EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral marzo 2017
Rotamos la cartera para mantener el potencial.

Durante el primer trimestre del año hemos realizado siete nuevas inversiones y tres desinversiones que nos han permitido mantener una saludable rotación de la cartera y aumentar ligeramente el potencial de revalorización.

El fondo se ha revalorizado un 5,9%, muy en línea con el comportamiento de los mercados. En el trimestre se ha producido un crecimiento del 45% en los activos del fondo y, como consecuencia de las entradas de finales del trimestre, el nivel de liquidez ha aumentado hasta el 10%. Esperamos invertir esta liquidez a medida que encontremos nuevas 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.

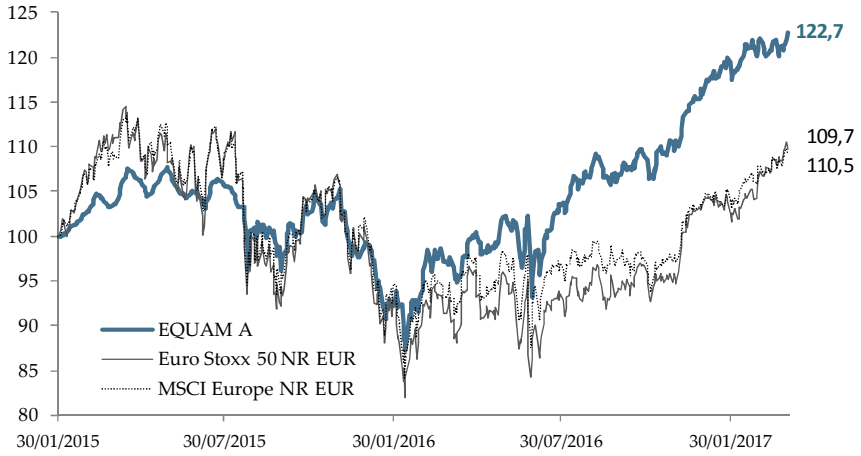
Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV y dado de alta en Inversis y Allfunds, por lo que puede suscribirse tanto desde instituciones financieras españolas, siendo entonces traspasable, o directamente en Luxemburgo.

Saludable rotación de la cartera

Después del buen comportamiento del fondo durante el año pasado, este trimestre hemos hecho una sana rotación de la cartera incorporando siete nuevas inversiones al fondo y desinvertiendo de tres compañías.

Durante el primer trimestre del año el fondo ha experimentado una revalorización del 5,9% frente al 6% de su índice de referencia. La rentabilidad de Equam desde su lanzamiento en enero de 2015 es del 22,7%, significativamente superior a la de los índices (incluyendo dividendo).

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Mantenemos el esfuerzo en la búsqueda de oportunidades

Para encontrar inversiones atractivas hay que mantener una actitud de alerta constante y analizar muchas posibles inversiones, para poder quedarse sólo con las mejores. En EQUAM ponemos mucha dedicación a este proceso de generación de ideas, que consideramos una pieza clave de nuestro método de inversión.

El contacto directo con las compañías y sus equipos directivos es una parte fundamental de nuestro proceso de inversión.

Algunos inversores tienen un proceso de generación de ideas centrado en el análisis de bases de datos y defienden que es mejor tomar decisiones sin tener contacto con el equipo directivo (debido a que estos tendrán la tendencia a vender los méritos de su compañía omitiendo normalmente los riesgos).

Nosotros pensamos que el contacto directo con el equipo directivo es fundamental para entender los negocios en los que invertimos y para identificar ideas de inversión, por varias razones:

- Resulta una herramienta muy útil de búsqueda de nuevas oportunidades, alejándonos de métodos mucho más numéricos que impiden detectar las oportunidades que aparentemente están "caras" por estar afectadas por resultados extraordinarios o por beneficios temporalmente bajos.
- Nos permite obtener un mejor entendimiento del negocio y de las industrias en las que operan las empresas, complementando la información obtenida a través de la información pública disponible.
- Podemos entender la forma de pensar del equipo directivo y la cultura de la empresa, elementos fundamentales en el proceso de creación de valor de las compañías.

Por todo ello dedicamos una gran parte de nuestro tiempo a mantener reuniones y conversaciones con equipos directivos de compañías. Como muestra, durante el último trimestre, hemos tenido más de 60 reuniones con equipos directivos y 25 conversaciones telefónicas que nos han permitido identificar algunas de las nuevas inversiones o en otros casos buenos negocios que se incorporan a nuestra lista de seguimiento a la espera de que se pongan a precios atractivos. Con prácticamente todas las compañias en las que hemos invertido hemos mantenido al menos un contacto.

Jugando el ciclo de capital a nuestro favor

Un buen entendimiento del ciclo de capital de las industrias en las que invertimos resulta fundamental para conseguir buenos resultados en las inversiones.

Otra de las claves de nuestro proceso de inversión consiste en entender bien el ciclo de capital de las industrias en las que operan nuestras compañías. Al hablar del ciclo de capital nos referimos a las variaciones de demanda y rentabilidad que se producen por el hecho de que cuando una determinada industria genera retornos muy altos se produce una entrada de nuevos actores atraidos por estas buenas rentabilidades o nuevas inversiones de expansión por los actores existente. Estas inversiones antes o después producen un excesivo aumento de la oferta que progresivamente disminuye los retornos y ocasionalmente lleva a la industria a situaciones de depresión y a la paralización de las inversiones. El mercado entonces expulsa a los operadores menos eficientes y provoca una disminución de la oferta que a su vez lleva a la recuperación de los retornos y de los resultados de la compañías. Este ciclo se repite en una gran cantidad de industrias y entender bien su funcionamiento puede proporcionar buenas rentabilidades a los inversores.

Rieter se encuentra en una fase deprimida del ciclo y el equipo directivo está implantando medidas de restructuración adecuadas que deberían permitir una importante creación de valor en los próximos años

Una de las inversiones de este trimestre, la empresa suiza **Rieter Holdings AG** es un buen ejemplo de como intentamos jugar a nuestro favor el ciclo de capital. Rieter es el líder mundial de fabricación de máquinas de hilar con una cuota del 30% y un posicionamiento en el segmento premium. La compañía tiene un negocio de venta de máquinas y adicionalmente un negocio de servicio post-venta y de venta de componentes para máquinas propias y de terceros. El consumo de hilo a nivel mundial tiene una tendencia a largo plazo creciente por el aumento de la población, lo que lleva a la necesidad de aumentar y reemplazar constantemente la capacidad de producción. Sin embargo la inversión por parte de los productores en su capacidad de producción

no se produce de manera lineal sino en ciclos como el descrito más arriba.

Después de unos años de fuerte inversión por parte de los productores de hilo en los años 2010 y 2011, en los últimos años su ritmo inversor ha disminuido de manera muy significativa, acumulándose cuatro años de infrainversión. Esta situación ha provocado una dura caída de rentabilidad de la división de venta de maquinaria de Rieter, que ha pasado de generar un EBIT de €41 millones en 2014 a €4 millones en 2016. La compañía ha lanzado un plan de reestructuración industrial en dos de sus plantas con un objetivo de ahorro de costes de alrededor de €30 millones que junto con una recuperación del ciclo de inversión de sus clientes debería permitir una mejora sustancial y progresiva de la rentabilidad en los próximos años. Por otro lado, Rieter está impulsando el desarrollo de su negocio de post-venta y componentes, que tiene una mejor rentabilidad y recurrencia. Todo ello en una compañía con un balance saneado (posición de caja de €175 millones, que representa el 20% de su capitalización) y que cuenta con la presencia en el accionariado y su consejo de administración de dos experimentados inversores industriales con una clara visión a largo plazo. Hemos invertido a un FCF yield del 7,1% sobre la generación de caja actual, que como hemos explicado está claramente deprimida, por lo que estimamos un potencial de revalorización desde nuestro precio de entrada de más del 70%.

La capitalización actual de Cementir no refleja en su totalidad el valor real de sus diferentes negocios

También aplica el análisis del ciclo de capital en otra de las inversiones del trimestre: **Cementir**. Se trata de una empresa italiana dedicada a la fabricación de cemento con presencia en diferentes mercados europeos (Dinamarca, Noruega, Bélgica e Italia) y emergentes (Turquía, Egipto y Malasia). El mercado de cemento tiene un marcado componente local debido al alto coste de transporte en relación al coste del producto. En los años de la burbuja

inmobiliaria se produjo un exceso de inversión en la capacidad de producción en muchos países que se ha puesto de manifiesto en los años posteriores de la crisis. Este exceso de sobrecapacidad ha sido mayor en determinados países mientras que en otros la inversión fue mucho más comedida y la situación es ahora mucho más estable. En el caso de Cementir, la compañía está presente en algunos mercados muy atractivos como Dinamarca (en régimen de monopolio al ser la única compañía con planta productiva en ese país) o Turquía (mayor mercado europeo y con gran crecimiento, aunque afectado por problemas temporales); y en otros mercados que están sufriendo por la situación de sobrecapacidad (Italia principalmente). Por otro lado, Cementir es el lider mundial en fabricación de cemento blanco, un producto de alta calidad y con una limitada capacidad de producción en el mundo. Gracias un balance muy saneado y con un nivel de deuda reducido (poco común entre las compañías del sector), Cementir acabade realizar dos compras muy interesantes: i) compra a Heiderlberg de su negocio en Bélgica, que estaba obligado a vender por su compra de Italcimenti, y ii) compra de un competidor en Italia por €125 millones que consolida el sector y avanza hacia una reestructuración del mismo. Cosas del mercado, al múltiplo que hemos pagado de 7x EBITDA actual, estamos comprando el negocio de Italia a valor cero ya que este negocio no aporta EBITDA al grupo (nosotros estimamos el valor de este negocio en unos 200 millones de manera muy consevadora, un 25% de la capitalización actual). Adicionalmente, la situación en Turquía debería ir normalizandose y la presencia en otros países emergentes debería permitir a Cementir seguir creciendo en los próximos años. Finalmente, la compañía tiene como accionista mayoritario a la familia Caltagirone que lleva gestionando el negocio con una clara visión a largo plazo desde hace muchos años.

Sesa tiene una fuerte posición competitiva en un sector con crecimiento y muy rentable

Por otro lado, hemos invertido durante el trimestre en la compañía italiana **Sesa**, líder en ese país en la distribución de productos y soluciones informáticas de valor añadido con una cuota de mercado del 43%. Se trata de un sector en crecimiento, con claras barreras de entrada (es necesario cerrar acuerdos con las grandes compañías internacionales del sector IT) y un negocio con altos retornos sobre el capital y gran capacidad de generación de caja. A pesar de estas bondades, al tratarse de una compañía de tamaño mediano que no lleva mucho tiempo en el mercado, hemos podido comprar este negocio a una valoración muy atractiva (7x EV/EBIT y 9,5% de FCF yield). Los fundadores de la compañía son los gestores y principales accionistas.

El resto de inversiones de este último trimestre incluye **Nice** (compañía italiana fabricante de motores para toldos y persianas y automatismos de puertas), **Mutares** (empresa alemana de inversión en compañías en proceso de restructuración operativa), **Carlsberg** (cervecera danesa en proceso de restructuración operativa y con una presencia relevante en Rusia, un mercado muy deprimido actualmente) y **Arcus** (empresa noruega dedicada a la fabriación y distribución de bebida alcohólicas y vino en los páises nórdicos, donde la venta a cliente final está controlada por monopolios estatales).

