

Menor riesgo			Mayor riesgo			
Potencialmente menor remuneración			Potencialmente mayor remuneración			
1	2	3	4*	5	6	7



Malte
Heininger

© Carmignac Portfolio Euro-Patrimoine

Fondo de renta variable europea con una exposición neta a las acciones del 0% al 50% que se gestiona activamente. El Fondo tiene como objetivo generar alfa combinando posiciones largas y cortas al tiempo que aplica una gestión activa y flexible centrada en limitar el riesgo de caídas. El Fondo está destinado a batir a su índice durante 3 años.

El primer trimestre resultó complicado para el Fondo. Aunque el año arrancó bien en enero, en el marco de un mercado globalmente estable, nuestra cartera obtuvo una rentabilidad inferior en febrero y marzo. Así, el Fondo registró una caída del 0,36 % en el periodo, frente al avance del 3,36 % de su índice de referencia.

Este peor comportamiento se debe principalmente a algunas de las posiciones del núcleo de nuestra cartera, que representan una gran parte del Fondo y tuvieron una evolución decepcionante, mientras que el mercado avanzó en torno a un 6 %. Aunque, obviamente, preferiríamos batir al índice todos los trimestres, los resultados cosechados por nuestras principales posiciones desde hace dos meses no nos preocupan en exceso. No en vano, los argumentos de inversión de cada empresa continúan siendo totalmente válidos y seguimos confiando en su capacidad para evolucionar hacia su valor intrínseco a lo largo del año. A nuestro juicio, la actual debilidad de estos valores representa una oportunidad, motivo por el que aprovechamos para aumentar nuestras inversiones en los mismos.

Respecto al posicionamiento, nuestra perspectiva relativamente positiva sobre los mercados mundiales nos llevó a mantener lo que para nosotros constituye una fuerte exposición neta ajustada de la beta, de alrededor del 30 %. No obstante, nuestras posiciones vendedoras y de cobertura resultaron perjudiciales en un contexto de mercado notablemente alcista. Continuamos manteniendo una opinión favorable sobre Europa y sobre la renta variable europea para los próximos meses, a pesar de que anticipamos cierta volatilidad conforme se aproximen las elecciones presidenciales francesas. Los ejemplos recientes nos han mostrado que los periodos electorales pueden resultar muy inciertos y que las encuestas resultan poco fiables. Por ello, renunciamos a nuestra posición táctica compradora en los valores bancarios, si bien estaríamos dispuestos a retomarla en caso de que los inversores mostraran una mayor preocupación por los comicios.

Al igual que ocurrió con las elecciones presidenciales estadounidenses y con el referéndum italiano, consideramos que las elecciones francesas marcarán un punto de inflexión. De igual modo, podrían convertirse en el último obstáculo en el camino de los inversores que desean colocar su capital en Europa, donde los fundamentales son cada vez más alentadores.

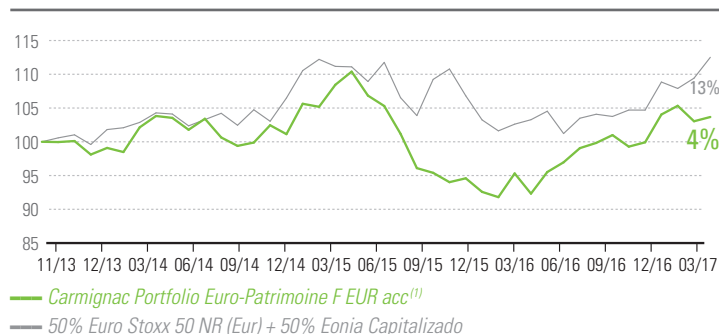
En lo referente a los valores incorporados a la cartera, iniciamos una posición en **AkzoNobel** a comienzos del año. No en vano, este valor se estaba negociando a un precio que estimamos muy razonable y que le permitía beneficiarse de la recuperación de la economía europea, existiendo también una posibilidad de escisión

o de crecimiento externo. Desde que invertimos en ella, la empresa ha recibido el interés de PPG y ha contraatacado anunciando la escisión de su división de productos químicos especializados. Dado que nuestra hipótesis se había cumplido y registramos una ganancia del 25 % con esta posición, optamos por liquidarla, al estimar que Akzo se ha convertido en un valor de arbitraje sujeto a un alto grado de incertidumbre política.

