrado especialmente en estos casos, empresas buenas con problemas temporales, para tratar de identificar las mejores oportunidades. Hemos descartado algunas de estas posibles inversiones porque no cumplían nuestros criterios de seguridad; tenían demasiada deuda, operaban en negocios muy competitivos o sus negocios podían estar dañados de forma estructural.

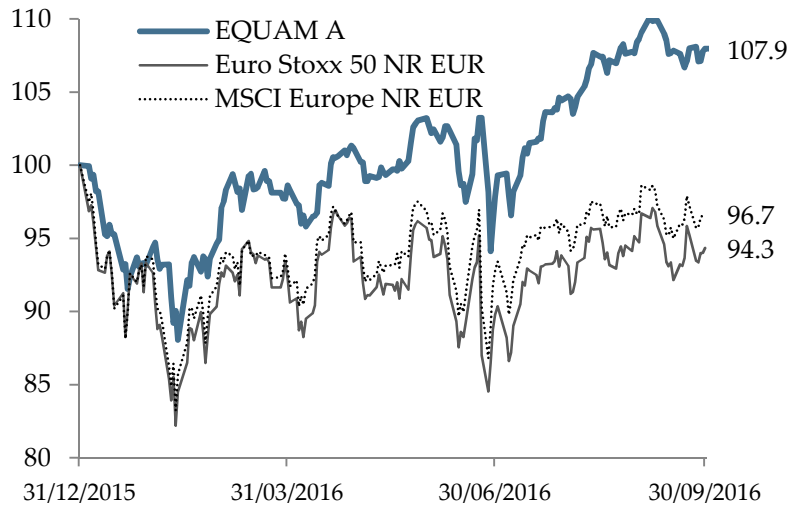
De todas las compañías analizadas hemos decido invertir en Navigator, Swatch, Sports Direct y Coface. Todas ellas han presentado caídas significativas desde máximos y

tienen problemas temporales, pero mantienen una posición fuerte en sus mercados y las valoraciones a las que cotizan son de derribo.

Evolución del fondo

En lo que va de año el fondo acumula una rentabilidad del +8%, comparado con una caída de los índices europeos de entre el -3 y el -6% (incluyendo dividendos).

EQUAM frente a los índices** europeos en 2016
(base 100)



** NAV Clase A correspondiente a 1 de octubre, calculado con precios de cierre de 30 de sept.*
*** Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.*

En cualquier caso, como siempre insistimos, lo importante no son los resultados a corto plazo, sino mantener la constancia en la búsqueda y análisis de oportunidades y la disciplina en la ejecución de las compras y las ventas. Estamos convencidos de que la metodología que estamos aplicando con consistencia es la que en el largo plazo ofrecerá los mejores resultados.

Comentario de mercado

El mercado ha recuperado los niveles previos al referéndum del Reino Unido, pero sin embargo la situación general de incertidumbre no ha terminado

Después de la negativa reacción de los mercados al inesperado resultado de la votación en el Reino Unido, durante el trimestre recién terminado los mercados han vuelto a una cierta normalidad y han recuperado los niveles previos al referendum.

La volatilidad continuará, ya que la situación económica general sigue distorsionada por la insistencia de los bancos centrales en intentar solucionar los problemas de falta de crecimiento con políticas monetarias excesitamente laxas. Todo ello lleva a situaciones aberrantes, como el que, aún encontrándonos en niveles de deuda históricamente altos, una cuarta parte de la deuda soberana mundial se esté emitiendo con tipos negativos; o que el Banco de Japón sea uno de los diez principales accionistas del 90% de las empresas cotizadas en ese país.

Nosotros seguimos pensando que la mejor forma de proteger el patrimonio en los distintos escenarios que pueden darse es invertirlo en empresas de la economía real. Los negocios predecibles y rentables, que producen bienes y servicios imprescindibles para la sociedad y que cotizan a precios atractivos seguirán creando valor en el tiempo para sus propietarios aunque haya momentos de crisis.

Y eso a pesar de que, muy probablemente, en un eventual pinchazo de la burbuja de la renta fija o en el caso de que entremos en otra fase recesiva del ciclo, las cotizaciones caerán. Sin embargo, desde una perspectiva más a largo plazo, seguimos siendo optimistas, y pensamos que la fuerza innata del mercado y de la acción empresarial seguirán permitiendo el crecimiento de la economía a nivel mundial.

Radiografía de nuestra cartera

Pero, ¿cumple la cartera de Equam los requisitos que mencionábamos anteriormente para protegerse de un entorno como el actual? Haciendo un repaso a los cuatro criterios que mencionábamos anteriormente, pensamos que sí.

- **Tenemos buenos negocios**. Preferimos centrarnos en industrias que, aunque puedan tener ciclicalidad, sean estructuralmente "sanas", porque operan en régimen de oligopolio o monopolio o porque las relaciones con sus clientes son estables en el tiempo. Aproximadamente 2/3 de nuestras inversiones tienen negocios de nicho, oligopolísticos o con relaciones a largo plazo con sus clientes. Algunos ejemplos:

    - Hunter Douglas, líder mundial en fabricación de estores, se beneficia del control que ejerce de los instaladores locales.
    - Brodrene Hartmann, Crown y Vetropack operan en sectores en el que el coste de transporte ejerce de barrera de entrada a otros competidores.
    - Verisign, Abertis o Thessaloniki Water son monopolios regulados.
    - Meggit o Rolls Royce actúan en oligopolios en los que el negocio de mantenimiento tiene unas fuertes barreras de entrada.
    - En el caso de JLT y Origin las relaciones personales con los clientes resultan fundamentales e incentivan poco a los clientes a cambiar.

- **Evitamos el riesgo de la deuda**. Intentamos evitar compañías con un nivel de apalancamiento excesivo ya que una deuda alta puede provocar una pérdida permanente de capital si sobreviene una situación adversa. El nivel de apalancamiento medio de la cartera es de 0.99x deuda neta / EBITDA y tan solo un 10% de la cartera tiene un apalancamiento superior a 3x.