Desinversiones

Ponemos a las compañías de nuestra cartera en competencia con las nuevas inversiones que vamos identificando

Durante el trimestre hemos vendido tres de nuestras inversiones. Al encontrarnos en el rango alto del número de compañías que queremos mantener en cartera (para evitar una diversificación excesiva que nos dificulte hacer un seguimiento adecuado de las inversiones), a medida que encontramos nuevas oportunidades de inversión que cumplen nuestros requisitios estamos sacando compañías de la cartera que aunque no han llegado a nuestro precio

objetivo totalmente, presentan un menor potencial o por alguna causa cumplen en menor grado nuestros requisitos.

Por esta razón durante este trimestre hemos vendido nuestras inversiones en:

- **Thessoloniki Water**, compañía de aguas de la ciudad de Thessalonika, que aunque continuaba muy barata tenía un tamaño muy pequeño y una liquidez limitada,
- **Vetropack**, productor suizo de envases de vidrio que prácticamente había alcanzado nuestro precio objetivo. Además, un competidor agresivo ha comprado una compañía en la misma zona geográfica y nos preocupa que aumente el nivel de competencia y la compañía ha anunciado su fracaso en el desarrollo del cristal templado, por lo que nos decidimos a vender.
- **Applus.** Aunque aún le quedaba algo de potencial respecto a nuestro precio objetivo, preferimos estar invertidos en negocios de menor apalancamiento.

En los tres casos, aún sin haber alcanzado totalmente nuestro precio objetivo, hemos obtenido rentabilidades del 23% para Tessaloniki (con dividendos), 33% para Vetropack y 46% para Applus.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

El nivel de liquidez ha aumentado temporalmente como consecuencia del alto nivel de entradas en el fondo durante el trimestre.

Después de las siete nuevas inversiones realizadas y de las tres desinversiones, tenemos 46 compañías en cartera.

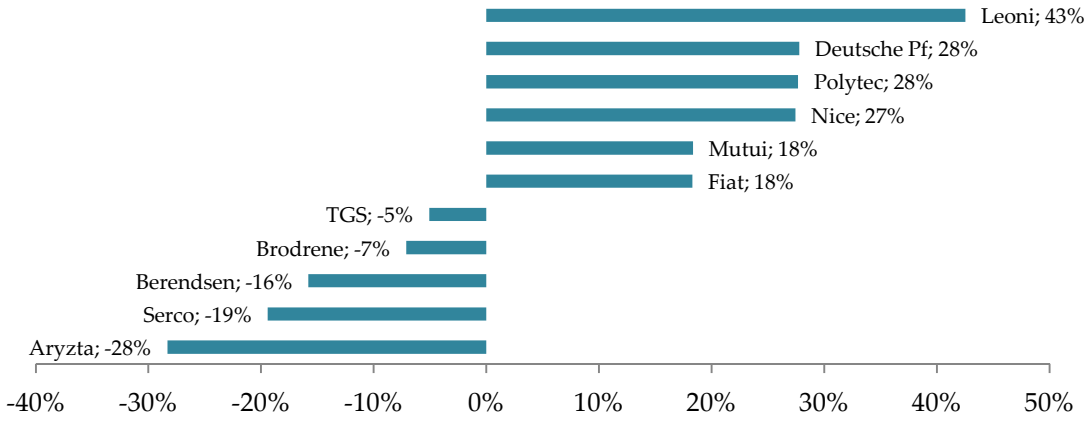
El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 45%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

Durante el trimestre hemos experimentado un 45% de aumento de los activos del fondo como consecuencia de la

entrada de nuevos inversores en el fondo y del aumento del nivel de inversión de inversores existentes. Aunque hemos ido invirtiendo gran parte de la nueva caja, al final del trimestre ha quedado un remanente pendiente de inversión, lo que hace que a final del trimestre el nivel de tesorería haya aumentado hasta el 10% desde el 5% a principios de enero. Paulatinamente iremos invirtiendo esta caja conforme se vayan presentando nuevas oportunidades.

Aportación a la rentabilidad del fondo durante el trimestre

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.



Si en el anterior informe, mencionábamos la importante revalorización de **TGS Nopec** y **Serco**, son precisamente estas dos compañías algunas de las que peor comportamiento han tenido durante el primer trimestre del año, sin que desde nuestro punto de vista se haya producido ningún acontecimiento significativo que justifique un cambio en el valor de ambos negocios. En las dos situaciones, hemos aprovechado estas caidas para reforzar nuestra inversión comprando nuevas acciones. Como siempre decimos, resulta fundamental mantener

una visión a largo plazo y aprovecharse de la volatilidad a corto de los mercados.

Durante el trimestre han presentado resultados la mayor parte de las compañías de la cartera, con un tono positivo en líneas generales. Tan sólo destacar por el lado negativo **Berendsen**, que después del profit warning del finales del año pasado, en marzo confirmó que va a tener que realizar un plan extraordinario de inversiones en los dos próximos años en sus plantas de lavado del Reino Unido lo que a su vez va a provocar una caida temporal de sus resultados. A pesar de esta situación, seguimos creyendo que estamos invertidos en una compañía de gran calidad con una posición competitiva fuerte, y aprovechando la fuerte caida de la cotización hemos aprovechado para reforzar nuestra posición.

Cabe mencionar también los cambios organizativos y estratégicos que se han producido en otra de nuestras inversiones, la compañía suiza **Aryzta,** dedicada a la fabricación de pan y repostería precocinada. Se trata de un negocio estable y generador de caja, pero que en los últimos años ha tenido una serie de problemas por algunas decisiones corporativas erróneas, un exceso de inversión y un nivel de apalancamiento alto. El año pasado se produjo el nombramiento de un nuevo presidente del Consejo de Administración con reconocido prestigio, que en poco tiempo ha tomado una serie de decisiones que creemos van en la correcta dirección: ha prescindido de los principales miembros del equipo directivo (están en la búsqueda de sus reemplazos) y ha decidido estudiar opciones estratégicas para su participación minoritaria en Picard Surgelés (un negocio excelente pero muy endeudado y con no tan claro encaje con el negocio principal de Aryzta) lo que en caso de venta permitirá reducir de manera significativa el apalancamiento y por tanto permitir al nuevo equipo enfocarse plenamente en la restructuración del negocio. Aunque no exento de dificultades y con la incertidumbre

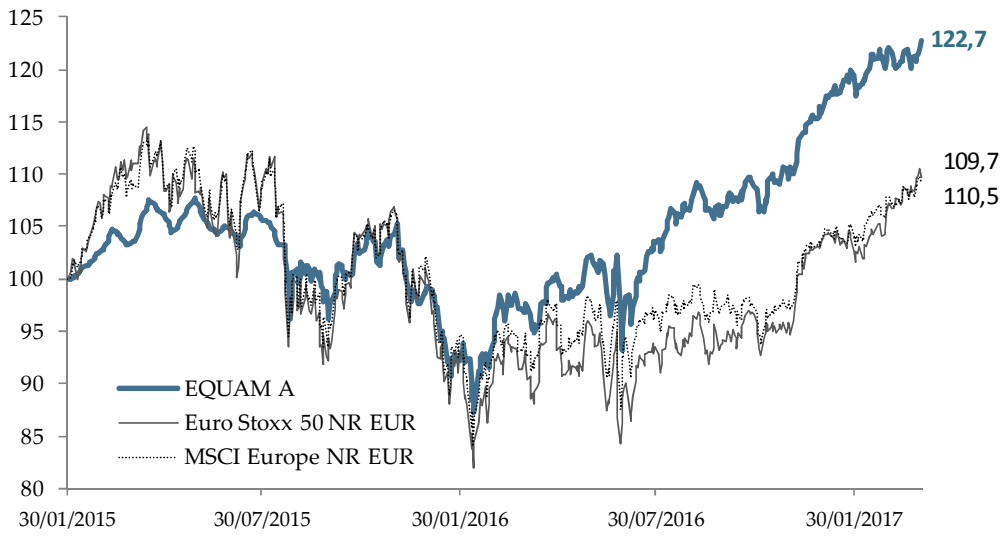
en el plazo de ejecución, creemos que una vez ejecutada esta restructuración, el potencial de creación de valor es alto.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

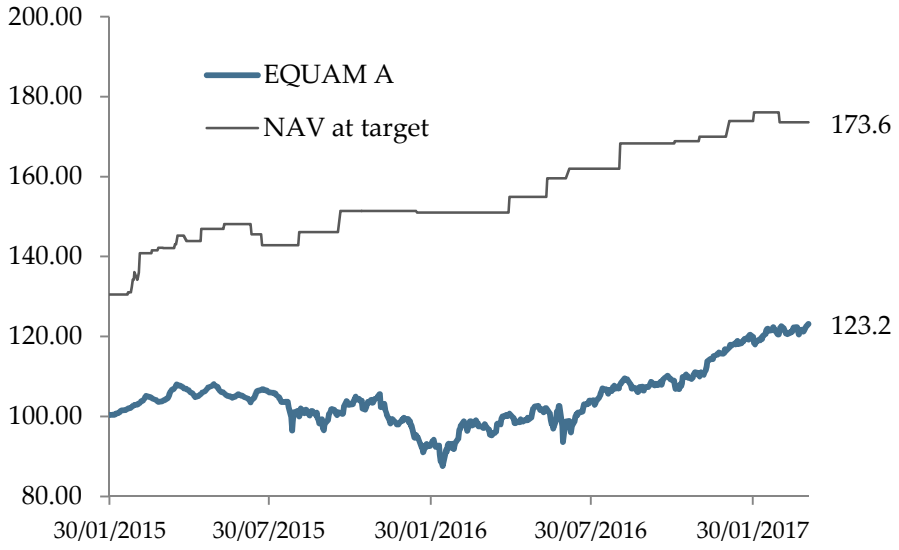
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas	Netherlands	4.4%	Dominant leader in oligopolistic market.	33%
Deutsche Pfandbrief	Germany	2.9%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	46%
Meggitt	UK	2.8%	Undervalued compounder in low cycle	58%
ITE Group	UK	2.8%	Deeply undervalued event management company	42%
Hornbach-Baumarkt	Germany	2.8%	Resilient compounder in repaired market	71%
Serco Group	UK	2.7%	Refocused contractor in restructuring.	71%
Stallergenes Greer	France	2.7%	Market leader in an oligopoly market	60%
Bollore	France	2.6%	Complex well managed holding company	76%
ING	Netherlands	2.6%	Restructured commercial bank	16%
MITIE	UK	2.5%	Undervalued compounder in fragmented market	76%
SeSa S.p.A.	Italy	2.5%	IT Value Added software wholesaler	45%
TGS-NOPEC	Norway	2.5%	Countercyclical niche oil services player	85%
Berendsen plc	UK	2.4%	Leading position in a growing market	91%
Rieter Holding	Switzerland	2.2%	Swiss manufacturer. Cheap, net cash, restructuring.	47%
Aryzta	Switzerland	2.2%	Undervalued oligopolistic leader.	148%
Total top 20		**51%**		
Total portfolio		**90%**		45%
Liquidity		**10%**		
Total fund		**100%**		**41%**

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 Durante el último mes el valor objetivo ha bajado por el aumento de la liquidez hasta el 10% del patrimonio.

Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM A	MSCI Europe NR	Euro STOXX 50 NR
1 mes	1.5%	3.3%	5.6%
3 meses	5.9%	6.0%	6.8%
YTD	5.9%	6.0%	6.8%
1 año	26.0%	16.9%	20.1%
Desde inicio*	22.7%	9.7%	10.5%

**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

EQUAM Global Value Fund
Informe trimestral junio 2017
Un proceso de inversión bien definido

Durante los últimos doce meses, desde el inesperado resultado de las elecciones británicas, los mercados bursátiles se han revalorizado un 18% desde mínimos. EQUAM ha subido un 32% en ese mismo periodo. Nos parece interesante resaltar el contraste entre esta buena evolución y la visión negativa del mercado que predominaba entonces.