Durante el trimestre también aumentamos nuestra exposición a **ASR**, la aseguradora neerlandesa en la que habíamos invertido con motivo de su salida a bolsa el año pasado. Continuamos encontrando atractiva su muy razonable valoración y su potencial de efectuar distribuciones entre los accionistas a medio plazo. Además, tenemos en gran consideración a su excelente equipo directivo. A lo largo de los próximos doce meses, el Estado neerlandés debería salir totalmente de su capital, lo que a nuestro juicio dará plena libertad a sus directivos para desarrollar el potencial de esta empresa de forma considerable.

En el cuarto trimestre de 2016, iniciamos una posición nueva en **Hapag-Lloyd**, que ampliamos en 2017. Consideramos que el sector de los portacontenedores atraviesa una fase de transformación a raíz de la consolidación iniciada hace cuatro años y que se prolonga hasta la actualidad. Aunque este sector ha visto reducido su número de actores principales de veinte a doce, consideramos que esta cifra va a seguir reduciéndose hasta quedar en cinco o seis grandes armadores. La quiebra de Hanjin el pasado otoño supuso un auténtico shock para sus competidores, que les llevó a operar de

Evolución del Fondo desde su creación



Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor). (1) Accesible a los fondos de fondos, inversores institucionales que invierten por cuenta propia y a ciertos agentes de comercialización que hayan firmado un contrato con sus clientes sobre los honorarios específicos.

* La escala de riesgo va desde 1 (riesgo más bajo) a 7 (riesgo más elevado); el riesgo 1 no implica una inversión sin riesgo. La categoría de riesgo asociada a esta IIC no constituye garantía alguna y puede variar a lo largo del tiempo.

forma más rigurosa. Mientras que los nuevos pedidos de barcos en proporción con la flota existente pasaron de más del 60 % en 2007 a alrededor del 15 % actual, nosotros no hemos registrado ningún pedido de barcos este año. Asimismo, las demoliciones no han sido nunca tan numerosas como en la actualidad. Este fenómeno no deja de recordar a los precedentes de la industria aeronáutica estadounidense o del sector de los microprocesadores. En efecto, la consolidación de estos segmentos transformó actividades normalizadas que producían unos beneficios escasos en oligopolios generadores de grandes flujos de caja.

También participamos en la recapitalización de **Solocal**, empresa francesa en retroceso desde hace años por su abultado endeudamiento y por el declive de las guías telefónicas en papel

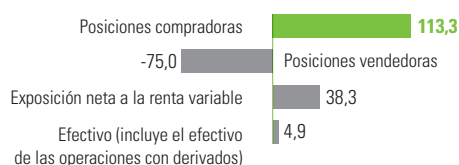
y de voz. Gracias a la reestructuración de su balance, el grupo pudo reducir su deuda bruta de 1.160 a 400 millones de euros. Sus divisiones de voz y papel, que conocieron tiempos mejores, representan actualmente menos de un 18 % de sus ingresos, mientras que sus actividades en Internet están en pleno auge. Su EBITDA debería tocar suelo en 2017 para después volver a repuntar. Asimismo, teniendo en cuenta las ventajas que comporta la reducción de sus gastos financieros y la reducción del tipo impositivo, una valoración inferior a 4 veces el valor de empresa sobre EBITDA nos resulta atractiva. Aunque la evolución de Solocal se vio limitada por las presiones vendedoras de carácter técnico tras su refinanciación, consideramos que presenta un notable potencial alcista a doce meses vista.

Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	5,91	8,37
Volatilidad del Indicador	10,39	7,90
Ratio de sharpe	1,54	0,22
Beta	0,27	0,36
Alfa	0,12	0,06

Período de cálculo: semanal (1 año) y mensual (3 años)

Exposición por clase de activos (%)



Desglose por sector (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
Servicios al Consumidor	36,6	-4,1	32,5
Tecnología	15,9	-1,2	14,7
Productos Industriales	15,3	-9,9	5,4
Materias Básicas	5,9	-2,1	3,8
Servicios Financieros	16,7	-14,1	2,6
Telecomunicaciones	4,7	-2,1	2,6
Utilities	0,0	-0,9	-0,9
Petróleo y Gas	1,1	-2,0	-0,9
Salud	5,6	-8,0	-2,4
Bienes de Consumo	6,2	-10,1	-3,9
Índices regionales	5,2	-20,4	-15,2
Total	113,3	-75,0	38,3

Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera de renta variable	Derivados Renta variable	Derivados Renta fija	Divisas Derivados	IIC	Total
5,49	-5,29	-0,03	-0,10	-0,09	-0,02

Value at Risk (%)

	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	7,46	7,51

Rentabilidades acumuladas (%)

	Desde el 30/12/2010	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	Desde la fecha de primer VL
Carmignac Portfolio Euro-Patrimoine F EUR acc	-0,36	-0,36	2,65	8,77	5,27	-	-	3,67
Indicador de referencia*	3,36	3,36	8,45	9,65	10,31	-	-	12,51
Media de la categoría**	2,61	2,61	5,24	7,74	11,53	-	-	15,07
Clasificación (cuartil)	4	4	4	2	4	-	-	4

* 50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalizado. ** Mixtos Moderados EUR. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor).

