



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral diciembre 2025

El segmento Europa small cap continúa olvidado

El año 2025 ha venido marcado por la volatilidad de los mercados vinculada a las decisiones de política arancelaria de los Estados Unidos y las altas expectativas generadas en torno al desarrollo de la inteligencia artificial. Nuestro fondo a pesar de que ha conseguido un resultado positivo en el año ha quedado rezagado respecto a sus índices comparables debido principalmente a no estar presente en las industrias que han tenido un mejor comportamiento en Europa (defensa y sector financiero) y a que un año más el segmento de empresas de pequeña capitalización continúa ignorado por los inversores. A pesar de ello seguimos generando una buena rentabilidad en el largo plazo y estamos convencidos de que la tendencia actual cambiará y el viento empezará a soplar a nuestro favor, lo que en un contexto general de valoraciones exigentes convierte a Equam en una magnífica alternativa para generar en los próximos años sólidos retornos con riesgo acotado.

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

Buscamos rentabilizar el capital con inversiones a largo plazo en negocios sólidos, comprados a 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.

Incometric Fund - EQUAM Global Value FCP es un fondo UCITS V, registrado en la CNMV.

Evolución reciente del fondo y perspectivas.

Aunque hemos conseguido una revalorización del 6,6% en 2025, el fondo ha tenido un peor comportamiento que los índices.

Durante el año 2025, el fondo **Equam Global Value** ha obtenido una rentabilidad positiva del **6,6%**, aunque ha quedado por detrás de los principales mercados europeos y mundiales (revalorización del **19% del MSCI Europa con dividendos** y del **17% del S&P 500**).

Este peor comportamiento relativo no se ha debido a errores de inversión relevantes ni a razones estructurales que nos hagan preocuparnos por el comportamiento futuro del fondo. Aunque siempre es difícil interpretar los movimientos de corto plazo de los mercados, consideramos que la desviación registrada este año se explica principalmente por los siguientes factores:

- **Ausencia de exposición** en la cartera a sectores que han tenido un comportamiento excepcional en 2025 dentro de los mercados europeos, como el sector bancario (revalorización del 75%) y el sector defensa (revalorización del 46%).
- El segmento de **compañías europeas de pequeña y mediana capitalización** continúa, desde hace varios años, siendo ampliamente ignorado por la comunidad inversora. Los flujos de capital hacia este tipo de compañías son muy limitados, lo que provoca que muchas de ellas sigan cotizando a valoraciones significativamente inferiores a su valor intrínseco. Adicionalmente, esta falta de interés hace que las mejoras operativas progresivas en los negocios no se reflejen adecuadamente en las cotizaciones, mientras que cualquier sorpresa negativa o desviación frente a las expectativas suele traducirse en fuertes caídas bursátiles.

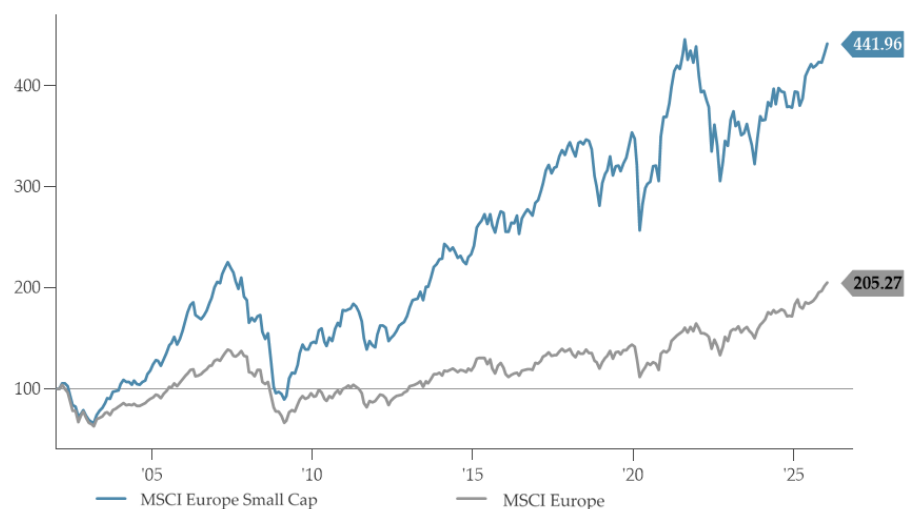
A pesar de este peor comportamiento en los últimos años, históricamente este segmento ha generado retornos bursátiles muy superiores a los de las compañías de mayor capitalización. Esto se explica, entre otros factores, por:

- ✓ La mayor capacidad de crecimiento de las compañías de menor tamaño.
- ✓ La existencia de más oportunidades de inversión a valoraciones atractivas, debido a una menor cobertura por parte de analistas e inversores.
- ✓ Un mayor número de compañías con accionistas de referencia, generalmente más alineados con la generación de valor a largo plazo.
- ✓ Posiciones competitivas sólidas en nichos de mercado específicos, poco atractivos para grandes compañías.