- **Equipos directivos bien alineados**. Una gran parte de las compañías del portfolio son de carácter familiar o se encuentran gestionadas por equipos directivos muy alineados con los accionistas.

- **Precios atractivos**. La cartera está cotizando a un FCF yield medio del 8,2% y PER 11x, que consideramos muy atractivo teniendo en cuenta la calidad de los negocios y el bajo nivel de apalancamiento.

Además, ponemos una especial atención en diversificar las inversiones, evitando concentrar varias inversiones en un riesgo específico.

El resultado de todo ello es que tenemos una cartera muy sólida que crea valor tanto por la buena evolución y en algunos casos recuperación de sus negocios como por el aumento de precio de sus acciones, compradas siempre a descuento.

Actividad Inversora

Durante el trimestre hemos continuado encontrando interesantes oportunidades de inversión, aprovechando los buenos precios que ofrecían las situaciones de caída de las cotizaciones.

Navigator es líder europeo y el operador más eficiente en la industria de papel no estucado.

Hemos iniciado una inversion en la compañía portuguesa **Navigator Company** (antigua Portucel), aprovechando el fuerte castigo (injustificado desde nuestro punto de vista) que había experimentado la cotización como consecuencia de la bajada en el precio de la celulosa. Se trata del mayor productor de papel no estucado en Europa y aunque opera en una industria madura que lleva varios años decreciendo, Navigator se ha aprovechado de i) la reconversión de una parte significativa de la capacidad productiva del sector hacia otros segmentos (cartón de emabalaje principalmente); y ii) de tener unas plantas productivas muy eficientes, sin grandes necesidades de inversión y totalmente integradas, siendo con gran diferencia el productor más eficiente y rentable. Todo ello le permite conseguir unos buenos retornos de capital y una gran capacidad de generación de caja. En los últimos años la compañía ha iniciado un proyecto de diversificación hacia nuevas áreas de mayor crecimiento reinvirtiendo la caja que genera su negocio principal. De este modo, ha entrado en el negocio de papel tissue con la compra de una pequeña empresa del sector en Portugal y ha invertido en aumentar la capacidad productiva, ha invertido en una planta de pellets en Estados Unidos y ha comprado plantaciones forestales en Mozambique con la opción de desarrollar en el medio plazo una planta de celulosa para suministrar al continente asiático. Todos estos proyectos van a permitir a la compañía reinvertir de manera atractiva la caja generada por su negocio principal y conseguir el crecimiento que el negocio principal no le estaba dando. Aunque es cierto que se trata de una industria con marcada volatilidad en el corto plazo,

hemos realizado la inversión a un precio que consideramos muy atractivo (FCF yield medio del ciclo del 13%).

También hemos invertido en **Swatch**. Tradicionalmente se vincula a Swatch con la fabricación de relojes de plástico baratos, pero sin embargo la compañía genera la mayor parte de sus beneficios (alrededor del 90%) de sus de marcas de prestigio (Breguet, Longines, Omega o Hamilton entre otras). Recientemente la compañía ha sufrido por una combinación de circunstancias adversas: apreciación en 2015 del franco suizo, incertidumbre económica en China (su principal mercado) y riesgo de competencia de los smart watches. Sin embargo, creemos que los dos primeros son en gran parte problemas temporales y el tercero no lo vemos realmente como una amenaza. Una vez más la cotización ha experimentado una caída muy significativa en el último año (más del 50%) lo que nos han permitido invertir en esta compañía de gran calidad a un precio muy interesante desde una perspectiva a largo plazo. La capitalización actual está por debajo de la suma de los valores del inventario a precios de mercado, la caja en balance y las propiedades inmobiliarias de la compañía.

Otra de nuestras nuevas inversiones es **Sports Direct**, el mayor vendedor de material deportivo del Reino Unido (473 tiendas) y con presencia en varios países europeos (260 tiendas). Tiene un modelo de negocio basado en precios agresivos, con una combinación de marcas propias y de terceros, lo que le ha permitido convertirse en el líder indiscutible en Reino Unido con un crecimiento continuado durante muchos años. Por otro lado, aunque las políticas de remuneración de los empleados han generado bastante polémica en el Reino Unido y algunos parlamentarios han criticado al fundador y principal accionista de la compañía (Mike Ashley), pensamos que éste ha demostrado a lo largo del tiempo una buena capacidad de gestión, un gran espíritu emprendedor que

ha impregnado a la organización y una excelente capacidad para la correcta asignación de capital. Después de presentar unos resultados algo peores de lo esperado (crecimiento del 2,5% en ventas y Ebitda estable) la cotización ha caído bastante y hemos podido invertir a PER 6x.

Coface opera en un sector oligopolístico y hemos invertido a un precio de 0,4x valor en libros.

Coface es uno de los tres competidores principales del sector de seguro de crédito. En el sector hay tres grandes competidores, Euler Hermes, Catalana Occidente y Coface, que están protegidos con fuertes barreras de entrada ya que es necesario tener una buena información crediticia de la compañías que operan con sus clientes, y esto sólo se puede conseguir después de muchos años operando en la industria y haciéndolo en muchos países. Por otro lado, aunque es verdad que es un sector dependiente del ciclo económico, el negocio tiende a autocorregirse en las fases bajas, ya que después de un periodo de impagos, los clientes tienden a buscar mayor cobertura y se suben las primas, a la vez que se reduce la exposición a sectores más arriesgados. Por otro lado, es un sector en crecimiento y donde los tres grandes continúan ganando cuota de mercado frente a operadores más pequeños. Coface ha tenido una serie de problemas internos (perdida de un negocio con el gobierno francés) y ha presentado pérdidas como consecuencia de su mayor exposición a mercados emergentes y la industria de materias primas. Sin embargo la compañía se encuentra bien capitalizada (ratio de solvencia de 155%) y tiene al frente a un nuevo equipo directivo. El mercado ha reaccionado virulentamente en los últimos meses con una fuerte caída de la cotización lo que nos ha permitido invertir a un nivel de precio de 0,4 veces el valor en libros.

