



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral diciembre 2016

Una cartera diversificada y con gran potencial.

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

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

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

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

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

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

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

Inversiones estables en un mercado volátil.

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

Predecir los movimientos futuros del mercado es imposible...

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

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

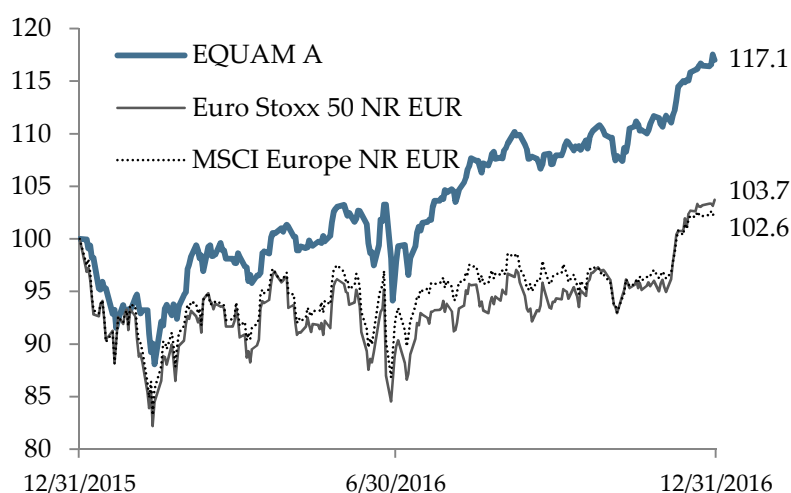
... es mejor aprovechar las oportunidades que presenta recurrentemente.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Actividad Inversora

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

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

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

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

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

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

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

Desinversiones

Continuamos siendo muy disciplinados en los procesos de desinversión

Durante el cuarto trimestre hemos vendido seis de nuestras inversiones.

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

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

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

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

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

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

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

Situación de la cartera y evolución del fondo.

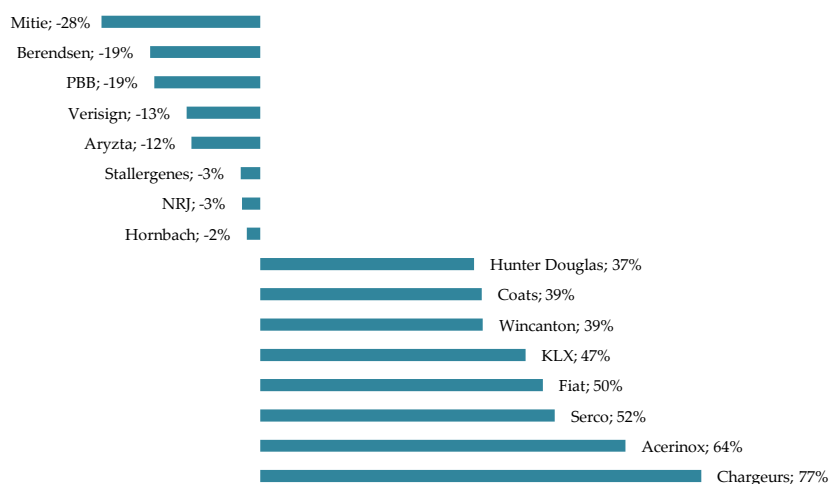
Fruto de las nuevas inversiones realizadas, continuamos manteniendo un nivel de inversión elevado.

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

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

Aportación a la rentabilidad del fondo en 2016.