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO EURO-PATRIMOINE A 31/03/2017				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados					5 977 229,11	4,94
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)					5 977 229,11	4,94
IIC					1 409 449,20	1,17
4 580	Carmignac Euro-Patrimoine	IIC	307,74		1 409 449,20	1,17
Renta variable Unión Europea					98 665 821,17	81,60
Alemania					25 590 817,87	21,16
37 677	BAYER AG	Materias Básicas	108,05		4 070 999,85	3,37
49 242	BILFINGER BERGER AG	Productos Industriales	36,09		1 777 143,78	1,47
64 026	CANCOM SE	Tecnología	52,93		3 388 896,18	2,80
50 335	DEUTSCHE BOERSE AG	Servicios Financieros	86,18		4 337 870,30	3,59
29 678	FRESENIUS	Salud	75,33		2 235 643,74	1,85
156 033	HAPAG-LLOYD AG	Productos Industriales	27,50		4 290 907,50	3,55
13 132	LINDE AG	Materias Básicas	156,10		2 049 905,20	1,70
15 116	MORPHOSYS	Salud	55,07		832 438,12	0,69
210 243	RIB SOFTWARE SE	Tecnología	12,40		2 607 013,20	2,16
Bélgica					2 359 505,04	1,95
119 548	FAGRON NV	Salud	12,01		1 435 173,74	1,19
24 781	TESSENDERLO CHEMIE	Materias Básicas	37,30		924 331,30	0,76
Dinamarca					1 003 115,39	0,83
31 146	NOVO NORDISK AS	Salud	239,50		1 003 115,39	0,83
España					4 543 291,88	3,76
195 973	PARQUES REUNIDOS SERVICIOS C	Servicios al Consumidor	16,80		3 292 346,40	2,72
240 659	TALGO SA	Productos Industriales	5,20		1 250 945,48	1,03
Finlandia					1 491 198,02	1,23
79 573	FERRATUM OYJ	Servicios Financieros	18,74		1 491 198,02	1,23
Francia					16 493 726,35	13,64
19 488	CRITEO	Tecnología	49,99		910 855,14	0,75
146 651	SFR GROUP SA	Servicios al Consumidor	29,49		4 324 737,99	3,58
5 179 956	SOLOCAL GROUP	Servicios al Consumidor	1,00		5 169 596,09	4,28
14 806	SOPRA STERIA GROUP	Tecnología	133,65		1 978 821,90	1,64
10 859	TELEPERFORMANCE	Servicios al Consumidor	101,25		1 099 473,75	0,91
165 171	VIVENDI	Servicios al Consumidor	18,23		3 010 241,48	2,49
Irlanda					1 948 928,37	1,61
78 681	SMURFIT KAPPA GROUP PLC	Productos Industriales	24,77		1 948 928,37	1,61
Italia					1 311 227,70	1,08
85 422	ENI SPA	Petróleo y Gas	15,35		1 311 227,70	1,08
Países Bajos					20 109 164,46	16,63
203 604	ALTICE SA	Telecomunicaciones	21,21		4 317 077,95	3,57
168 673	ASR NEDERLAND	Servicios Financieros	26,73		4 507 785,93	3,73
40 944	HEINEKEN NV	Bienes de Consumo	79,80		3 267 331,20	2,70
251 000	ING GROEP NV	Servicios Financieros	14,17		3 556 670,00	2,94
98 444	INTERTRUST NV	Servicios Financieros	17,98		1 770 023,12	1,46
100 346	PHILIPS LIGHTING NV	Productos Industriales	26,81		2 690 276,26	2,22
Reino Unido					23 814 846,09	19,69
1 418 160	GOCOMPARE.COM GROUP PLC	Servicios al Consumidor	0,90		1 492 276,39	1,23
802 102	INFORMA PLC	Servicios al Consumidor	6,52		6 114 468,65	5,06
2 288 209	JRP GROUP PLC	Servicios Financieros	1,32		3 518 057,80	2,91
20 154	LONDON STOCK EXCHANGE	Servicios Financieros	31,71		747 203,72	0,62
324 843	MICRO FOCUS INTER.	Tecnología	22,78		8 651 845,60	7,16
15 729	RECKITT BENCKISER	Bienes de Consumo	72,86		1 339 898,21	1,11
22 540	SHIRE PLC	Salud	46,61		1 228 328,54	1,02
38 183	SMITHS GROUP PLC	Productos Industriales	16,19		722 767,18	0,60
Renta variable Fuera de la Unión Europea					14 866 372,17	12,29
Estados Unidos					12 545 330,97	10,37
147 482	GRUBHUB INC	Servicios al Consumidor	32,89		4 535 255,93	3,75
13 494	MONSANTO CO	Bienes de Consumo	113,20		1 428 190,17	1,18
163 106	TRIPADVISOR INC	Servicios al Consumidor	43,16		6 581 884,87	5,44
Suiza					2 321 041,20	1,92
2 008	GALENICA AG	Servicios al Consumidor	1056,00		1 980 708,98	1,64
4 677	LAFARGEHOLCIM LTD	Productos Industriales	55,50		259 573,50	0,21
1 125	NESTLE SA	Bienes de Consumo	76,85		80 758,72	0,07
Valor de la cartera					114 941 642,54	95,06
Patrimonio neto					120 918 871,65	100,00

EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE CARMIGNAC PORTFOLIO EURO-PATRIMOINE A 31/03/2017

Exposición (€)

% Exposición

			Exposición (€)	% Exposición
Posiciones derivadas compradoras			22 050 716,00	18,24
Unión Europea			7 286 320,00	6,03
	Productos Industriales (1 Posición)	Reino Unido	1 002 955,00	0,83
	Índices regionales (1 Posición)	Europa	6 283 365,00	5,20
Fuera de la Unión Europea			14 764 396,00	12,21
	Bienes de Consumo (1 Posición)	Suiza	1 313 231,00	1,09
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Estados Unidos	177 619,00	0,15
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Suiza	6 021 040,00	4,98
	Productos Industriales (3 Posiciones)	Suiza	4 396 500,00	3,64
	Tecnología (1 Posición)	Suiza	1 486 491,00	1,23
	Telecomunicaciones (1 Posición)	Suiza	1 369 515,00	1,13
Posiciones derivadas vendedoras			-90 646 469,00	-74,96
Unión Europea			-74 969 537,00	-62,00
	Bienes de Consumo (1 Posición)	Alemania	-2 535 975,00	-2,10
	Bienes de Consumo (2 Posiciones)	Países Bajos	-3 795 067,00	-3,14
	Bienes de Consumo (1 Posición)	Reino Unido	-606 072,00	-0,50
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Alemania	-1 735 155,00	-1,43
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Francia	-1 085 074,00	-0,90
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Reino Unido	-408 031,00	-0,34
	Servicios Financieros (1 Posición)	Alemania	-4 300 139,00	-3,56
	Servicios Financieros (2 Posiciones)	Países Bajos	-5 108 333,00	-4,22
	Servicios Financieros (1 Posición)	Reino Unido	-344 217,00	-0,28
	Salud (1 Posición)	Francia	-987 177,00	-0,82
	Salud (1 Posición)	Reino Unido	-1 719 346,00	-1,42
	Productos Industriales (1 Posición)	Alemania	-644 675,00	-0,53
	Productos Industriales (1 Posición)	Dinamarca	-1 051 105,00	-0,87
	Productos Industriales (1 Posición)	España	-846 092,00	-0,70
	Productos Industriales (1 Posición)	Irlanda	-939 755,00	-0,78
	Productos Industriales (2 Posiciones)	Suecia	-3 672 215,00	-3,04
	Petróleo y Gas (1 Posición)	Dinamarca	-479 369,00	-0,40
	Índices regionales (6 Posiciones)	Europa	-44 711 740,00	-36,98
Fuera de la Unión Europea			-15 676 932,00	-12,96
	Salud (1 Posición)	Suiza	-4 150 672,00	-3,43
	Productos Industriales (2 Posiciones)	Suiza	-888 388,00	-0,73
	Telecomunicaciones (1 Posición)	Suiza	-1 165 448,00	-0,96
	Índices regionales (1 Posición)	Estados Unidos	-7 017 091,00	-5,80
	Índices regionales (1 Posición)	Turquía	-2 455 333,00	-2,03
Inversión renta variable			113 532 193,34	93,89
Exposición neta a la renta variable			44 936 440,34	37,16