Comportamiento de las compañías en el primer semestre

Los resultados semestrales de las compañías en cartera han sido en líneas generales satisfactorios.

Las compañías de nuestra cartera han presentado, en general muy buenos resultados, lo que se ha traducido en una positiva evolución de sus cotizaciones y del fondo.

Tan sólo dos compañías han presentado unos resultados peores de lo esperado:

- Mitie, compañía que opera en el sector de outsourcing de servicios de gestión de instalaciones en el Reino Unido, se ha visto afectada por una ralentización de las decisiones de sus clientes como consecuencia del Bréxit y por problemas derivados de dos de sus divisiones más expuestas al sector público (gestión residencias de personas de la tercera edad y gestión de carteras de edificios). En cualquier caso seguimos confiando en la estabilidad de las relaciones con sus clientes y en la tendencia cada vez mayor a la externalización de servicios. La acción ha caido más de un 30% después de los resultados y hemos aprovechado para aumentar nuestra inversión.
- En el caso de Cegedim, compañía de software para el sector médico / farmaceútico, la compañía sigue en su proceso de transición del negocio de paquetes de software a soluciones en la nube, lo que en el corto plazo está lastrando los resultados y ha llevado a una revisión a la baja de las estimaciones para el presente año. Sin embargo, creemos que entran dentro de lo esperable y que nuestra tesis de inversión continúa intacta.

Desinversiones

Continuamos siendo muy disciplinados en los procesos de desinversión.

Aunque no hemos desinvertido totalmente ninguna compañía en la cartera, sí hemos hecho algunas ventas:

- Hemos vendido la mayor parte de nuestra inversión en Naturhouse, después de una revalorización muy rápida que ha llevado el precio muy cerca de nuestro valor objetivo. Entramos a un FCF yield del 11,5% y estamos vendiendo a un 7% de FCF yield, que consideramos razonable. La compañía tiene una gran capacidad de generación de caja pero su modelo de negocio es muy dependiente del ciclo económico y el crecimiento futuro depende del éxito en la entrada en nuevos mercados.

- También hemos aprovechado la fuerte subida en la cotización de algunas de nuestras participadas para ajustar los pesos al objetivo.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Fruto de las nuevas inversiones realizadas, continuamos manteniendo un potencial de revalorización elevado.

Después de las cuatro nuevas inversiones realizadas, tenemos 44 compañías en cartera. Consideramos que estamos en el límite máximo y esperamos ir reduciendo el número de compañías invertidas conforme algunas inversiones vayan madurando y poniéndose en valor.

A pesar de la revalorización del trimestre, el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivo es del 52%.

10 principales posiciones de la cartera a 30 de septiembre.

Compañía	Peso	Precio	Potencial
Hunter Douglas N.V.	5,3%	49,3	40%
Chargeurs SA	3,6%	14,1	20%
Hornbach-Baumarkt-AG	3,5%	27,6	81%
Stallergenes Greer	3,3%	28,2	81%
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA	3,2%	144,0	134%
ING Groep NV Cert. of Shs	3,1%	11,0	50%
Aryzta AG	3,0%	43,1	85%
Swatch Group Ltd. Bearer	2,9%	274,7	46%
MITIE Group PLC	2,9%	1,9	103%
Serco Group plc	2,8%	1,3	51%
Top 10	**33,6%**		**67%**
Portfolio	**95,4%**		**54,8%**
Cash	**4,6%**		

Las posiciones que han tenido mejor evolución en el trimestre son Chargeurs, Leoni, Naturhouse, Técnicas Reunidas y Coface.

Inversiones con mejor y peor evolución en el trimestre [1]

[1] *Variación de la cotización de 30/6/2016 a 30/9/2016. En el caso de las nuevas incorporaciones hemos tomado como referencia el coste medio de adquisición.*

Cabe mencionar el excelente comportamiento de Chargeurs, una de nuestras principales compañías en cartera y líder mundial en fabricación de films de protección y tejidos especiales. Impulsada por la entrada

A pesar de la importante revalorización durante el trimestre, creemos que Chargeurs tiene todavía margen de mejora.

de un nuevo grupo accionarial y equipo directivo que sobre la base de negocio existente ha lanzado nuevas iniciativas, la cotización ha subido un 41% en el trimestre y un 105% desde nuestra entrada en abril del año pasado. A pesar de este comportamiento la compañía sigue cotizando a un FCF yield del 8% y pensamos que el negocio tiene todavía margen de mejora y posibilidades de crecimiento. Es un ejemplo de compañía que a pesar de tener una posición de liderazgo y operar en un nicho interesante, era poco seguida por el mercado (2 analistas) y se encontraba muy infravalorada. En estas situaciones, con el tiempo el mercado acaba reconociendo el valor.

Finalmente recordar que como ya comentamos a principios de septiembre, se han modificado algunos aspectos de la estructura de comisiones. La buena evolución del fondo en el trimestre ha generado una comisión de éxito en la clase A, pero hemos renunciado a parte de ella, entre 100€ y 105€ de valor liquidativo, para no perjudicar a inversores que entraron a ese nivel. A partir de ahora el "High Watermark" queda fijado en 107,3€ y solo se devengará una comisión de éxito si se supera dicho nivel.