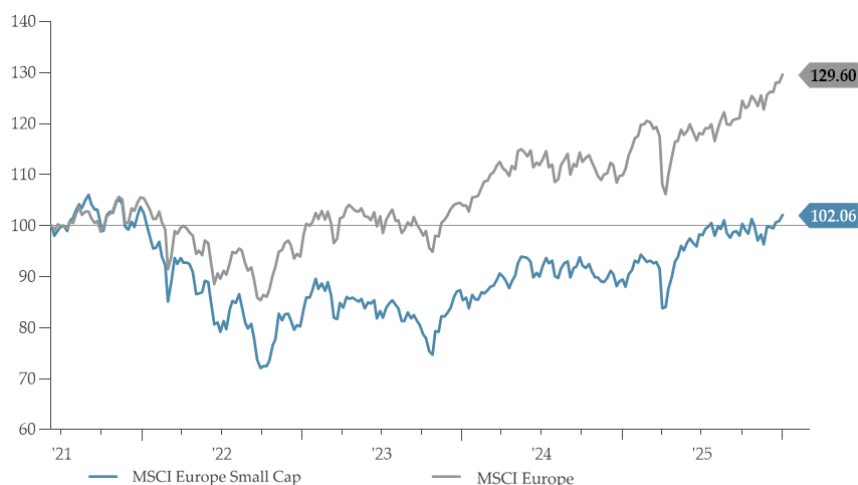
A pesar de que llevamos varios años de peor comportamiento, el segmento de pequeñas y medianas compañías ha permitido históricamente obtener mejores retornos que los índices generales.

En las siguientes tablas se muestra el comportamiento en los mercados europeos del segmento de pequeña capitalización frente a las grandes compañías, tanto en el corto como en el largo plazo. Así podemos ver cómo mientras que desde 2002 las small caps han batido ampliamente al mercado, en los últimos años su comportamiento ha sido bastante peor que el de los índices generales.

Evolución Small Cap versus Mercado Europeo – Europa 2000-2025



Evolución Small Cap versus Mercado Europeo 2021-2025



- Por otro lado, el **sector petróleo**, donde el fondo mantiene un peso aproximado del 10%, ha tenido un comportamiento negativo tras el denominado “*Liberation Day*”, debido a las dudas sobre la evolución futura de la demanda de petróleo. No obstante, las compañías del sector presentes en nuestra cartera siguen mostrando un sólido desempeño financiero, balances robustos y continúan cotizando a valoraciones muy atractivas.

A modo de ejemplo, la siguiente tabla muestra la evolución financiera de **Expro Holdings**, que pese a su buena evolución en los últimos años cotiza actualmente a un múltiplo de **4,5x EV/EBITDA**.

Evolución Financiera Expro Holdings

\$ mn	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
Revenues	1.065	1.143	1.279	1.513	1.713	1.725
EBITDA	106,5	160,0	230,2	287,4	342,6	362,2
Margin	10,0%	14,0%	18,0%	19,0%	20,0%	21,0%

- Asimismo, dos compañías de la cartera, **Hedlam** y **Takkt**, se encuentran inmersas en procesos de reestructuración. Somos optimistas respecto a su recuperación en los próximos años. El resto de la cartera continúa con una evolución operativa normal, si bien las compañías industriales han mostrado un peor comportamiento relativo durante el ejercicio.

Mantenemos una cartera de compañías con buenos negocios, líderes en los mercados en los que operan y que está cotizando a unas valoraciones muy atractivas.