Aunque ahora el pesimismo es menor, seguimos pensando que lo mejor que podemos hacer es seguir aplicando de forma disciplinada nuestro proceso de inversión; comprando empresas buenas cuando cotizan a descuento y vendiendo las posiciones que han alcanzado nuestra valoración interna.

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.

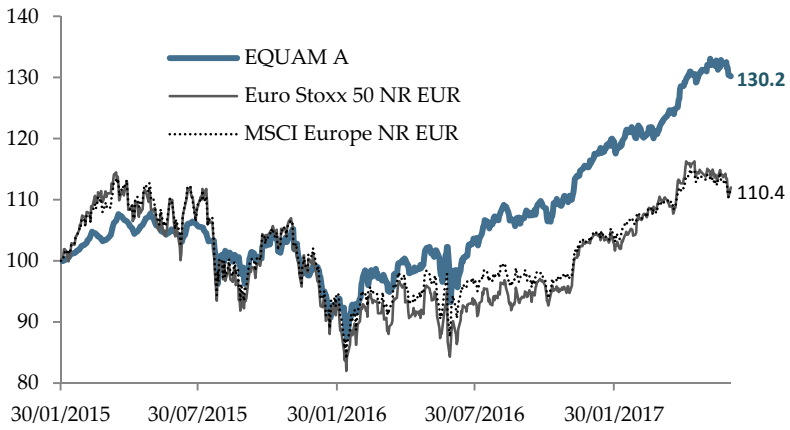
Significativa recuperación de los mercados

EQUAM ha presentado una excelente evolución en los últimos 12 meses…

Durante los 12 meses transcurridos desde el inesperado resultado del referendum en Reino Unido en relación a su salida de la Unión Europea, y después de una virulenta negativa reacción que llevó a los mercados europeos a perder más de un 10% en dos días, la renta variable europea ha experimentado una positiva evolución, con unas subidas en los 12 últimos meses del 18% (recuperando las pérdidas iniciales en tan sólo 49 días).

En una perspectiva más corta, desde principios de 2017, los mercados europeos han experimentado una revalorización del 6,4%, mientras que nuestro fondo, Equam Global Value ha subido en ese mismo periodo un 12,7%.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Ante este escenario, surgen muchas voces advirtiendo del riesgo de encontrarnos ante unos mercados sobrevalorados y de la necesidad de actuar con prudencia... ¡Siempre hay que actuar con prudencia! Pero como venimos insistiendo desde que lanzamos el fondo, no tiene sentido dedicar demasiado tiempo a intentar

predecir los movimientos a corto plazo de los mercados porque son impredecibles. La prudencia para nosotros es mantener la disciplina en la originación de ideas de compra y en la venta de las inversiones que han alcanzado su valor objetivo.

… pero hemos substituido las inversiones que alcanzaron su valor objetivo por otras que cotizan a descuento y el potencial de revalorización del fondo sigue intacto.

Durante esta primera parte del año ha habido una serie de compañías de nuestra cartera que han experimentado una acusada revalorización, llegando nueve de ellas a nuestro valor objetivo. Como no había habido cambios relevantes en su negocio las hemos vendido. Al mismo tiempo, y a pesar de la consistente revalorización de los mercados, hemos sido capaces de identificar diez nuevas oportunidades de inversión en compañías que creemos que presentan una amplia diferencia entre su valor intrínseco y el actual precio de cotización (algunas de las cuales comentaremos en en este informe).

No quiere decir todo esto que actuemos de espaldas a la situación económica general, ya que seguimos siendo muy conscientes del entorno actual en el que nos encontramos, con una política monetaria impulsada por los bancos centrales que artificialmente fijan los tipos de interés, y de los riesgos que ello implica. Sin embargo, también creemos que la cartera de Equam permitirá protegernos en el largo plazo frente a distintos escenarios derivados del proceso de normalización de la política monetaria. Y mientras tanto seguiremos centrados en ejecutar con disciplina nuestro bien definido proceso de inversión.

Una adecuada diversificación

Creemos que el número actual de compañías en la cartera nos permite compaginar una diversificación adecuada junto con una suficiente diferenciación de los índices.

Un debate muy habitual entre los gestores de fondos se centra en el número más adecuado de compañías a mantener. Nosotros mantenemos actualmente 47 compañías en la cartera y nos encontramos cómodos con este número. Es cierto que mantener una concentración mayor podría permitir eventualmente una mayor revalorización, pero creemos asímismo que expondríamos a nuestros inversores a un nivel de volatilidad y riesgo más alto. Como ya hemos podido experimentar, el futuro es incierto y muchas veces surgen imponderables que pueden hacer que una inversión a priori clara entre en dificultades. Adicionalmente, a diferencia de lo que ocurre cuando tomas control sobre una compañía, la inversión en mercados cotizados no permite alcanzar un grado de conocimiento de las compañías tan alto (sólo tienes acceso a la información pública) ni existe la capacidad de influencia sobre los equipos directivos, invitando todo ello a buscar una mayor diversificación que la que podría tener por ejemplo un inversor de capital riesgo.

Por otro lado, hasta el momento nuestro flujo de generación de ideas que cumplen nuestros criterios está siendo alto resultándonos complicado determinar de antemano cual de todas nuestras ideas van a ser las de mejor comportamiento. No obstante, creemos que el número actual de inversiones y el estricto proceso de selección de las compañías permite mantener una cartera lo suficientemente alejada de los índices y generar una mayor rentabilidad.

De hecho, si miramos a la evolución del fondo desde origen, la buena evolución no puede ser explicada por haber acertado en unas pocas inversiones o haber apostado por ciertas temáticas, si no por haber conseguido que gran parte de las compañías tuvieran un

buen comportamiento y una evolución poco correlacionada unas con otras. En este sentido, construimos la cartera buscando compañías de manera individual, pero posteriormente analizamos la cartera en su conjunto para evitar excesivas concentraciones a una temática concreta.

Nuevas inversiones

Latecoere se encuentra en una fase de recogida de los beneficios derivados del esfuerzo inversor de los últimos años y presenta un balance saneado después de una reciente ampliación de capital.

Durante este trimestre hemos invertido en la empresa aeronautica francesa **Latecoere**. La compañía es un fabricante Tier 1 que trabaja para las principales compañías aeronaúticas, como Airbus y Boeing entre otros, con una posición de liderazgo en determinados nichos de producto (puertas, piezas de fuselaje y sistemas de cableado). En una parte relevante de su negocio, la compañía participa en el desarrollo, diseño y producción de determinados productos para los programas de sus clientes. Estos programas tienen normalmente una fase de desarrollo y lanzamiento de varios años en los que los proveedores como Latecoere tienen que realizar un esfuerzo inversor muy significativo para después beneficiarse de una generación de caja estable conforme dichos programas van ganando en madurez.

El esfuerzo de inversión de Latecoere en varios proyectos de forma simultanea llevó a la compañía a una crisis de deuda, que le obligó a ampliar capital y capitalizar una parte de su deuda. Terminada esta restructuración financiera, la compañía presenta ahora una foto muy positiva, con un balance saneado y unas perspectivas de generación de caja muy significativas conforme los distintos programas en los que participa van madurando. Adicionalmente la compañía está acometiendo una reorganización industrial desplazando una parte de su producción a paises de bajo coste y modernizando sus

plantas. Finalmente, los dos principales accionistas son dos inversores financieros que compraron la deuda de la compañía y entraron en el accionariado en el proceso de capitalización de la misma, y que muy previsiblemente sean vendedores en los próximos años lo que podría desencadenar algún tipo de operación corporativa, en un sector que está en proceso de consolidación.

Piaggio es líder en el mercado europeo de motocicletas, mercado que lleva casi diez años en una fase clara de ralentización lo que ha llevado a un envejecimiento progresivo del parque.

Otra de nuestras inversiones es una compañía que entendemos será bien conocida por muchos de nuestros inversores, la dueña, entre otras, de la histórica marca de motocicletas Vespa. **Piaggio** es lider en el mercado europeo de motocicletas con una cuota de mercado superior al 25%. Como consecuencia de la crisis Europea de la última década, el nivel de ventas de motocicletas en Europa ha pasado de unos 2,2 millones de unidades en los años 2006-07 a 1,1 millones en el año 2013 y una ligera recuperación hasta los 1,3 millones del 2016. La caída de ventas ha provocando un envejecimiento progresivo del parque que deberá llevar inexorablemente a una progresiva recuperación de las ventas en los próximos años para su renovación. Por otro lado, la compañía ha conseguido implantarse de forma exitosa en determinados mercados del continente asiático y actualmente un 40% de su negocio viene de Asia (incluyendo un exitoso negocio de vehiculos comerciales ligeros en India), mercado que está experimentando un crecimiento acelerado y que presenta mejores márgenes que en Europa. Todo ello junto con un plan de reorganización industrial que implantó a raíz de la crisis y que le ha permitido optimizar su producción y reducir de forma significativa sus costes, lo que le va a permitir beneficiarse de un sustancial apalancamiento operativo a poco que mejoren los volúmenes.

La tercera de nuestras inversiones del trimestre, **DFS Furniture,** es el líder en Reino Unido en el sector de venta minorista de sillones y sofas con una cuota de mercado del 25% (tres veces más grande que el siguiente

competidor). Se trata de un mercado con un marcado componente cíclico, pero donde la compañía ha podido beneficiarse durante las anteriores etapas de recesión de la debilidad de otros competidores (principalmente empresas independientes con un número reducido de tiendas) para mejorar sus cuotas de mercado. Por otro lado la compañía mantiene un modelo de negocio muy flexible, con fabricación bajo pedido (manteniendo sus niveles de inventario muy bajos), un sistema de remuneración de empleados con un componente variable elevado, un nivel de ventas por metro cuadrado muy alto y una combinación de ventas por internet y por el canal tradicional que le permite diferenciarse claramente de la competencia. Todo ello hace que DFS tenga un historial de generación de caja y retornos de capital muy atractivos. Después de una inversión inicial a principios del trimestre, la compañía anunció una revisión de sus estimaciones de beneficios para el año lo que provocó una caida en la cotización del 18%, que hemos aprovechado para reforzar nuestra inversión.

A fecha de este informe, estamos en proceso de inversión en tres nuevas compañías que comentaremos en nuestros próximos informes.

Desinversiones

Este trimestre hemos recibido una oferta de compra sobre nuestra participada Berendsen

Durante el trimestre hemos vendido seis compañías de nuestra cartera que habían llegado a nuestro precio objetivo o que estando muy cerca presentaban un potencial de revalorización menor que las nuevas oportunidades identificadas.

En el anterior informe trimestral comentamos cómo habíamos aprovechado la caída en la cotización de **Berendsen** (tras un profit warning y el anuncio de la necesidad de unas inversiones adicionales extraordinarias) para aumentar nuestra inversión y situar

esta compañía entre nuestras principales posiciones. Este trimestre y como consecuencia de la atractiva valoración a la que estaba cotizando la compañía, su competidor francés Elis (similar en cuanto a negocio y complementaria en cuanto a presencia geográfica) anunció una oferta de adquisición de Berendsen con una prima sobre el precio de cotización en el momento del anuncio del 36%. Después de analizar la situación hemos decidido vender aunque el precio ofrecido no alcanzaba el nuestro valor objetivo ya que:

- La oferta de Elis contemplaba una parte importante del pago en acciones y en caso de que la operación saliera finalmente adelante suponía quedarse en un nuevo grupo con un nivel de apalancamiento más alto de lo que estábamos dispuestos a aceptar y un precio de cotización elevado.