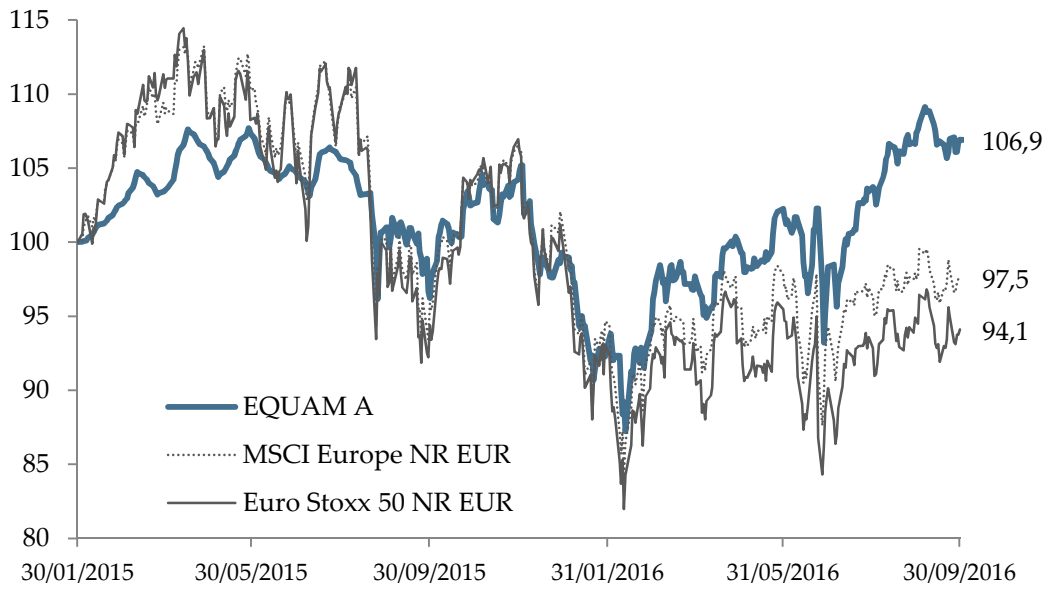
Incluimos los detalles en el apéndice III del informe.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

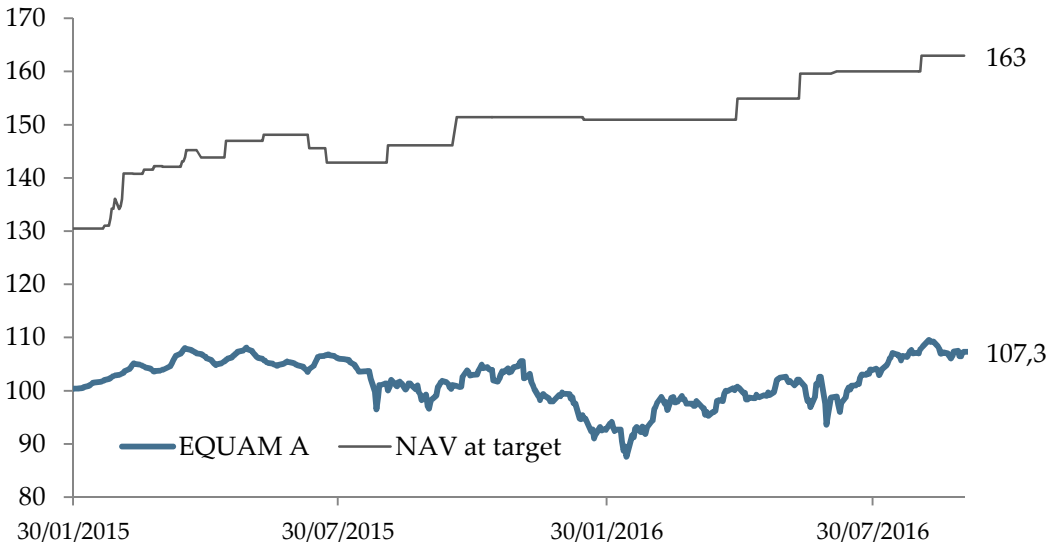
Company	Country	Weight	Value Base Case
Hunter Douglas	Netherlands	5,3%	Dominant leader in oligopolistic market.
Chargeurs SA	France	3,6%	Restructuring on track, cyclical recovery
Hornbach-Baumarkt	Germany	3,5%	Resilient compounder in repaired market
Stallergenes Greer	France	3,3%	Market leader in an oligopoly market
TGS-NOPEC	Norway	3,2%	Countercyclical niche oil services player
ING	Netherlands	3,1%	Restructured commercial bank
Aryzta AG	Switzerland	3,0%	Undervalued oligopolistic leader.
Swatch Group	Switzerland	2,9%	Undervalued luxury watch manufacturer and retailer
MITIE Group	UK	2,9%	Undervalued compounder in fragmented market
Serco Group	UK	2,8%	Refocused contractor in restructuring,
Cegedim	France	2,8%	Software for doctors and insurers, stable revenues
Deutsche Pfandbrief	Germany	2,8%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV
Navigator Company	Portugal	2,6%	Lowest cost pulp and paper manufacturer at low valuation.
Indra Sistemas, S.A.	Spain	2,5%	Restructuring defense and IT contractor
Rolls-Royce Holdings	UK	2,5%	Sound oligopoly going through restructuring
Meggitt	UK	2,5%	Undervalued compounder in low cycle
APPLUS SERVICES	Spain	2,4%	Sound certification business
ITE Group	UK	2,3%	Deeply undervalued event management company
LEONI	Germany	2,3%	German manufacturer of cabling systems
Wincanton plc	UK	2,2%	UK contract logistics leader emerging from restructuring
Total top 20		**59%**	
Total portfolio		**95%**	
Liquidity		**5%**	
Total fund		**100%**	

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices, (Base 100 = 30/1/2015)



Evolución de EQUAM A y comparación con valor objetivo



	EQUAM A	MSCI Europe NR	Euro STOXX 50 NR
1 mes	-0,7%	0,0%	-0,6%
3 meses	8,7%	4,2%	5,1%
YTD	8,0%	-3,3%	-5,7%
1 año	9,5%	1,8%	-0,3%
Desde inicio*	6,9%	-2,4%	-5,9%

** Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido*

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

Apéndice III: Cambio en estructura de comisiones.

Comisión de éxito en la Clase A de acciones

La Clase A de EQUAM devenga una comisión fija del 1% anual sobre el patrimonio y una comisión de éxito del 8% sobre la revalorización del fondo, a contar desde el valor liquidativo inicial (100€) o desde el último valor que generó el pago de una comisión de éxito.