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



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

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

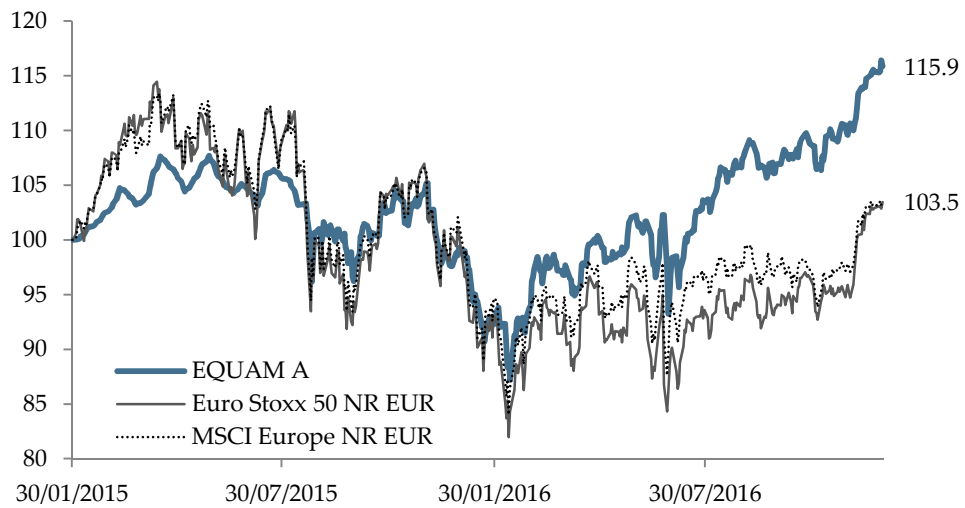
Las inversiones de TGS y Serco son una demostración de la necesidad de la paciencia y de reponderar en situaciones de pánico. En ambos casos la cotización sufrió una caída significativa después de nuestras inversiones iniciales, llegando a perder más del 25%. Ante estas caídas, aprovechamos para hacer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

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

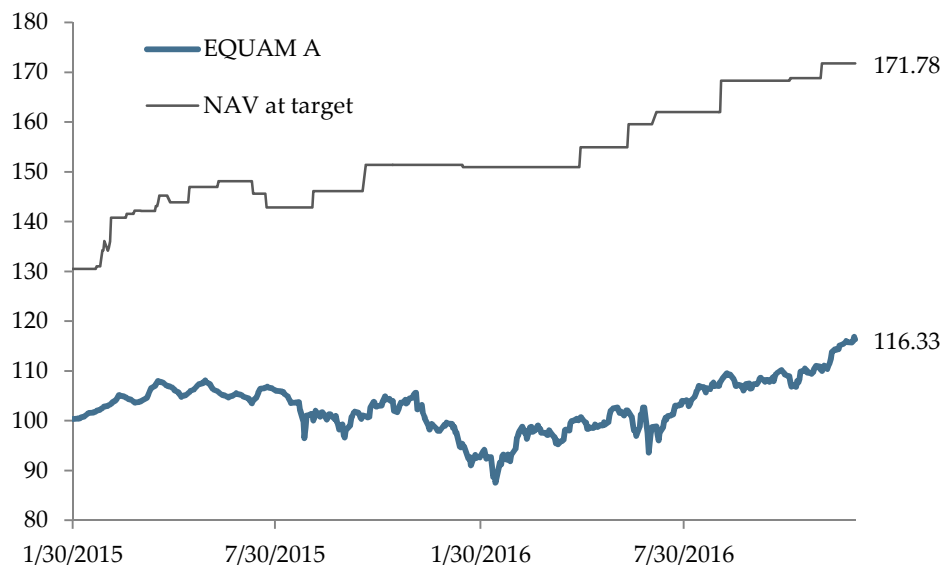
Company	Country	Weight	Value Base Case	Upside
Hunter Douglas N.V.	Netherlands	5,0%	Dominant leader in oligopolistic market.	29%
TGS-NOP	Norway	3,6%	Countercyclical niche oil services player	76%
Berendsen	United Kingdom	3,5%	Leading position in a growing market	61%
ING	Netherlands	3,4%	Restructured commercial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

Apéndice II: Valor objetivo del fondo y evolución.

Rentabilidad comparada EQUAM e índices desde inicio



Evolución de EQUAM 'A' y Valor del fondo a nuestros precios objetivo¹



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

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

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

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

Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX	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