- En caso de que no siguiera adelante la operación existía un riesgo no despreciable de que la cotización de Berendsen volviera a niveles similares a los anteriores. Aunque después del profit warning seguíamos manteniendo nuestro valor objetivo no es menos cierto que el plazo de consecución se había alargado respecto a nuestra idea inicial como consecuencia del tiempo necesario para ejecutar las nuevas inversiones anunciadas.

Por este motivo vendimos nuestras acciones sin esperar a conocer el resultado de la oferta. Unas semanas después Elis anunció que mejoraba su oferta inicial un 6,5%, mejora de la que, por tanto, no pudimos beneficiarnos. Cabe destacar por otro lado que se trata de la cuarta OPA que han lanzado sobre compañías en las que estábamos invertidos desde que lanzamos el fondo.

Las otras desinversiones del periodo incluyen las compañías **Navigator, Polytec, Coface, ING y Acerinox,** que hemos vendido al haber alcanzado nuestro precio

objetivo, con una revalorización media del 50% respecto al coste medio de compra.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

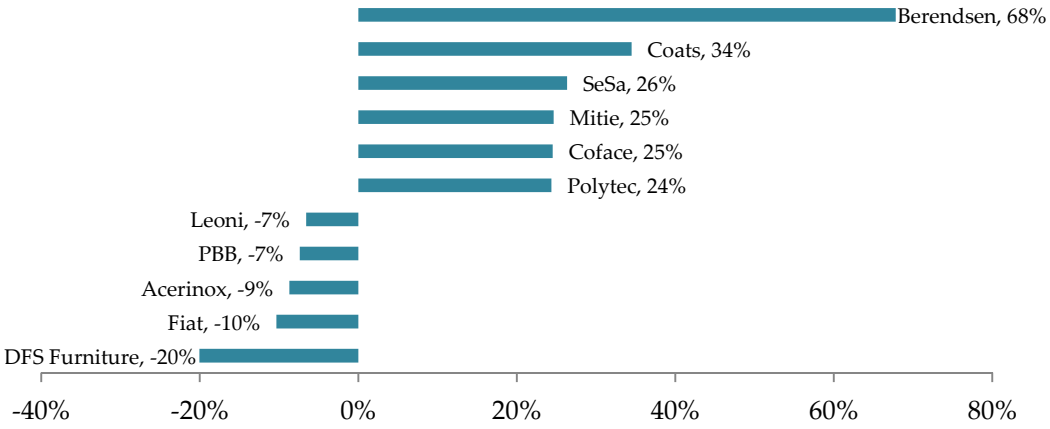
Seguimos manteniendo un potencial de revalorización de la cartera del 50%.

Después de las seis nuevas inversiones realizadas y de las seis desinversiones, tenemos 47 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 6%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 50%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

Aportación a la rentabilidad del fondo durante el trimestre

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.



Respecto a la evolución de las compañías de la cartera, además de lo ya comentado sobre Berendsen y DFS Furniture, podemos destacar:

- **Mitie**, nuestra compañía británica de servicios de outsourcing para gestión de edificios, después de un complicado año 2016 y un cambio del equipo directivo de la compañía ha presentado un nuevo plan estratégico y unas claras directrices de reorganización del negocio, que han sido muy bien recibidos por el mercado con una subida del 25% durante el trimestre.

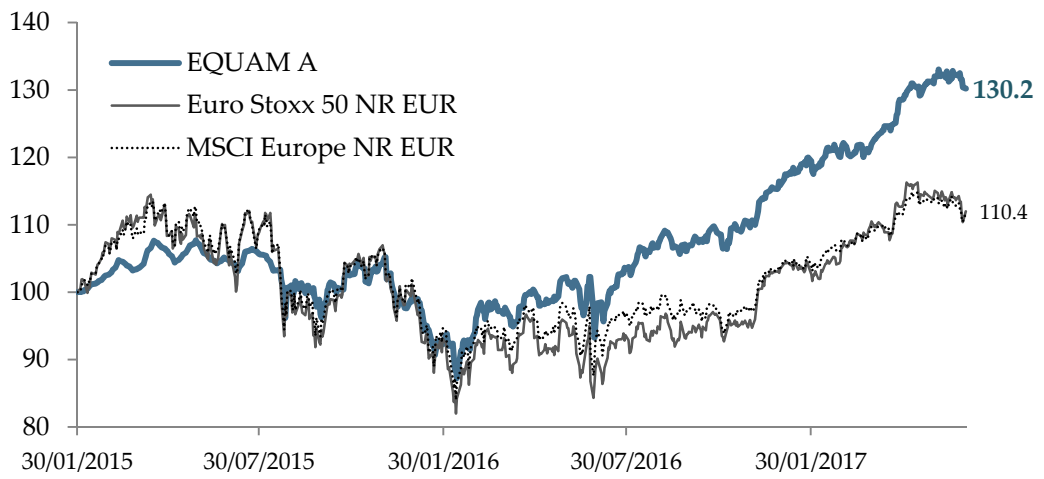
- La caída del precio del petróleo a mínimos de los últimos meses ha arrastrado la cotización de las compañías del sector. Hemos aprovechado esta situación para aumentar nuestra inversión en **TGS Nopec** y empezar una nueva inversión en los últimos días del trimestre en una compañía con vinculación al sector y cuya cotización estaba siendo duramente castigada.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

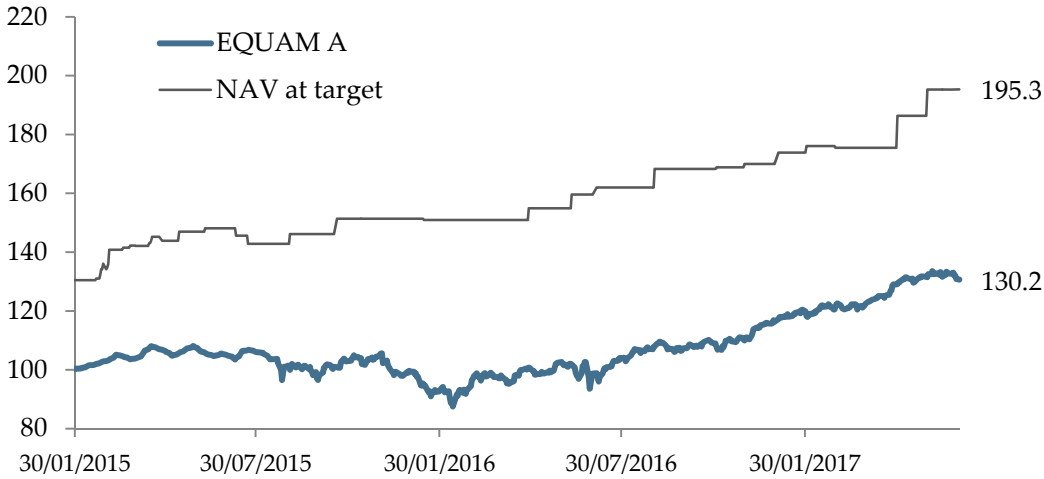
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas	Netherlands	4.3%	Dominant leader in oligopolistic market.	35%
Piaggio	Italy	3.4%	Recovery of the European replacement cycle of bikes	71%
SeSa	Italy	3.3%	Italian value added software distributor trading at a discount	68%
Latecoere	France	3.2%	Recovery of cash flow through maturity of current programs	90%
TGS-NOPEC	Norway	3.1%	Countercyclical niche oil services player	87%
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	111%
MITIE	UK	2.9%	Undervalued compounder in fragmented market	41%
Bollore	France	2.6%	Complex holding company, well managed trading at a discount	60%
Hornbach-Baumarkt	Germany	2.6%	Resilient compounder in repaired market	53%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	152%
Stallergenes Greer	France	2.6%	Market leader in an oligopoly market	41%
ITE Group	UK	2.5%	Deeply undervalued event management company	50%
Meggitt	UK	2.5%	Undervalued compounder in low cycle	48%
Cementir	Italy	2.5%	Cement producer with a monopoly in Denmark	69%
Deutsche Pfandbrief	Germany	2.4%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	55%
Total top 15		**44%**		
Total portfolio		**94%**		
Liquidity		**6%**		
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.*

Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM A	MSCI Europe NR	Euro STOXX 50 NR
1 mes	-1.4%	-2.5%	-3.0%
3 meses	6.1%	0.7%	-0.1%
YTD	12.4%	6.7%	6.7%
1 año	32.2%	18.0%	23.3%
Desde inicio*	30.2%	10.4%	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	Traspasable	SI, Nº CNMV: 587	Asesor del fondo	Equam Capital
ISIN Clase A	LU0933684101	Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Depositario	KBL (Lux)

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

EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2017

Margen de seguridad

La longevidad de este ciclo económico está llevando a muchos inversores a adoptar estrategias que a priori pueden parecer más defensivas por ser menos volátiles. Nosotros reiteramos nuestro compromiso con lo que creemos que es la mejor estrategia para los distintos escenarios previsibles: mantener una cartera de buenos negocios que cotizan a un descuento de su valor real.

En este sentido, la sana rotación de nuestra cartera durante el trimestre, vendiendo aquellas compañías que han alcanzado su precio objetivo y comprando otras nuevas que cotizan a un descuento relevante de su valor, nos ha permitido mantener e incluso aumentar el margen de seguridad en la cartera.

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.

Continúa la recuperación

Durante el tercer trimestre ha continuado la recuperación en Europa. Aunque en Europa tuvimos una corrección severa entre agosto de 2015 y febrero de 2016, en Estados Unidos las acciones acumulan una revalorización muy significativa desde el último mercado bajista y el ciclo económico sigue mejorando.

A pesar de la longevidad de este ciclo, reiteramos nuestro compromiso con la búsqueda disciplinada de buenos negocios en Europa.

Muchos inversores están preocupados por la longevidad de este ciclo, tanto económico como bursátil, y buscan protegerse de las posibles caídas invirtiendo en activos que a priori pueden parecer menos arriesgados por ser menos volátiles. Su búsqueda de activos "seguros" se ve complicada adicionalmente por la extraordinaria política monetaria de los bancos centrales, que manteniendo tipos de interés muy inferiores a la inflación, están poniendo en riesgo el valor de la renta fija y los depósitos.

Nosotros reiteramos nuestra convicción de que resulta imposible predecir cuándo se producirá la próxima corrección de mercado o la próxima crisis económica y que mantener el ahorro en liquidez o en renta fija tiene mucho más riesgo de lo que puede parecer a priori.

La mejor forma de proteger el capital es mantener una cartera diversificada de empresas poco endeudadas, bien gestionadas y que operen en pequeños oligopolios protegidos de la competencia internacional, que coticen a un descuento sobre su valor intrínseco. Esta cartera caerá también cuando el mercado corrija, pero saldrá reforzada de las crisis que puedan venir.

En otras ocasiones hemos comentado nuestro proceso de inversión, los filtros que aplicamos en la selección de inversiones y la diversificación de la cartera. Nos gustaría ahora recordar la importancia del margen de seguridad – la diferencia entre el precio de cotización y el valor intrínseco de nuestras inversiones.

Margen de Seguridad

No hay activos seguros en el mercado financiero. El valor de toda inversión depende de lo que pase en el futuro, que es impredecible. Por mucho que insistan algunos banqueros, los profesores universitarios y los reguladores, todo es contingente, no hay "activos sin riesgo".

Para minimizar el riesgo de pérdida permanente exigimos un descuento mínimo del 30% a nuestras inversiones.

Para reducir el riesgo de pérdida ante esta situación de incertidumbre, en EQUAM hemos diseñado un proceso de inversión que descarta aquellas situaciones que sin lugar a dudas aumentan el riesgo de pérdida: sectores competidos, empresas apalancadas o aquellas gestionadas por equipos más preocupados por su situación personal que por la de su empresa.