Aunque de acuerdo con la redacción del folleto del fondo la próxima comisión de éxito de la clase A deberá calcularse sobre la revalorización desde 100€, hemos decidido renunciar a dicha comisión de éxito entre 100€ y 105€ y elevar el nivel desde el que se calcula la comisión hasta los 105€. De esta forma, no perjudicamos a los inversores iniciales que adquirieron sus participaciones en el entorno de 105€.

La renuncia a la comisión de éxito beneficiará también al resto de inversores aunque hayan invertido a un valor liquidativo inferior a 105€.

Comisión de depositaría

Durante el mes de agosto el depositario del fondo, KBL European Private Bankers, S.A., nos ha notificado su decisión de aumentar la comisión de depositaría un 0,005% anual, pasando por tanto la comisión anual de 0,05% a 0,055%.

Esta decisión del depositario ha venido motivada por la nuevas responsabilidades impuestas por la regulación europea a los depositarios de fondos en el nuevo régimen de UCITS V.

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

Traspasable	SI, Nº 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

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral diciembre 2016
Una cartera diversificada y con gran potencial.

En el último año el fondo ha ofrecido una rentabilidad superior al 17%. Esta revalorización no viene explicada por una apuesta direccional a una variable determinada ni se debe al éxito de unas pocas inversiones, sino que es el resultado del buen comportamiento generalizado de la cartera.

A pesar de esta revalorización, creemos que el fondo mantiene constante su potencial, porque el esfuerzo que estamos haciendo en la búsqueda de nuevas inversiones está dando muy buenos resultados y estamos sustituyendo con éxito las inversiones maduras por otras con mayor potencial.

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 V, 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.

Inversiones estables en un mercado volátil.

Una de las características de nuestro método de inversión es la estabilidad en nuestras inversiones. No intentamos anticiparnos al mercado, ni creemos que podamos saber cual será su siguiente movimiento, alcista o bajista. Queremos comprar buenos negocios a buenos precios y esperar a que las compañías vayan creando valor y el mercado lo reconozca. En este sentido, el tiempo juega a nuestro favor.

Predecir los movimientos futuros del mercado es imposible…

Está demostrado que los inversores que mantienen su cartera de inversión sin grandes cambios obtienen, en el largo plazo, mejores resultados que los que aumentan o disminuyen su nivel de inversión en función de sus percepciones sobre la evolución futura del mercado. Además de lo dificil que es acertar sobre lo que hará el mercado (y hay que acertar en la entrada y en la salida), se corre el riesgo de estar desinvertido en momentos de grandes subidas, que generalmente se concentran en unos pocos días cada año.

Este año ha sido un buen ejemplo de lo dificil que resulta anticiparse al mercado y lo importante que es mantener la inversión de forma estable. Hasta febrero los mercados cayeron de forma relevante sin causa justificada para luego recuperarse en poco tiempo. Más tarde llegó el Brexit, con fuertes caídas que se recuperaron en pocos días. Finalmente, en unos pocos días de diciembre y sin razón aparente, los índices han subido casi un 10%. Resulta imposible anticiparse a estos movimientos.

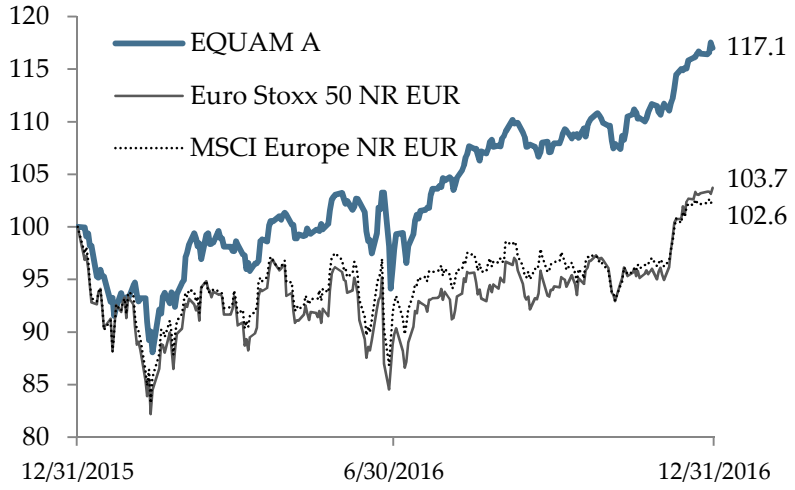
… es mejor aprovechar las oportunidades que presenta recurrentemente.

Este intento de anticiparse a los movimientos del mercado contrasta con nuestra determinación en la compra de empresas buenas y que tenemos bien analizadas cuando hay pánico y con nuestra disciplina en las ventas cuando los precios llegan a su valor objetivo. En lugar de intentar

anticiparnos a lo que hará el mercado, aprovechamos las oportunidades que nos presenta, cuando aparecen.

El resultado de este proceso está siendo muy satisfactorio para nosotros. Este año el fondo ha obtenido una rentabilidad superior al 17%, batiendo ampliamente a los índices europeos. Esta buena evolución nos refuerza en nuestra convicción de que nuestro proceso de inversión, centrado en la constante búsqueda de oportunidades de inversión en Europa, dará excelentes resultados en el largo plazo. La rentabilidad del fondo en los casi dos años de andadura desde su lanzamiento se sitúa en el 15,9%, también significativamente por encima de los índices.

EQUAM frente a los índices* europeos en 2016
(base 100)



** Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.*

Nuestra cartera se ha comportado bien en conjunto, sin apuestas direccionales ni concentración de riesgo.

La buena evolución de EQUAM es el resultado del buen comportamiento de la mayor parte de las inversiones de la cartera, y no de la exposición a un sector específico o una única compañía. Nuestro proceso de generación de ideas nos ha permitido construir una cartera realmente diversificada que ha presentado una buena evolución en su conjunto. Solo Chargeurs, que a lo largo de 2016 ha llegado a nuestro precio objetivo, doblando su valor, ha aportado más de un 2% a la revalorización del fondo. El

resto de nuestras inversiones se han comportado en general bien y tienen todavía un potencial significativo de revalorización.