Como hemos señalado en numerosas ocasiones, somos inversores a largo plazo y estamos firmemente convencidos de que invertir en el fondo en los niveles actuales representa una excelente oportunidad para generar retornos atractivos en los próximos años. En los 11 años desde el lanzamiento del fondo hemos atravesado múltiples entornos de mercado y nuestro modelo de inversión no ha cambiado ya que estamos convencidos de que la consistencia y la disciplina son elementos clave para el éxito a largo plazo. Seguimos fieles a nuestros principios: invertir en buenos negocios, con balances sólidos, equipos gestores alineados y valoraciones atractivas.

Actualmente, la cartera del fondo está compuesta por compañías de alta calidad, con crecimientos razonables y niveles de apalancamiento controlados, que cotizan a valoraciones muy atractivas y significativamente inferiores a las de los principales índices europeos y estadounidenses, en gran medida como hemos comentado por la falta de interés inversor. La siguiente tabla muestra el descuento al que cotiza el fondo frente a dichos índices.

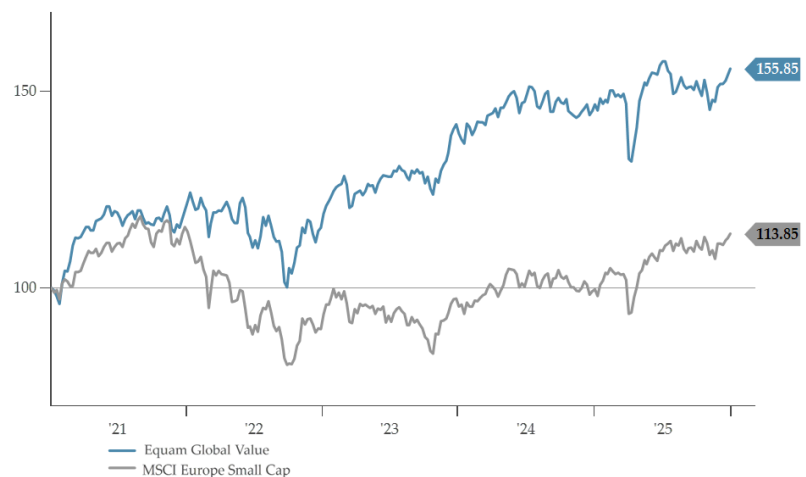
Valoración Actual Equam vs Índices Europeos y Americanos

	PE FY1	P to Book	EV/EBITDA	FCF yield	Dividend Yield
EQUAM	9,3x	1,4x	5,6x	9,4%	3,5%
<i>Stoxx Europe 600</i>	<i>14,5x</i>	<i>2,0x</i>	<i>9,6x</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,4%</i>
<i>S&P 500</i>	<i>22,8x</i>	<i>4,9x</i>	<i>15,6x</i>	<i>3,4%</i>	<i>1,4%</i>
<i>Nasdaq</i>	<i>29,3x</i>	<i>6,5x</i>	<i>18,2x</i>	<i>2,8%</i>	<i>0,9%</i>
<i>μ 7 magníficos</i>	<i>28,1x</i>	<i>17,7x</i>	<i>34,8x</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,2%</i>

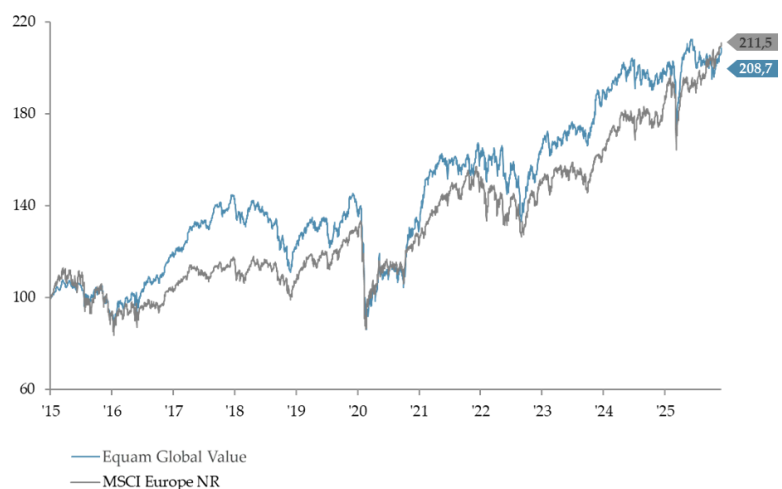
Estamos convencidos de que, en los próximos años, las cotizaciones de estas compañías acabarán reflejando el valor real de sus negocios. Aunque resulta imposible anticipar cuándo se producirá este cambio o qué factores actuarán como catalizadores, creemos que la única estrategia adecuada es mantener una ejecución rigurosa y disciplinada de nuestro proceso de inversión, junto con la necesaria paciencia.

