



---

## 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 referéndum 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 caída del Eurostoxx 50 superior al 11% en dos días.

Como suele ser habitual en las situaciones de pánico, las fuertes caídas 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
<b>Mediana</b>		<b>6</b>	<b>-5,3%</b>	<b>14</b>

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.

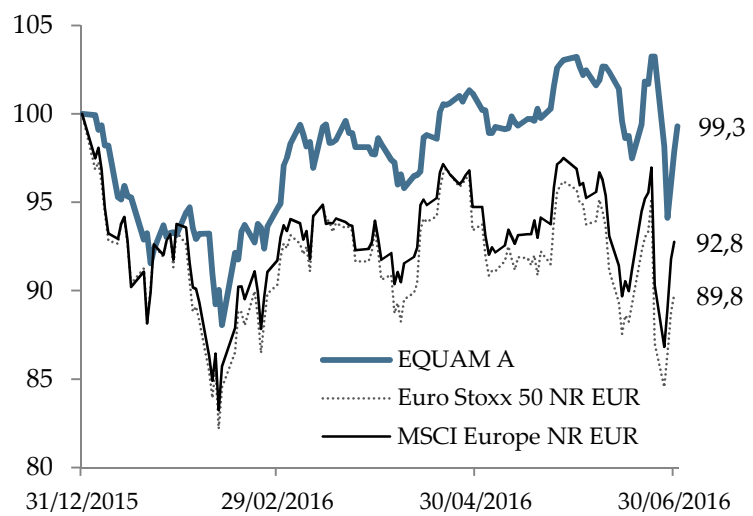
Respecto al comportamiento del fondo en lo que va de año, el valor liquidativo ha terminado el semestre en 98,72€\*, lo que representa una caída del 0,6% en estos seis meses. Aunque aspiramos a rentabilidades muy superiores en el largo plazo, también hay que tener en cuenta que el fondo supera la obtenida 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

Compañías Británicas	Ventas UK (%)	Posicion Equam	Evolución bursátil	
			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%
<b>Total UK</b>		<b>23,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>5,8%</b>

\* 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 desarrollo 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 reestructuración 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 Hughes (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%.

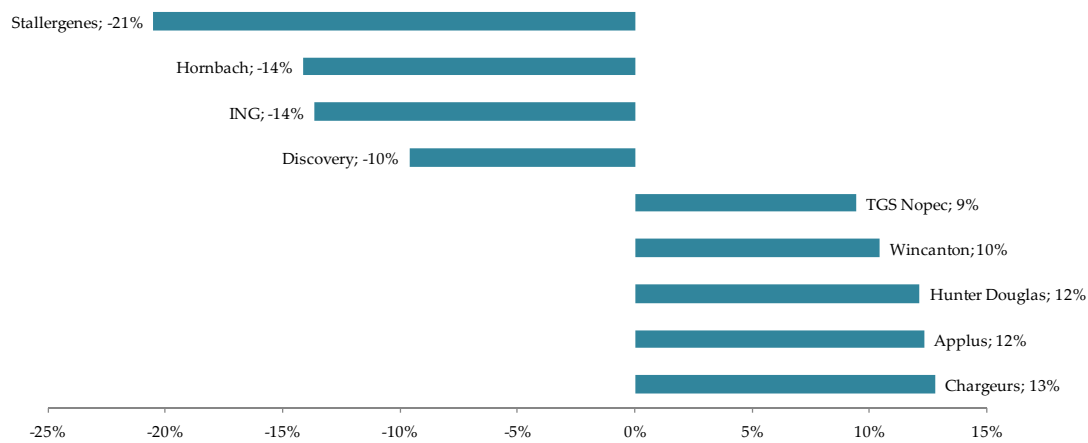
El peso de las inversiones de la cartera que están fuera de Europa es del 11%, frente al 14% el trimestre pasado. Tenemos 40 compañías en cartera y el potencial de revalorización del fondo de acuerdo con nuestros precios objetivo ha aumentado significativamente hasta el 62% frente al 44% del trimestre 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%
<b>Top 10</b>	<b>36,8%</b>		<b>79%</b>
<b>Portfolio</b>	<b>96,1%</b>		<b>64%</b>
<b>Cash</b>	<b>3,9%</b>		

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 <sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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