Nuestro esfuerzo constante de búsqueda de inversiones también permite poner en marcha un proceso de competencia entre las inversiones, de manera que cuando identificamos una inversión mejor que otras de la cartera, por sus mejores características o por su mayor potencial de revalorización, podemos reducir el peso de unas y hacer sitio a las mejores. De esta forma, el fondo mantiene constante el potencial de revalorización a pesar de las subidas acumuladas durante el ejercicio.

Actividad Inversora

A lo largo del último trimestre hemos comprado acciones en 7 nuevas compañías y hemos vendido 6.

Una de nuestras nuevas inversiones es la compañía griega **Sarantis,** dedicada a la producción y comercialización de bienes de consumo – droguería y cosmética – con su propia marca en Grecia y otros países de Europa del Este. Sarantis tiene un negocio muy estable que ha resistido bastante bien la dura crisis Griega y además, es una compañía familiar que no tiene endeudamiento. Aunque la situación económica en Grecia todavía no ha mejorado, la prudente gestión de Sarantis le ha permitido salir reforzada de la crisis y está presentando ritmos de crecimiento orgánico de doble dígito. Pensamos que su saludable posición de caja le permitirá también aprovechar las oportunidades que se presentan en el mercado Griego, comprando segundas marcas de multinacionales y otros competidores en situación de concurso. En esta ocasión no hemos comprado en mínimos del año, pero sí a una valoración de 9x ebit que

para una compañía de esta calidad y con su potencial de crecimiento, nos parece muy atractivo.

También hemos comprado acciones de **Coats** plc, el mayor productor de hilo industrial del mundo. Coats produce hilo de alta resistencia para Nike, Addidas, GAP, P&G y otros productores de la industria textil y del calzado. Aunque el sector está fragmentado y algunos de sus nichos son muy competitivos, Coats disfruta de una cuota de mercado del 28%, el triple que el siguiente competidor y obtiene retornos sobre el capital empleado superiores al 17% (el producto que suministra representa un parte menor del coste del producto final, pero tiene un valor alto). La tecnología y calidad de Coats, la trazabilidad del producto, así como la capacidad de poder suministrar un producto homogéneo en cualquier lugar del mundo, le permiten trabajar con las grandes multinacionales ofreciendo unas condiciones que otros competidores locales no pueden igualar y le aislan de las bajadas de precios de los competidores chinos. Coats también tiene una división de hilo industrial para nichos específicos (hilo ignífugo, hilo conductor de ondas o de señales…) que tienen muy buenas perspectivas de crecimiento. A pesar de la excelente calidad de los negocios de Coats, hemos podido invertir a un precio muy atractivo (5x EBITDA) debido a i) una situación algo confusa después de una restructuración societaria y un cambio de cotización de Australia a Reino Unido (la compañía pertenecía hasta hace muy poco a un holding de empresas); y ii) encontrarse la compañía en medio de un proceso de negociación por sus pasivos de pensiones que ha generado una gran incertidumbre y que ha sido resuelta con al anuncio de un reciente acuerdo con el regulador.

Otra compañía que hemos incluido en cartera este trimestre es **Bolloré**, del empresario francés Vincent Bolloré. El grupo Bolloré tiene inversiones en Logística y transporte en Africa, es el accionista de control de Havas,

y tiene una posición minoritaria pero relevante en Vivendi. Hemos invertido en este grupo por dos razones. En primer lugar, el empresario Vincent Bolloré ha demostrado en varias ocasiones su capacidad para crear valor comprando poco a poco negocios mal gestionados para luego cambiar la gestión y convertirlos en negocios de éxito. En segundo lugar, la estructura de holding de Bolloré es extremadamente compleja, con participaciones cruzadas entre varias empresas que son accionistas del grupo por lo que es dificil saber exactamente cuanta autocartera tienen estas sociedades. Tras analizar en detalle la situación, hemos podido comprobar que las acciones realmente en circulación son aproximadamente la mitad de las acciones emitidas y que por tanto, el grupo cotiza a un descuento significativo respecto a su valor liquidativo.

El resto de inversiones de este último trimestre incluye **Norma** (compañía fabricante de bridas y sistemas de sujección), **La Doria** (fabricante de productos envasados de tomate y zumos para marca de distribución), **Polytec** (fabricante de piezas especiales de plástico para el sector automoción) y **Fiat Chrysler** (fabricante de automóviles).

Desinversiones

Continuamos siendo muy disciplinados en los procesos de desinversión

Durante el cuarto trimestre hemos vendido seis de nuestras inversiones.

La más destacable es **Chargeurs**, una compañía francesa dedicada a la producción de films de protección de plástico para la industria de construcción y del automovil. Invertimos en abril de 2015 en esta compañía y desde entonces un nuevo equipo gestor ha tomado el control de la sociedad y ha puesto en marcha varias medidas para relanzar su actividad. El resultado es que las acciones han subido un 120% en pocos meses y han alcanzado nuestro precio objetivo. A pesar de las mejores perspectivas de la

sociedad tras los cambios introducidos por el nuevo equipo, pensamos que hemos conseguido la mayor parte de la rentabilidad que podíamos esperar y hemos decidido vender con una tir del 75%

También hemos vendido nuestra inversión en **Naturhouse**. Iniciamos esta inversión en enero de 2016, tras las fuertes caídas de la cotización después de su salida a bolsa, a un free cash flow yield en el entorno del 12% (para una compañía sin deuda y con posibilidad de crecer). En menos de 8 meses la cotización subió un 50%, acercándose a nuestro precio objetivo, y empezamos a vender. Aunque últimamente el precio ha recortado un poco, hemos seguido vendiendo para hacer sitio a mejores oportunidades. Hemos obtenido una tir del 65%