En resumen, invertimos en un segmento de mercado que históricamente ha generado retornos superiores a los índices generales y, además, nuestro fondo ha logrado un mejor comportamiento que los índices de pequeña capitalización.

Evolución Equam Global Value en su categoría



Evolución de Equam frente a Índices Europeos

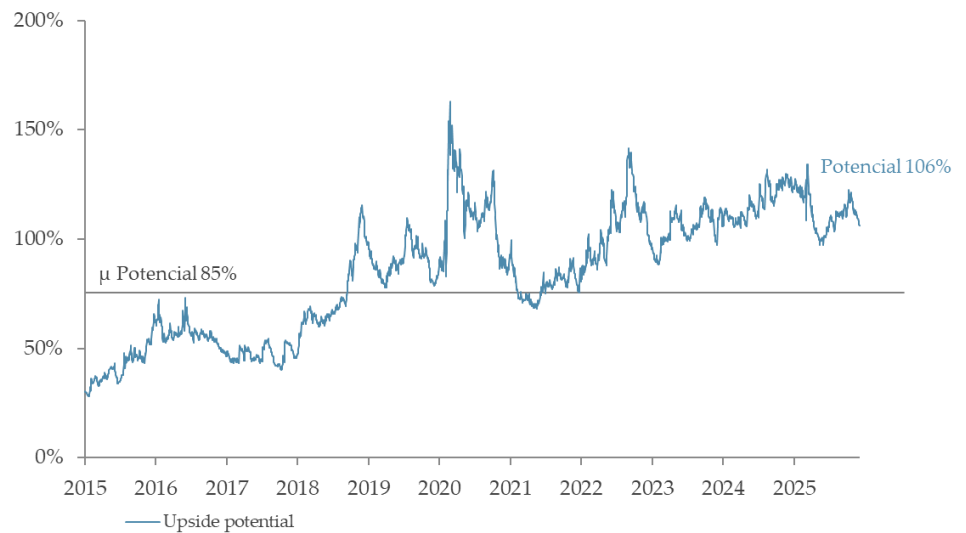


Hemos conseguido un retorno del 7% desde lanzamiento, en línea con el mercado, pero muy por encima del segmento de “small caps” europeo que, aunque en los últimos años ha quedado rezagado, históricamente lo ha hecho mucho mejor que los índices.

Por el contrario, los mercados se encuentran actualmente muy concentrados en un número reducido de grandes compañías que, por su tamaño y los elevados niveles de valoración alcanzados, ofrecen un potencial de rentabilidad limitado a largo plazo.

Como consecuencia de todo lo anterior, el potencial de revalorización estimado del fondo se sitúa en **máximos históricos del 106%**, frente a una media del **85%** desde su lanzamiento.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo



El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos, entorno del 106%.

El año 2025 en perspectiva

El ejercicio 2025 ha venido definido por dos grandes vectores estratégicos para los mercados financieros. En primer lugar, las políticas arancelarias impulsadas por la administración estadounidense, que han introducido distintos niveles de tarifas sobre determinadas importaciones, generando un aumento de la incertidumbre macroeconómica. En segundo lugar, el rápido avance de la inteligencia artificial (IA) y su creciente influencia sobre la actividad económica y el comportamiento de los mercados bursátiles.

En relación con el frente comercial, nuestra valoración sigue siendo consistente con la expresada en notas anteriores: las políticas proteccionistas tienden a ser negativas para el crecimiento económico y la eficiencia del sistema en el largo plazo. La reacción inicial de los mercados en abril reflejó esta preocupación, con correcciones significativas en los activos de riesgo. Sin embargo, la posterior decisión de la administración estadounidense de aplazar y moderar la implementación de los aranceles permitió una normalización progresiva del sentimiento inversor y una recuperación de las cotizaciones.

Esta recuperación de los mercados en la segunda parte del año vino impulsada adicionalmente por las altas expectativas generadas en torno a la temática de la inteligencia artificial. Existe un consenso amplio en que la IA tendrá un impacto estructural y transformador sobre la economía global en las próximas décadas. No obstante, desde una perspectiva de inversión, el debate clave no es el potencial tecnológico, sino si nos encontramos ante una burbuja financiera y si la capacidad de las compañías actualmente expuestas a la IA para convertir dicho potencial en retornos sostenibles justifican las exigentes valoraciones a las que cotizan muchas de ellas.