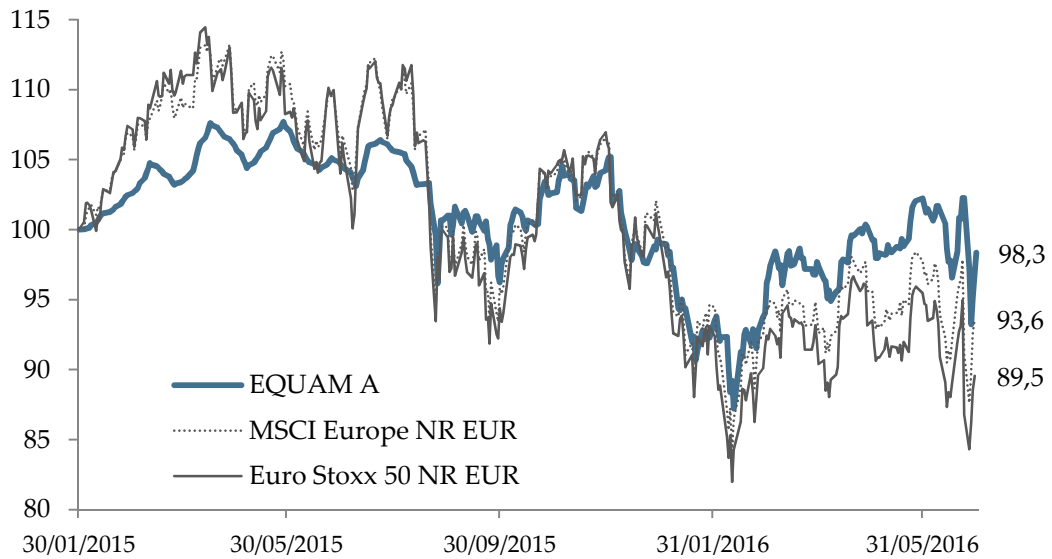
## Apéndice I: Cartera de EQUAM.

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 Cc Norway		3,6%	Countercyclical niche oil services player	147%
Deutsche Pfandbriefbank AC	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 Grc	United Kingdom	2,4%	Small, high growth insurance broker at low valuation	39%
<b>Total top 20</b>		<b>64%</b>		
<b>Total portfolio</b>		<b>96%</b>		

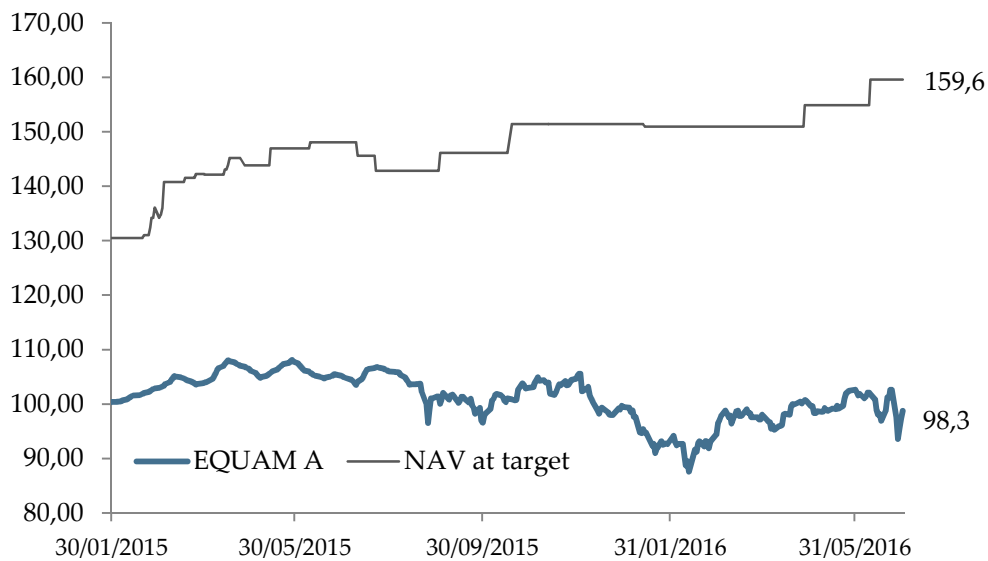


Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices



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



## Evolución del Valor Liquidativo

	<b>EQUAM A</b>	<b>MSCI Europe</b>	<b>Eurostoxx 50</b>
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	Traspasable	SI, N° CNMV: 587	Asesor del fondo	Equam Capital
ISIN Clase A	LU0933684101	Fees Class A	1% patrim y 8% beneficio	Sociedad Gestora	ADEPA (Lux)
ISIN Clase C	LU1274584488	Fees Class C	1,50% s/ patrim.	Depositario	KBL (Lux)
ISIN Clase D	LU1274584991	Fees Class D	1,25% s/ patrim. (min 1 MEUR)	Registro de accionistas	European Fund Admin.

EQUAM Capital EAFI, SL  
Serrano 78 3º, 28006, Madrid  
[www.equamcapital.com](http://www.equamcapital.com)