Pero también aplicamos un filtro de valoración que llamamos **margen de seguridad**: las empresas que incorporamos a la cartera deben cotizar a un descuento mínimo del 30% respecto al valor intrínseco calculado por el equipo de EQUAM. Asimismo, cuando las empresas cotizan a un nivel similar a dicha valoración, deben salir de la cartera. Aplicar este proceso de compra y venta con coraje, paciencia y disciplina es la piedra angular de nuestro proceso de inversión.

La compra requiere **coraje**, porque un descuento del 30% respecto al valor intrínseco, en negocios buenos, bien gestionados y con endeudamiento razonable es sólo posible en situaciones en las que otros inversores venden con pánico o en las que hay un desinterés total por dicha empresa. Las dos situaciones exigen, no solo un análisis cuidadoso e independiente por nuestra parte, sino además convicción y valentía para actuar de forma distinta a la mayoría.

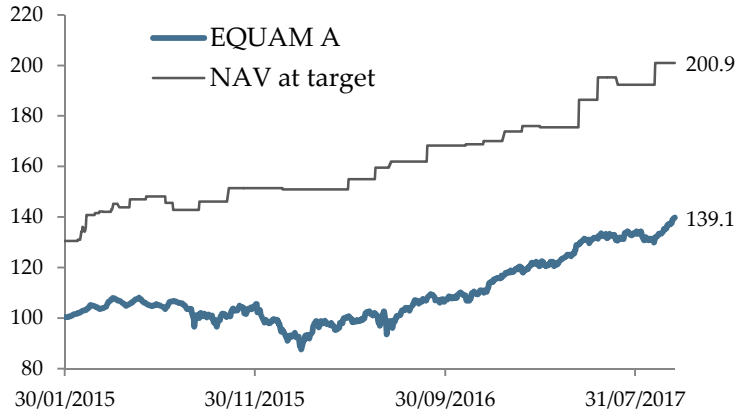
El proceso requiere **paciencia**, porque nuestros análisis arrojan un resultado distinto al que consideran otros inversores, en muchos casos, porque nuestro horizonte

temporal es mucho más largo. Tenemos que esperar a que nuestra visión prevalezca.

La venta requiere **disciplina**, porque si hemos comprado a un descuento del 30% y la cotización ha alcanzado nuestro valor intrínseco quiere decir que hemos ganado un 43% y estamos contentos con la inversión. La tendencia natural del ser humano es conservar aquello que le hace feliz y por eso tenemos que ser disciplinados para vender y reciclar las ganancias en inversiones que nuevamente presenten un margen de seguridad aceptable. La siguiente tabla presenta las ventas realizadas por EQUAM desde su lanzamiento y muestra nuestro compromiso con este método.

			Retorno			
Fecha de venta	Compañía	Meses	*inicio*	*coste medio*	*TIR*	Motivo de venta
24/04/2015	TNT Express	3	38%	33%	273%	Takeover
20/07/2015	Cegedim	6	33%	28%	169%	Target reached
20/08/2015	Miba	6	33%	26%	100%	Takeover
09/09/2015	Worldline	8	36%	13%	38%	Target reached
19/04/2016	Energy Assets	3	39%	39%	525%	Takeover
04/05/2016	National Express	16	20%	11%	14%	Quick profit
04/05/2016	Alstom	15	-9%	-6%	n.m.	Failed arbitrage
21/06/2016	Orkla	17	38%	22%	20%	Target reached
07/10/2016	Tecnicas Reunidas	7	37%	29%	68%	Target reached
07/12/2016	Metka	21	-21%	-11%	-7%	Bad governance
29/12/2016	Abertis	11	7%	11%	14%	Target reached / better upside
04/01/2017	Chargeurs	21	108%	102%	75%	Target reached
10/01/2017	Naturhouse	12	42%	42%	61%	Target reached
24/01/2017	Applus	12	45%	41%	46%	Target reached
30/01/2017	Vetropac	13	33%	32%	33%	Target reached
28/02/2017	Thessaloniki water	24	22%	30%	16%	Target reached
02/05/2017	Polytec	6	89%	89%	270%	Target reached
02/05/2017	Navigator	10	53%	49%	69%	Target reached
24/05/2017	Berendsen	18	1%	17%	24%	Takeover
30/06/2017	Acerinox	18	62%	50%	54%	Target reached
30/06/2017	Coface	10	74%	66%	95%	Target reached
30/06/2017	ING Groep	30	30%	32%	26%	Target reached
19/07/2017	Mutuionline	15	84%	76%	76%	Target reached
22/08/2017	Sports Direct	13	41%	40%	62%	Change in strategy
21/09/2017	Norma Group	10	48%	43%	64%	Target reached
28/09/2017	La Doria	10	75%	75%	87%	Target reached

Para monitorizar el margen de seguridad calculamos constantemente el valor intrínseco consolidado del fondo y lo comparamos con su valor liquidativo. Desde el lanzamiento de EQUAM ésta ha sido la evolución de ambas magnitudes:



La evolución creciente del valor objetivo se explica por el proceso de sustitución de inversiones que alcanzan su valor intrínseco por empresas que cotizan a descuento. Solo en muy contadas ocasiones hemos aumentado el precio objetivo de inversiones en cartera.

Las subidas y bajadas del valor objetivo también se explican en parte por el peso de la liquidez en el fondo, que ha fluctuado entre el 1% y el 10% en función de las oportunidades de inversión que hemos encontrado en cada momento. Lógicamente, cuanto más alto es el saldo de tesorería, menor es el potencial de subida del fondo.

Creemos que nuestro compromiso con este proceso de inversión, que permite mantener un margen de seguridad constante a pesar de la revalorización del fondo, es clave para obtener elevados retornos en el largo plazo.

Y es precisamente esta idea, que cuanto mayor es el margen de seguridad mayores pueden ser los retornos, la que resulta tan difícil de comprender para los teóricos de la inversión, empeñados en su idea de que los mercados son eficientes y que solo se puede ganar más asumiendo

más riesgo. Es al revés. Cuanto más barato compras, más puedes ganar y más dificil es perder.

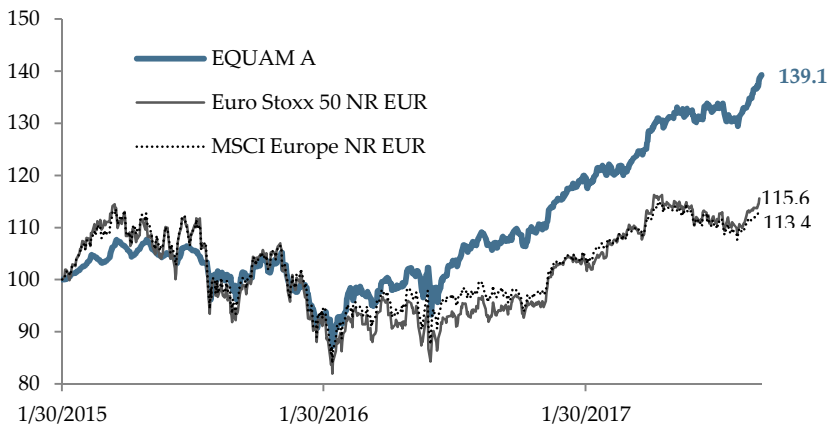
En el tercer trimestre EQUAM ha obtenido un retorno superior al 6%, batiendo nuevamente al mercado.

La evolución de EQUAM en sus casi tres años de historia empieza a ser una muestra significativa de la coherencia de este método de inversión.

Pensamos que la evolución de un fondo debe medirse en plazos largos, de 3 a 5 años, que recojan ciclos bajistas y alcistas. Desde el lanzamiento EQUAM en enero de 2015 ha obtenido una revalorización del 39,2%, batiendo en más de 25 puntos al índice europeo con dividendos.

En los 9 primeros meses del año EQUAM acumula una revalorización del 20%, el doble que el índice MSCI Europe con dividendos. Durante el tercer trimestre también la evolución del fondo ha sido mejor que la del mercado, obteniendo el fondo una rentabilidad del 6% frente al 3,9% del índice.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Nuevas inversiones y desinversiones

A lo largo del trimestre hemos mantenido nuestra actividad de búsqueda de nuevas inversiones y añadido cuatro nuevas compañías a la cartera. Dos de ellas, las holandesas Intertrust nv y Royal Vopak nv, llevaban en nuestro radar bastante tiempo y finalmente han entrado en cartera tras sufrir fuertes correcciones en verano y cumplir nuestros requisitos de valoración.

Royal Vopak, es una compañía de origen holandés con más de 400 años de historia, que se dedica a la gestión de la logística y almacenamiento de hidrocarburos. Opera 67 terminales en 25 países con una capacidad de almacenamiento de más de 34,7 Mm^3 y proyectos de crecimiento de otros 3,2 Mm^3 mediante inversiones directas y a través de JV con socios locales. Sus contratos a largo plazo con las principales compañías petrolíferas del mundo aseguran tasas de ocupación superiores al 90% y le permiten obtener cash flows predecibles y estables. Además gestiona su cartera de terminales de forma activa, vendiendo terminales en aquellos países maduros en los que no hay muchas posibilidades de crecimiento pero en los que los fondos de infraestructuras están dispuestos a pagar valoraciones muy elevadas (UK, Japón) y reinvirtiendo en proyectos "greenfield" en mercados emergentes. Habíamos seguido esta compañía desde hacía tiempo pero su valoración nunca fue lo suficientemente baja como para ofrecer un 30% de descuento. Sin embargo, en la presentación de resultados del primer semestre del año, Vopak anunció una bajada de la ocupación en sus terminales holandesas, el impacto negativo del dólar y el aumento de gastos por proyectos de crecimiento que conjuntamente provocaron una caída de ebitda del 10% respecto al año anterior. Las acciones pasaron de cotizar a 42€ a 35€, una caída del 17% y el Free Cash Flow yield sobre datos históricos alcanzó el 7,5%.

Incluyendo los proyectos de crecimiento ya en marcha (y por supuesto, el coste del apalancamiento necesario para construirlos) y el programa de reducción de costes de, como mínimo, 25 M€ el FCFy para 2019 asciende al 9,3%.

Otra de nuestras inversiones, **Intertrust,** se dedica a la constitución y mantenimiento de sociedades para canalizar las inversiones internacionales de empresas multinacionales, sociedades de capital riesgo, fondos de inversión y "family offices". El negocio es bastante recurrente, pues una vez constituida una sociedad es necesario cumplir anualmente todas las obligaciones mercantiles, fiscales y contables de forma recurrente. El ingreso medio por sociedad es de unos 27.000€ en Holanda y 30.000€ en Luxemburgo y el constante aumento de los requisitos regulatorios hace que los servicios demandados sean cada vez mayores.

Intertrust ha tenido también una mala presentación de resultados semestrales. En una de sus jurisdicciones empezó a competir con ellos un despacho de abogados que les había vendido el negocio hacía unos años, y los precios están bajando por el aumento de la competencia. También ha habido una reducción en la creación de vehículos en Holanda, en parte por las incertidumbres del Brexit. Las malas noticias han llevado la cotización de 18€ a 14€, que representa un FCFy del 11,5%. A pesar de que la compañía tiene 4x deuda ebitda, en parte debido a una reciente adquisición, creemos que la recurrencia del negocio y el elevado ROCE justifican la inversión a estos precios.

También hemos comprado acciones en el holding noruego **Wilh Wilhelmsen**, que mantiene inversiones en varios negocios, relacionados en su mayoría con el transporte marítimo. Desde el nombramiento de Thomas Wilhelmsen al puesto de CEO el grupo está reorganizando sus actividades, creemos que con bastante acierto. Además el holding cotiza a un descuento de casi

el 50% del valor de sus activos, algo que nos parece excesivo incluso teniendo en cuenta la frágil situación del sector de transporte marítimo.