La cuestión central es si el volumen extraordinario de inversión que están acometiendo las grandes empresas tecnológicas podrá traducirse en una rentabilidad adecuada del capital empleado. Para validar las expectativas actuales, la IA debería generar en torno a 2 billones de dólares de ingresos anuales en

2030, una cifra comparable al tamaño combinado actual de los mercados de software y publicidad, lo que introduce un elevado grado de exigencia en los escenarios de crecimiento. A este reto se añaden otros riesgos relevantes: la acelerada obsolescencia tecnológica, el fuerte incremento de las necesidades energéticas, el uso intensivo de apalancamiento financiero y la existencia de flujos de ingresos circulares dentro del propio ecosistema de la IA, que pueden distorsionar la percepción real del crecimiento.

En este contexto, el balance entre oportunidades y riesgos sigue siendo complejo y con escasa visibilidad. La experiencia histórica muestra que los grandes cambios tecnológicos suelen ir acompañados de fases de sobreinversión y extrapolación excesiva de expectativas. En nuestra opinión, la inteligencia artificial concentra actualmente capital y narrativas de crecimiento a una escala que exige un enfoque selectivo, disciplinado y prudente desde el punto de vista de la asignación de activos y creemos que existen otro tipo de compañías en los mercados que ofrecen una mucho mejor oportunidad de inversión de cara a los próximos años.

Nuevas Inversiones en 2025

En el conjunto del año 2024 hemos realizado un total de 6 inversiones tal y como se muestra en la siguiente tabla.

Nuevas Inversiones en 2025

1T compras	2T compras	3T compras	4T compras
  			

En el cuarto trimestre del año realizamos una nueva inversión en **Amrest Holdings**. Hemos invertido en esta compañía del sector de comida rápida tras la venta de otra compañía del mismo sector, Ibersol, que había experimentado una fuerte revalorización en los últimos meses.

Amrest opera un porfolio de marcas propias y de terceros con más de 1.600 tiendas de comida rápida en Europa, Oriente Medio y Asia con una fuerte presencia en diferentes países de Europa del Este. En estos países el grado de desarrollo de las distintas marcas es mucho más que pequeño que en Europa Occidental y el potencial de crecimiento y expansión de la red de tiendas muy alto. Adicionalmente, la compañía tiene presencia en China con la marca propia Blue Frog, un país en el que la evolución reciente no ha sido muy positiva debido a la situación frágil de la economía después de la pandemia, pero donde las perspectivas de medio plazo son positivas.

Amrest Holdings – Descripción del Negocio



La compañía tiene como accionista principal a una familia mexicana antiguos propietarios de la cervecera Grupo Modelo (Coronita). A los niveles actuales la compañía está cotizando por debajo de 5x Valor empresa sobre EBITDA cuando los múltiplos que se están pagando por compañías semejantes en el sector privado se sitúan en el rango de 8-10x.

Como comentábamos hemos decidido cambiar nuestra inversión en Ibersol por Amrest. Ibersol es una compañía muy similar a Amrest, operando marcas semejantes como KFC o Pizza Hut, aunque con una exposición geográfica restringida a España y Portugal. En ambos casos se trata de compañías que tienen un accionista de referencia que operan las compañías desde una perspectiva de largo plazo. En una nueva demostración de la irracionalidad de los mercados, el comportamiento bursátil de las dos compañías en los últimos trimestres ha sido totalmente contraria haciendo que Amrest pasara de cotizar a una prima sobre Ibersol a un descuento bastante alto (Amrest está cotizando actualmente a 4,8x EV/EBITDA frente a las 5,8x EV/EBITDA de Ibersol).

Comportamiento Bursátil Amrest versus Ibersol



Nuevas Ofertas de Compra en 2025






Durante el último trimestre del año 2025 hemos recibido el anuncio de dos potenciales nuevas ofertas sobre compañías de la cartera, Allfunds y Hotei Properties Socimi, que se unen a la recibida durante el año por la compañía hotelera irlandesa Dalata.