Otra de nuestras desinversiones del trimestre ha sido **Mettka**, empresa griega que diseña y ejecuta proyectos de ingeniería, especialmente en oriente medio, que tiene una posición neta de caja y cotiza a múltiplos muy bajos. En esta ocasión, lamentablemente, no hemos vendido porque la cotización haya alcanzado nuestro precio objetivo, sino que hemos decidido vender al comprobar que el accionista mayoritario, Mitilineos, centraliza la tesorería de todas sus filiales, incluida la cotizada Mettka, en un pool en Luxemburgo. Esta práctica, que es habitual en todos los grupos de sociedades, no nos parece adecuada para los intereses de los minoritarios de Mettka, que al menos deberían recibir dividendos cuando el accionista de control quiera usar la tesorería de la filial. A las pocas semanas de haber vendido, en una vuelta de tuerca adicional contra los intereses del minoritario, el accionista de control lanzó una OPA sobre esta filial con un descuento de más del 15% sobre su precio de cotización. En el caso de esta inversión, gracias a haber vendido antes de la OPA, nuestra rentabilidad ha sido ligeramente negativa, del -8%. La experiencia de Mettka refuerza nuestra idea de que hay que invertir con gestores que

tengan sus intereses alineados con el accionista y a ser posible siempre en la cabecera del grupo.

También hemos vendido nuestras acciones de **Abertis**. Cuando compramos Abertis, en los momentos de máximo pesimismo en febrero de este año, pensabamos que era una muy buena oportunidad. Cotizaba a más de un 8% de Free Cash Flow yield, aunque como es normal en el negocio concesional, tenía un nivel de apalancamiento elevado. La compañía tenía una serie de proyectos concesionales en España en fase muy madura, por lo que había algo de incertidumbre sobre la reinversión de sus flujos de caja en nuevos proyectos fuera de España. Desde que invertimos Abertis ha hecho algunas inversiones que nos parecen acertadas, pero el riesgo de reinversión permanece. Además, el negocio de satélites de Hispasat se enfrenta a una situación de sobrecapacidad en Latinoamérica que puede reducir su rentabilidad en los próximos años. Por eso, teniendo en cuenta que estamos encontrando bastantes oportunidades con mejor free cash flow yield, menos deuda y menos riesgo de negocio, hemos decidido vender y hacer sitio a estas mejores inversiones. En esta inversión hemos obtenido una tir del 20% con dividendos.

También, en el marco de la rotación hacia inversiones europeas, hemos vendido **Discovery y Bank of New York**, empresas americanas de gran tamaño que entendemos tienen menos potencial que lo que estamos encontrando en Europa. Con estas desinversiones solo quedan tres compañías americanas en cartera, Verisign, Crown y KLX con un peso conjunto ligeramente superior al 5%. Las tres tienen un modelo de negocio único que nos gusta y que no encontramos en Europa, por lo que tenemos previsto mantenerlas en cartera mientras pensemos que pueden seguir creando valor.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

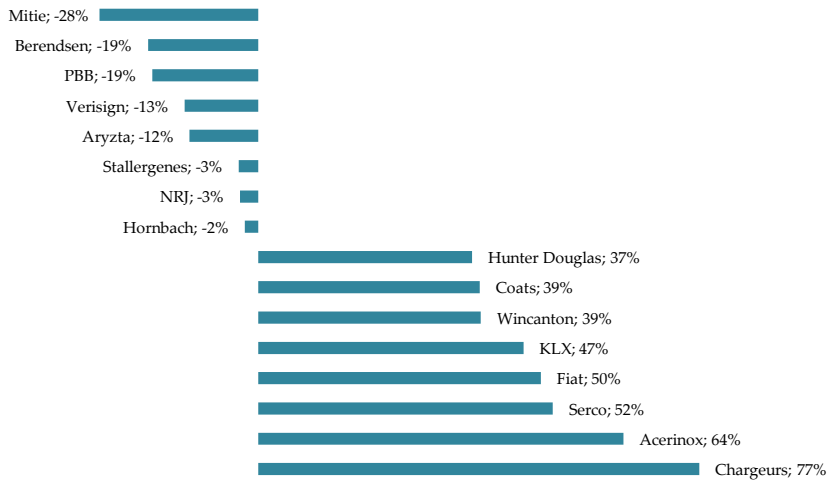
Fruto de las nuevas inversiones realizadas, continuamos manteniendo un nivel de inversión elevado.

Después de las siete nuevas inversiones realizadas y de las seis desinversiones, tenemos 43 compañías en cartera. Una vez alcanzado este número de inversiones, pensamos que antes de añadir una nueva inversión es sano hacer un análisis comparativo con otras compañías de la cartera y vender aquellas con menor potencial para hacer sitio a las nuevas, como hemos empezado a hacer el cuarto trimestre con Naturhouse, Abertis y las inversiones americanas.

A pesar de la revalorización del fondo a lo largo del trimestre, el potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 47%. Como hemos comentado más arriba, la constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

Aportación a la rentabilidad del fondo en 2016.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera, en el año o desde el momento de nuestra inversión inicial.



La buena rentabilidad del fondo se debe a la aportación conjunta de casi todos los valores de la cartera

Además del buen comportamiento de Chargeurs, cabe destacar la buena evolución de TGS, Hunter Douglas y Serco. Hunter Douglas es nuestra primera posición en la cartera y sigue presentando buenos crecimientos y un importante potencial de revalorización. Ha comprado a su principal competidor en EEUU y pensamos que de esta operación obtendrá sinergias muy relevantes.