La principal posición del holding es Wallenius Wilhelmsen Logistics, compañía dedicada al transporte de vehículos por barco (roll in-roll out o "ro-ro"). El sector de ro-ro está mucho más concentrado que el resto de los segmentos de transporte por barco. Aunque hay sobrecapacidad y una dura competencia, los diferentes competidores operan con algo más de racionalidad que otros sectores como el granelero, e incluso se les ha acusado de prácticas restrictivas de la competencia. El sector está deprimido por la sobrecapacidad de buques ro-ro y por la débil demanda de bienes de maquinaria para la construcción, minería y producción agrícola (llamados High & Heavy), que es la parte más rentable del negocio. Pensamos que la recuperación de High & Heavy y la racionalización de la sobrecapacidad permitirán al sector mejorar su rentabilidad.

El Holding también tiene inversiones en servicios portuarios, donde recientemente ha anunciado su intención de comprar la americana Drew que le permitiría obtener sinergias relevantes. También tiene inversiones en Hyundai Glovis, empresa cotizada del grupo Hyundai que también se dedica al transporte de vehículos y en Qube y Norsea (negocio similar al de Vopak pero en el Mar del Norte). En conjunto, nos parece que el holding ofrece una buena oportunidad de compra, pues cotiza a un descuento del 50% del valor liquidativo y además sus negocios se encuentran en una fase deprimida con posibilidades de mejora.

Desinversiones

Durante el trimestre hemos vendido nuestras inversiones en Mutuionline, Sports Direct, Norma y La Doria. Salvo Sports Direct, todas han llegado a nuestro precio objetivo y hemos tenido que vender.

En el caso de **Sports Direct**, acumulábamos una rentabilidad superior al 40% y teníamos intención de mantener la inversión hasta que llegara a su precio objetivo. Sin embargo, la compañía, que se dedica a la venta minorista de ropa de deporte con un enfoque "low cost" parece estar cambiando de estrategia hacia el segmento de precios premium. Aunque no dudamos de la capacidad de gestión de Mike Ashley, pensamos que un cambio de estrategia siempre implica un riesgo adicional que no queríamos asumir, sobre todo teniendo en cuenta la revalorización de las acciones y la elevada competencia del mundo "retail".

Norma es, por la calidad de su negocio, la compañía que más nos ha costado vender este trimestre. Nuestro precio objetivo de 56€ representaba unas 10x ebitda y 12x ebit de 2018, valoraciones que consideramos exigentes, y por eso, a pesar de que Norma nos gusta mucho por su fuerte posición de mercado en el sector de automoción (en muchos casos es el único proveedor de anillas de sujeción) y por la capacidad de recuperación del segmento de maquinaria pesada, hemos decidido mantener la disciplina y vender las acciones una vez llegaron al precio objetivo. No obstante, mantendremos la compañía en nuestra lista de seguimiento por si en algún momento las acciones corrigen y vuelven a darnos oportunidad de invertir.

También hemos vendido **Mutuionline**, que a pesar de los problemas que ha tenido con Google su buscador Trovaprezzi ha presentado una evolución magnífica y **La Doria**, que aunque le quedaba algo de recorrido se había

convertido en una inversión marginal al no haber podido hacer inversiones adicionales por la rápida revalorización.

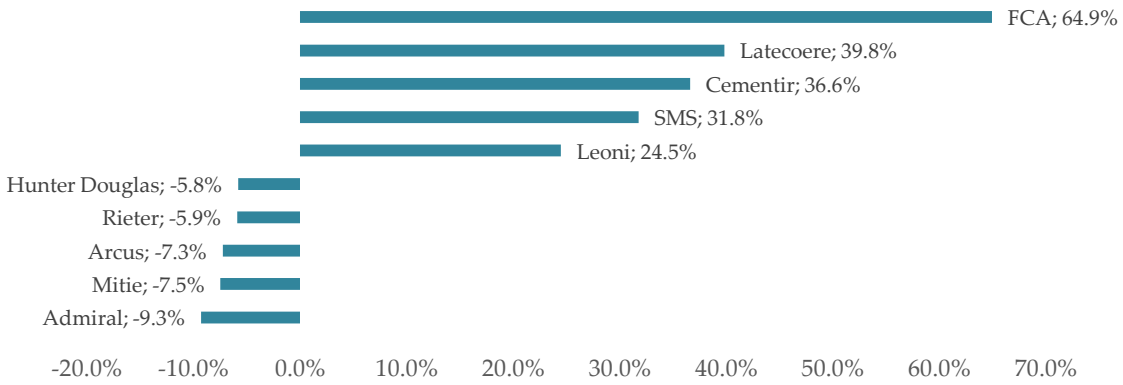
Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 48 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 3%.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos está en el entorno del 44%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización elevado.

Aportación a la rentabilidad del fondo durante el trimestre

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre o desde el momento de nuestra inversión inicial si ésta fue posterior a junio.



La buena evolución de **Fiat (FCA)** se debe a la buena marcha de su negocio, que ha confirmado sus objetivos de beneficio para 2018, a la reorganización societaria con el

spin off de Magneti Marelli, pero también a la especulación de compra de la compañía.

Latecoere por su parte debe su buena evolución a la atractiva valoración a la que cotizaba y a la firma de nuevos contratos que el mercado no esperaba. También en este sector hay posibilidades de que se realicen operaciones corporativas para concentrar un sector muy atomizado.

Respecto a la evolución de las compañías de la cartera, además de lo ya comentado sobre Fiat y Latecoere, podemos destacar:

- **Aryzta,** ha publicado resultados anuales en los que ha explicado algunos de sus problemas de producción (en Estados Unidos tuvo que parar la producción porque una parte relevante de su plantilla contratada a través de una agencia, no tenía permiso de trabajo) y ha anunciado ajustes de valoración en varias de sus unidades de negocio. Los resultados no han sido buenos, con caídas de volúmenes en Estados Unidos y en Europa, en parte debidas a los problemas comentados. Sin embargo, creemos que la buena tendencia de los precios de venta, con subidas superiores al 2% en todos sus mercados y la actuación decidida del nuevo equipo gestor permitirán recuperar la rentabilidad de la compañía y podremos beneficiarnos de un significativo "turnaround".

- **Cementir** ha recibido una oferta por sus activos en Italia por 315 M€. En nuestra valoración por partes dimos a estos activos una valoración conservadora de unos 200M€, y el mercado no reconocía ningún valor puesto que no generaban ebitda y por la situación de sobrecapacidad en Italia. Esta oferta supera en más de un 50% nuestra estimación y nos

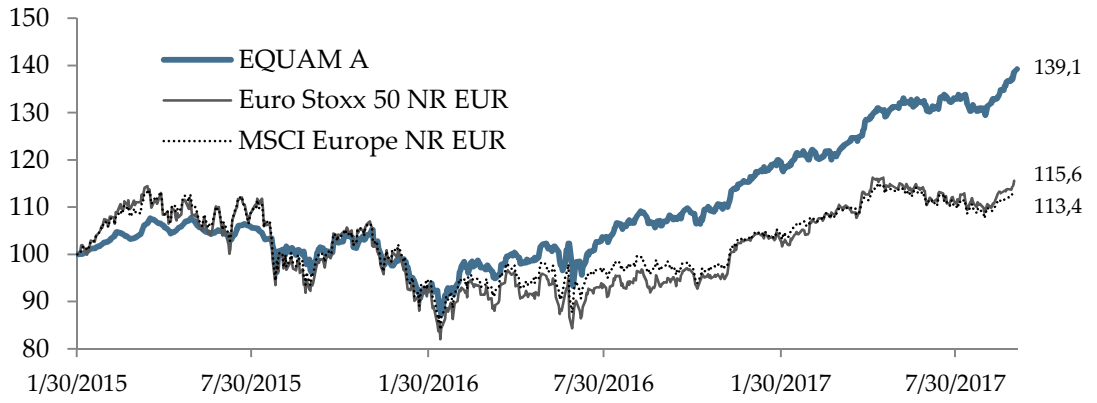
permite confiar en una revalorización adicional a la inicialmente esperada. Recordamos que Cementir cotizaba a 7,2x ebitda frente a una media del sector de más de 10x.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

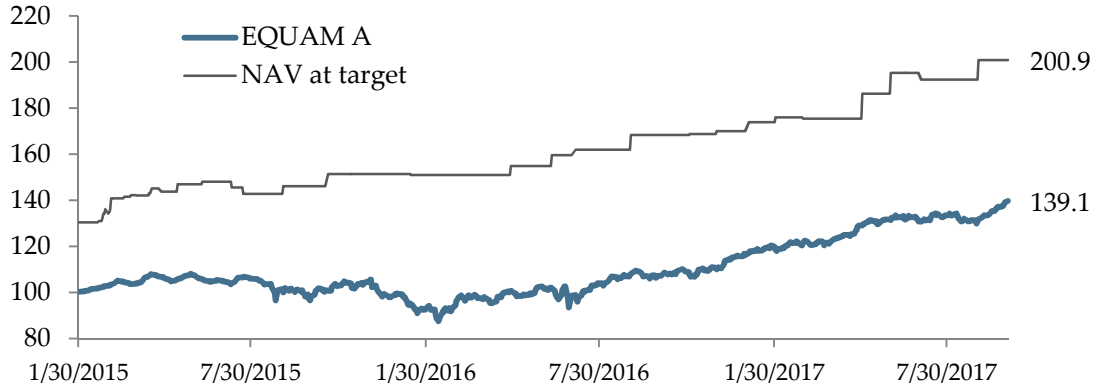
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Latecoere	France	3.5%	Recovery of cash flow generation through maturity of current programs	37%
Hunter Douglas	Netherlands	3.4%	Dominant leader in oligopolistic market.	45%
Piaggio	Italy	3.2%	Recovery of the European replacement cycle of bikes	43%
TGS-NOPEC	Norway	3.2%	Countercyclical niche oil services player	78%
SeSa S.p.A.	Italy	3.1%	IT Value Added software italian leading provider at a discount	49%
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	95%
Brunel	Netherlands	3.0%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas	49%
Cementir	Italy	3.0%	Cement producer with a monopoly in Denmark	49%
Stallergenes	France	2.7%	Market leader in an oligopoly market	19%
ITE Group	UK	2.7%	Deeply undervalued event management company	27%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	168%
Meggitt	UK	2.5%	Undervalued compounder in low cycle	35%
Bollore	France	2.4%	Complex holding company, well managed at a discount	51%
Pfandbriefbank	Germany	2.4%	Recapitalized bank trading at deep discount to BV	34%
Euronav	Belgium	2.3%	Depressed VLCC tanker company	48%
Total top 15		**43%**		
Total portfolio		**97%**		
Liquidity		**3%**		
Total fund		**100%**		**44%**

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.

Evolución del Valor Liquidativo

	EQUAM A	MSCI Europe NR	Euro STOXX 50 NR
1 mes	5.9%	3.9%	5.2%
3 meses	6.8%	2.7%	4.7%
YTD	20.1%	9.6%	11.7%
1 año	30.1%	16.3%	22.8%
Desde inicio*	39.1%	13.4%	15.6%

**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	Traspasable	SI, Nº CNMV: 587	Asesor del fondo	Equam Capital
ISIN Clase A	LU0933684101	Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Depositario	KBL (Lux)

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

EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral diciembre 2017

Cumplimos nuestro tercer aniversario

Este mes de enero cumplimos tres años desde el lanzamiento de Equam Global Value con un balance positivo, y si quisiéramos destacar algo sería el haber conseguido definir un proceso de inversión con sentido y haberlo ejecutado de forma sistemática y disciplinada. A pesar de las inevitables oscilaciones del mercado en el corto plazo, estamos convencidos de que con nuestro método de inversión el tiempo seguirá jugando a nuestro favor.

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.

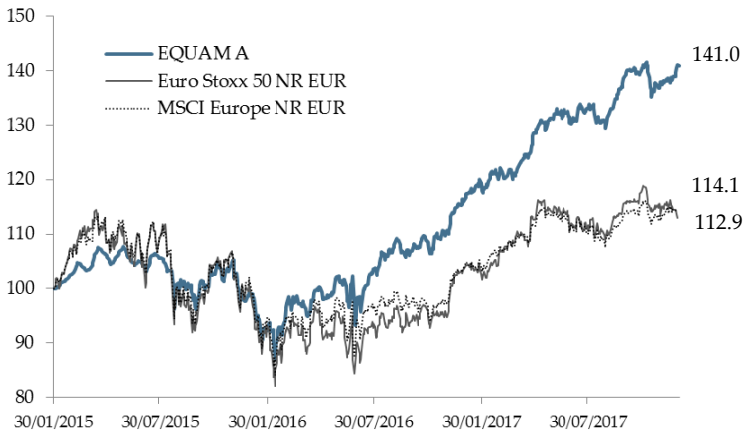
El Fondo tiene un mandato no restringido de inversión pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión. Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, 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.

Evolución en 2017

Acabamos el ejercicio 2017 con una revalorización del 21,7% que compara con una evolución de los índices europeos en el entorno del 9-10%. En una perspectiva más larga, desde el inicio en enero de 2015, Equam Global Value ha experimentado una evolución del 41%, también significativamente superior al 13-14% de los índices europeos con dividendos.

EQUAM frente a los índices* europeos
(base 100)



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

Cumplimos tres años

Este mes de enero, Equam Global Value cumple tres años desde su lanzamiento.

Este mes de enero cumplimos tres años desde el lanzamiento de Equam Global Value. Aunque se trata de un periodo de tiempo relativamente corto, estamos satisfechos de los pasos dados hasta ahora y creemos que tenemos una buena base para seguir ofreciendo buenos resultados a los inversores que compartan nuestra visión de largo plazo:

- Tenemos un proceso de busqueda de oportunidades y de análisis de inversiones que

tiene coherencia (con un enfoque empresarial, enfocado en el análisis de los negocios y en la determinación de su valor) y que estamos aplicando con mucha disciplina.

- El equipo de inversión de Equam, formado actualmente por tres personas, está muy cohesionado, comparte una misma visión en la forma de invertir y nos permite tomar decisiones de forma muy ágil, aprovechando las irracionalidades que nos ofrece el mercado. Además existe un alineamiento de intereses con el resto de los partícipes de Equam.

El reciente acuerdo con Cobas (Francisco García Paramés) consolida y refuerza de manera significativa el proyecto de Equam.

- Hemos llegado a un acuerdo con Cobas (Francisco García Paramés) para que se incorpore como accionista de Equam. Estamos muy satisfechos con esta asociación y convencidos de que la larga y exitosa experiencia de Paramés y los sólidos recursos con los que cuenta Cobas, consolidan y refuerzan nuestro proyecto. Esperamos tener cerrada esta operación en el muy corto plazo, una vez se obtengan las autorizaciones del regulador.

- Creemos contar con un grupo de inversores que comparten nuestra filosofía de inversión a largo plazo y que entienden que es necesario estar dispuesto a soportar la volatilidad a corto plazo de los mercados para maximizar el retorno a largo.

Estamos al principio de un largo viaje, pero por las razones antes mencionadas estamos convencidos de que el tiempo juega a nuestro favor y que tenemos los instrumentos necesarios para ofrecer resultados positivos consistentes en el largo plazo.

¿Están los mercados caros?

Creemos que existe una clara dicotomía en el mercado, con muchas compañías claramente sobrevaloradas pero todavía con oportunidades en compañías con problemas temporales o ignoradas por el mercado.

Esta es la pregunta que más venimos escuchando en los últimos meses, muy influída por la revalorización del mercado americano en los últimos 8 años. No nos gusta hablar de los mercados/índices en general y tampoco hacer predicciones sobre comportamientos futuros en el corto plazo. Lo que sí podemos afirmar es que aunque en general estamos encontrando valoraciones elevadas en aquellas compañías que tienen un negocio sólido y atraviesan un buen momento empresarial, seguimos encontrando oportunidades en las siguientes situaciones:

- Compañías que operan en **sectores cíclicos** o que por cualquier motivo tienen **problemas temporales** o están en un proceso de restructuración. Vamos allí donde vemos humo, para analizar si realmente hay un incendio o se trata de una falsa alarma de la que nos podemos aprovechar ante el pánico de otros inversores. En estos casos, lo que buscamos es más el cierre de la diferencia entre el precio de cotización y el valor intrínseco de la compañía que el incremento de ese valor intrínseco a lo largo del tiempo.
- Compañías que aunque son de calidad, por alguna razón están siendo **ignoradas por el mercado** y podemos comprarlas a una valoración atractiva. Son compañías en las que esperamos que la aportación de valor venga tanto de la capacidad de generar valor a lo largo del tiempo del negocio como del cierre del descuento entre precio de compra y valor intrínseco.

Aunque en las actuales circunstancias de mercado este segundo tipo de compañías es cada vez más difícil de encontrar, sí que estamos identificando algunas en el segmento de empresas de menor capitalización. Existe una percepción en el mercado respecto al mayor riesgo de

No es tan importante el tamaño de las compañías como la posición que ocupan en sus respectivos mercados.

aquellas compañías de una menor capitalización. Nuestra opinión al respecto es que no es tan importante el tamaño como la posición competitiva de las compañías en sus respectivos mercados. Por otro lado, las empresas de menor capitalización se encuentran menos seguidas por el mercado y tienen escasa cobertura de analistas, lo que permite encontrar esas atractivas valoraciones. Así por ejemplo, tenemos una serie de compañías en nuestro fondo de lo que llamamos pequeñas grandes compañías, es decir compañías de pequeña capitalización pero que tienen una fuerte posición competitiva en el mercado en el que operan. DFS Furniture (compañía británica líder en el mercado de venta de sofás en el Reino Unido) Arcus (compañía líder en la fabricación y venta de vinos y bebidas alcohólicas en los paises nórdicos) o Sesa (compañía líder en la distribución de productos informáticos de alto valor añadido en Italia) son ejemplos de estos pequeños líderes en los que estamos invertidos.

Por estas razones, antes las cuestiones que plantea la actual situación de mercado, seguimos pensando que lo mejor es mantener la disciplina del proceso. No intentaremos predecir los movimientos de mercado pero a cambio, para minimizar riesgos, reafirmamos nuestro compromiso con los siguientes elementos del proceso:

- La disciplina respecto a las valoraciones y precios de entrada de nuestras inversiones. Sólo compramos aquellas acciones que creemos que están cotizando a un descuento superior al 30% respecto a su valor intrínseco.
- Disciplina de venta de aquellas inversiones que llegan a nuestro precio objetivo.
- Reponderamos la cartera, comprando acciones de compañías que experimentan caidas apreciables y vendiendo acciones de aquellas que experimentan subidas significativas en el corto plazo.

- Mantenemos la liquidez del fondo entre el 5% y el 10%, que nos permite aprovechar caidas puntuales.

Nuevas inversiones

Parques Reunidos mantiene un sólido modelo de negocio y unas buenas perspectivas a largo plazo, pero se ha visto afectada en sus últimos resultados por una adversa meteorología en sus principales mercados geográficos.

Como hemos mencionado anteriormente, durante el trimestre hemos sido capaces de identificar nuevas oportunidades de inversión, siendo una de ellas **Parques Reunidos**, compañía española que opera parques de atracciones locales en Europa y Estados Unidos. La compañía ha pertenecido durante muchos años a diversas empresas de capital riesgo que han transformado la compañía desde un pequeño operador del parque de atracciones de Madrid en los años 90 a una de las principales multinacionales del sector a nivel mundial. Este crecimiento se ha basado en un proceso de adquisiciones de parques locales, en muchos casos familiares y con un amplio margen de mejora en la gestión, que integraban en su estructura. Cuenta con un sistema de gestión de costes e ingresos muy flexible que se adapta perfectamente a la demanda prevista. Además se trata de un negocio que requiere una nivel de inversión recurrente reducido y que es capaz de generar un buen nivel de caja, que reinvierte en nuevos proyectos de crecimiento. A pesar de la solidez de su modelo de negocio y estrategia, la compañía está en gran medida expuesta a la meteorología, ya que gran parte de sus resultados se concentran en la temporada de verano y la afluencia a sus parques viene muy marcada por el tiempo. Este último verano, el tiempo ha sido malo en Europa y en Estados Unidos ha habido varios huracanes. Todo ello ha hecho que los resultados del último año fiscal (cierra a finales de Septiembre) hayan sido inferiores a los previstos y por debajo de los del año anterior lo que ha provocado la caida de su cotización en más de un 25% en unas pocas semanas. Nosotros hemos aprovechado esta

situación para tomar una participación a un precio medio de 13,2 (equivalente a un 8,5% de FCF yield).

IES tiene una reconocida franquicia en el sector educativo sueco, pero cotiza a múltiplos deprimidos por cierto ruido político a corto plazo.

Otra de las compañías compradas durante este último trimestre es **Internationella Engelska Skolan**, un operador de colegios privados en Suecia con una elevada reputación en el país que se traduce en una larga lista de espera en todos sus centros. Se trata de un modelo de negocio muy atractivo, con altos retornos de capital y fuerte generación de caja. La compañía ha desarrollado un modelo de crecimiento orgánico a través de ampliación de sus centros existentes y apertura de 2/3 nuevos centros al año. La compañía ha pertenecido en los últimos años a una casa de capital riesgo (TA Associates) que sacó la compañía a bolsa en el año 2016 (aunque continua siendo el principal accionista). Sin embargo, la evolución en bolsa no ha sido muy positiva ya que en los últimos tiempos ha existido cierto ruido político como consecuencia de que algunos de los partidos políticos del país han denunciado las ganancias de algunos de los operadores privados, sugiriendo ciertos cambios en la regulación actual, que está basada en un sistema de cheques escolares que los estudiantes pueden utilizar en el centro que consideren más apropiado. Creemos que existe una muy baja probabilidad de que esto ocurra, ya que se trata de un sistema que lleva funcionando muchos años, con un alto nivel de satisfacción por parte de la población y con igual coste para el estado que la escuela pública. Al contrario, este ruido político nos ha permitido invertir en esta compañía de gran calidad, con una franquicia muy reconocida y con gran potencial de desarrollo a una valoración muy atractiva, cercana al 8% de FCF yield. Además recientemente Engelska ha realizado una adquisición de una compañía en España con tres colegios, donde va a utilizar esta base para crecer orgánicamente.

Volvemos a entrar en Técnicas Reunidas, después de lo que consideramos un excesivo castigo del mercado.

También durante este último trimestre, hemos vuelto a comprar acciones de **Técnicas Reunidas**, compañía en la que ya estuvimos invertidos durante el año 2016 pero que habíamos vendido cuando llegó a nuestro precio objetivo. Aunque opera en un sector con alta competencia, se trata de una empresa familiar, bien gestionada, con una buena cartera de proyectos y con gran reconocimiento en el mercado que creemos que ha sido excesivamente castigada tras la rebaja de perspectivas para el año 2018 debido en gran parte al retraso en la ejecución de varios proyectos.