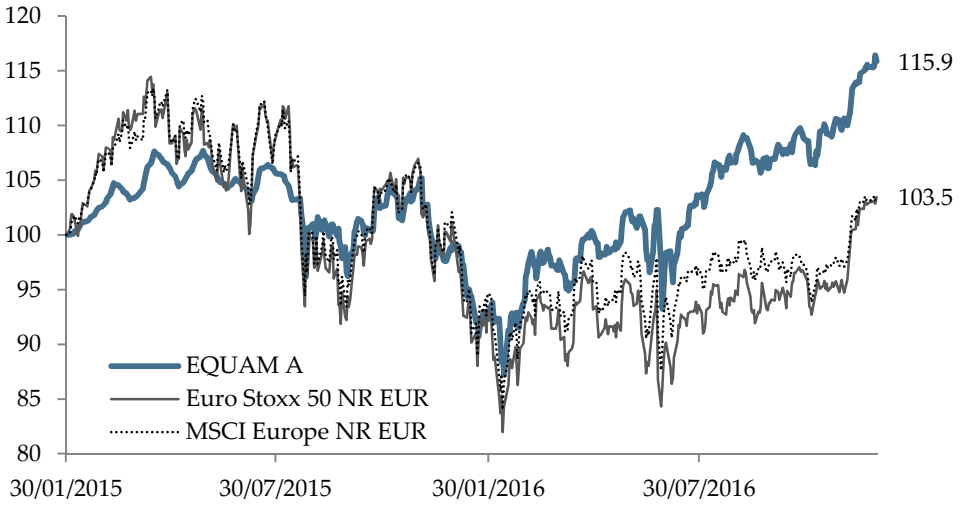
Las inversiones de TGS y Serco son una demostración de la necesidad de la paciencia y de reponderar en situaciones de pánico. En ambos casos la cotización sufrió una caída significativa después de nuestras inversiones iniciales, llegando a perder más del 25%. Ante estas caídas, aprovechamos para hacer compras adicionales a mejores precios, ya que nuestra tesis de inversión y valoración no había cambiado. La paciencia y la disciplina a la hora de comprar en los momentos de máximo pesimismo nos está permitiendo obtener muy buenas plusvalías en ambas compañías.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

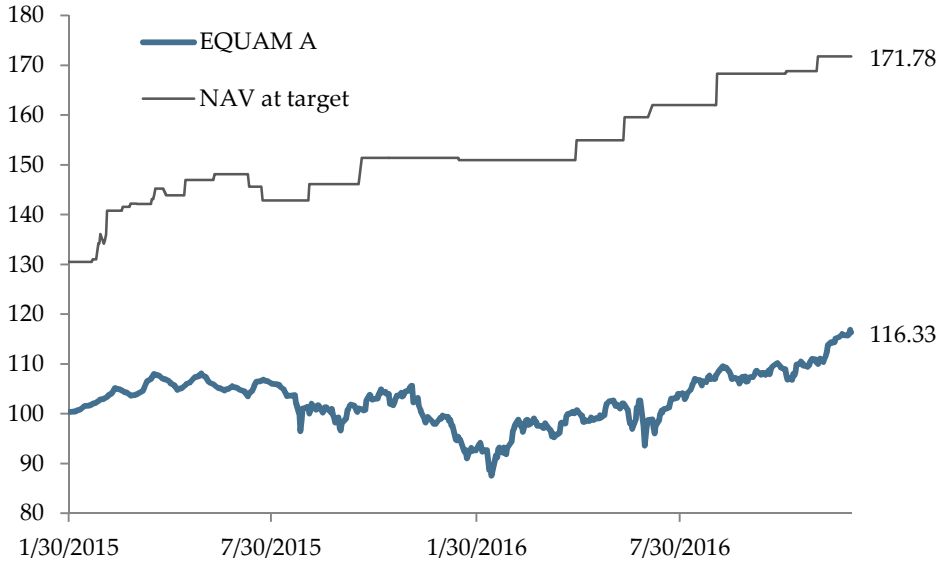
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas N.V.	Netherlands	5,0%	Dominant leader in oligopolistic market.	29%
TGS-NOP	Norway	3,6%	Countercyclical niche oil services player	76%
Berendsen	United Kingdom	3,5%	Leading position in a growing market	61%
ING	Netherlands	3,4%	Restructured commercial bank	23%
MITIE	United Kingdom	3,0%	Undervalued compounder in fragmented market	74%
Stallergenes	France	3,0%	Market leader in an oligopoly market	65%
Bollore	France	2,9%	Complex holding company, well managed at a discount	91%
Hornbach	Germany	2,9%	Resilient compounder in repaired market	81%
Deutsche Pfandbrief	Germany	2,9%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	86%
Navigator	Portugal	2,8%	Lowest cost pulp and paper manufacturer at low valuation.	23%
Aryzta	Switzerland	2,6%	Undervalued oligopolistic leader.	78%
ITE Group	United Kingdom	2,5%	Deeply undervalued event management company	48%
Coats Group	United Kingdom	2,5%	Worldwide leader for industrial and clothing strings	45%
Cegedim	France	2,5%	Software for doctors and insurers, stable revenues	45%
Swatch	Switzerland	2,5%	Swiss luxury watches manufacturer in turnaround.	29%
Meggitt	United Kingdom	2,4%	Undervalued compounder in low cycle	54%
Serco	United Kingdom	2,4%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised	37%
Rolls-Royce	United Kingdom	2,3%	Sound oligopoly going through restructuring	80%
KLX, Inc.	United States	2,3%	US based wholesaler for aerospace and Oil & Gas	49%
LEONI	Germany	2,3%	German manufacturer of cabling systems under restructuring	77%
Total top 20		**57%**		
Total portfolio		**95%**		
Liquidity		**5%**		
Total fund		**100%**		**47%**

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo[1]



[1] El aumento del valor objetivo del fondo es el resultado de sustituir inversiones maduras por nuevas oportunidades, ya que no hemos hecho cambios materiales en los precios objetivo de nuestras inversiones.

	EQUAM A	MSCI Europe NR	Eurostoxx 50 NR
1 month	5,2%	5,8%	7,9%
3 months	8,4%	6,1%	9,9%
YTD	17,1%	2,6%	3,7%
1 year	17,1%	2,6%	3,7%
Since inception *	15,9%	3,5%	3,4%

**Se excluyen los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.*
Los índices Net Return en Euro, asumen reinversión de dividendos netos de retenciones.

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

Traspasable	SI, Nº 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