Hemos tomado una participación en la compañía italiana **Esprinet**, líder en el mercado italiano y español de distribución de productos informáticos y electrónicos. Es un sector que ya conocíamos por nuestra participación en Sesa (aunque esta última está enfocada solamente al segmento de productos de más valor añadido). La compañía está experimentando un impacto negativo en sus márgenes por la fuerte competencia en precios de uno de sus principales competidores. Creemos que esta situación no es sostenible en el medio plazo y por otro lado la compañía está tomando una serie de medidas para mitigar el impacto de esta situación, por lo que hemos aprovechado la fuerte caida en la cotización (de 8 a 4 euros por acción en menos de 6 meses) para tomar una posición en la compañía.

Desinversiones

Durante el trimestre hemos vendido nuestras inversiones en **Verisign** y **Leoni**, pues en ambos casos habían llegado a nuestro precio objetivo tras una amplia revalorización. También hemos vendido **Crown,** que aunque no había llegado a nuestro precio objetivo, nos parecía menos

Seguimos vendiendo con disciplina las compañías que van llegando a nuestro precio objetivo.

atractiva que otras oportunidades que estamos encontrando.

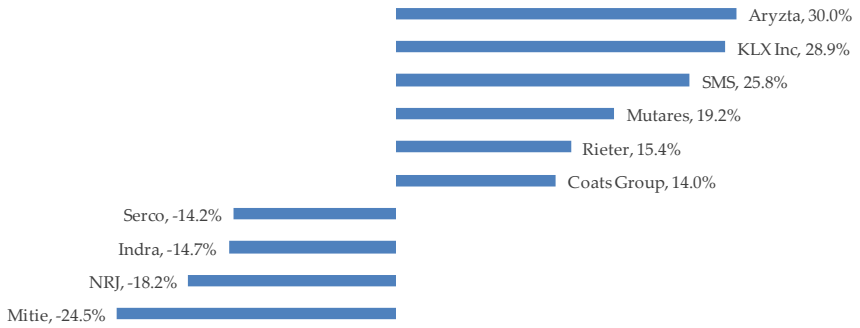
En el caso de Verisign, se trata de una compañía de gran calidad que opera de forma exclusiva el registro de dominions de internet .com y .net. Es una caso similar al de Norma del trimestre pasado, en el que nos ha costado tomar la decisión de venta. Pero a pesar de la calidad del negocio, creemos que el nivel de cotización es excesivo, en otro ejemplo de la sobrevaloración de muchas compañías de calidad que no tienen problemas a la vista. La mantenemos en nuestra lista de seguimiento para aprovechar de nuevo cualquier oportunidad de entrada que nos ofrezca el mercado.

Situación de la cartera y evolución del fondo.

Después de las nuevas inversiones y desinversiones, tenemos 48 compañías en cartera y mantenemos un nivel de liquidez del 10%, algo superior al de los últimos trimestres como consecuencia de recientes suscripciones al final trimestre.

El potencial de revalorización de nuestra cartera, tomando como referencia nuestros precios objetivos, se mantiene en niveles similares al trimestre pasado, en el entorno del 41%. La constante búsqueda de nuevas oportunidades permite mantener un potencial de revalorización a pesar de la subida acumulada en el año.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre o desde el momento de nuestra inversión inicial si ésta fue posterior a septiembre.



La reciente ampliación de capital de Smart Metering Systems mejora de manera significativa el atractivo de esta interesante compañía.

Respecto a las compañías que mantenemos en cartera cabe mencionar la ampliación de capital que anunció durante el mes de noviembre la compañía británica **Smart Metering Systems** ("SMS"). Esta empresa opera en el sector de instalación y gestión de contadores inteligentes para compañías eléctricas y de gas, que ya conocíamos por nuestra inversión en Energy Assets en el año 2015 y que fue objeto de una oferta de compra por parte de un fondo de infraestructuras pocos meses después de nuestra adquisición. Se trata de un sector muy interesante dado que estas compañías instalan y operan los contadores para las compañías eléctricas, garantizándose unos ingresos recurrentes (y protegidos de la inflación) durante la vida util de los contadores (20 años). Además, el gobierno británico aprobó una ley recientemente por la que se obligaba a cambiar todo el parque de contadores a contadores inteligentes (lectura remota) antes del año 2020, lo que abre una oportunidad única para los pocos operadores existentes con las capacidades y recursos suficientes de atender la fuerte demanda de instalación prevista. Empezamos a comprar acciones de esta

compañía durante este último verano a un precio muy interesante en relación con la calidad del negocio (claro ejemplo de compañía ignorada por el mercado). La ampliación de capital anunciada en noviembre va a suponer una aceleración de la capacidad de crecimiento de la compañía ya que le dota de los recursos necesarios para aprovechar esta ventana de oportunidad que se presenta en los próximos tres años, por lo que el valor intrínseco del negocio ha mejorado sustancialmente (algo que se ha reflejado parcialmente en la cotización, que ha experimentado una revalorización de más del 60% desde nuestra inversión inicial en julio de 2017).

KLX ha iniciado una revisión estratégica junto con un asesor financiero a raíz de una aproximación para comprar todo o parte de su negocio.

Por otro lado, la compañía americana **KLX** (dedicada a la distribución de piezas y recambios para el sector aeronáutico y de energía) ha anunciado recientemente la contratación de un asesor financiero a raíz de una aproximación de terceros para comprar todo o parte de su negocio. La compañía quiere explorar las diferentes alternativas estratégicas y su impacto sobre el valor de la compañía. Esta noticia ha provocado una fuerte revalorización de las acciones aproximando la cotización a nuestro valor objetivo. Mantenemos la inversión a la espera de que se concrete la información respecto a esta situación.

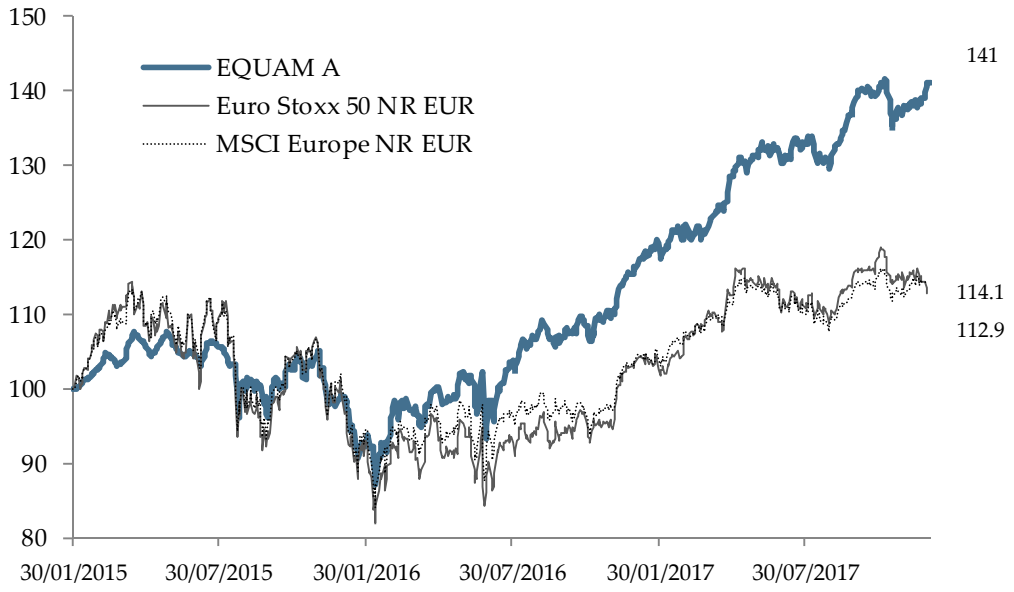
Finalmente, destacar las compras adicionales que hemos hecho en **Serco** y **Mitie** aprovechando el castigo en su cotización durante el trimestre y donde nuestra tesis de inversión no ha experimentado cambios sustanciales.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

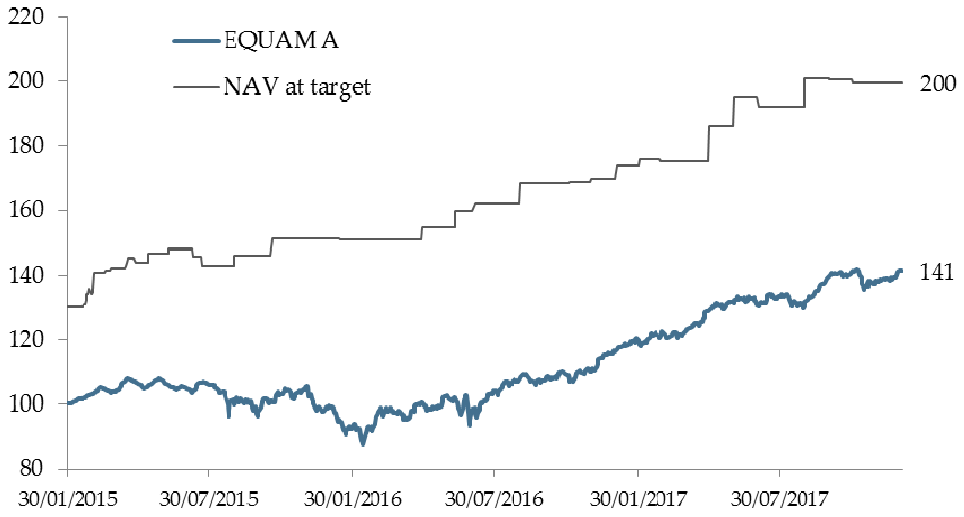
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
DFS Furniture	UK	3.0%	Leading British manufacturer of furniture.	119%
Hunter Douglas	Netherlands	2.7%	Dominant leader in oligopolistic market.	41%
Serco Group	UK	2.7%	Refocused contractor in restructuring, recently recapitalised	99%
TGS-NOPEC	Norway	2.7%	Countercyclical niche oil services player	74%
MITIE Group	UK	2.7%	Undervalued compounder in fragmented market	102%
Brunel	Netherlands	2.6%	Depressed staffing company with presence in Oil & Gas	32%
Aryzta	Switzerland	2.6%	Undervalued oligopolistic leader.	106%
Parques Reunidos	Spain	2.5%	Spanish theme park operator trading at 52w lows	21%
SeSa	Italy	2.4%	IT Value Added software italian leading provider at a discount	56%
Latecoere	France	2.4%	Recovery of cash flow generation after maturity of programs	40%
ITE Group	UK	2.4%	Deeply undervalued event management company	25%
Intertrust	Netherlands	2.4%	Leading Dutch manager of investment structures	39%
Euronav	Belgium	2.3%	Depressed VLCC tanker company	34%
Bollore	France	2.3%	Complex holding company, well managed at a discount	41%
Arcus	Norway	2.2%	Nordic alcoholic beverages distribution at high FCFy	29%
Total top 15		**38%**		
Total portfolio		**89%**		
Liquidity		**11%**		
Total fund		**100%**		**41%**

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.

Evolución vs índices	EQUAM A	MSCI Europe NR	Eurostoxx 50 NR	Equam vs MSCI
1 mes	2.2%	0.8%	-1.7%	1.4%
3 meses	1.4%	0.6%	-2.3%	0.7%
2017	21.7%	10.2%	9.2%	11.4%
2016	17.1%	2.6%	3.7%	14.5%
2015	-1.0%	0.9%	-0.3%	-2.0%
Acum Inicio	**41.0%**	**14.1%**	**12.9%**	**26.9%**
Anualizado inicio	**12.5%**	**4.6%**	**4.3%**	**7.8%**

**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	Traspasable	SI, Nº CNMV: 587	Asesor del fondo	Equam Capital
ISIN Clase A	LU0933684101	Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Depositario	KBL (Lux)

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