En el caso de **Allfunds**, Deutsche Bourse Group ha confirmado que está en conversaciones exclusivas con Allfunds Group PLC para estudiar una posible adquisición del 100% de la compañía. El acuerdo aún no es definitivo ni vinculante y depende de condiciones habituales como la due diligence, la aprobación de los consejos de administración y las autorizaciones regulatorias, aunque ya ha recibido el apoyo del consejo de administración de Allfunds y de sus principales accionistas. La propuesta valora Allfunds en unos €5.300 millones, o alrededor de €8,80 por acción. La oferta incluye un pago de €4,30 en efectivo, €4,30 en nuevas acciones de Deutsche Börse y un dividendo especial de €0,20 por acción correspondiente al ejercicio 2025, a pagar en 2026.

Adicionalmente, recientemente se ha anunciado que el accionista principal de otra de nuestras participadas (**Hotei Properties Socimi**) está en negociaciones con un potencial comprador para vender su participación mayoritaria lo que

inevitablemente llevaría, en caso de que se confirme una propuesta en firme a una oferta pública de compra por el 100% de la compañía. Recordemos que esta compañía ya repartió un dividendo extraordinario que representaba alrededor del 50% de su capitalización a raíz de la venta de uno de sus activos.

Ofertas Recientes de compra Empresas Equam

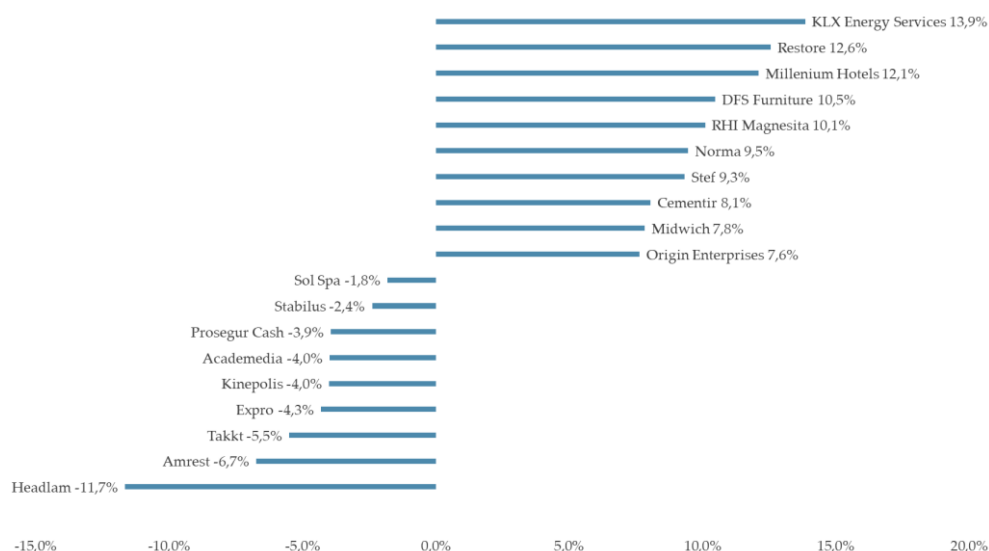
Fecha	Compañía	País	Tipo transacción	Precio oferta	Prima	Comprador
Abr-24	 Keywords Studios Imagine More	UK	Cash	24,5	73,0%	EQT
Nov-24	 TI Fluid Systems	UK	Cash	2,3	40,0%	ABC T
Jun-25	MARLOWE	UK	Cash	4,6	27,0%	Mitie PLC
Jul-25	 DALATA HOTELS GROUP PLC	UK	Cash	6,4	36,0%	Eiendomsspar
Nov-25	 allfunds	UK	Pendiente de finalización			
Dic-25	 Millennium Hotels	ES				

Situación de la cartera.

Después de las nuevas compañías que hemos incorporado a la cartera, mantenemos inversión en 44 compañías. La liquidez del fondo se sitúa en niveles del 0,3%, en niveles mínimos debido al gran potencial que tenemos en la cartera y las bajas valoraciones.

La siguiente tabla muestra la evolución de las mejores y peores compañías de la cartera en el trimestre:

Compañías con Mejor/Peor Comportamiento en el trimestre



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
RHI Magnesita	GBP	5,4%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
DFS Furniture	GBP	5,1%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
Expro Group	USD	4,9%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
SeSa	EUR	4,4%	Líder en Italia en servicios de IT y consultoría.
TGS	NOK	4,1%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Mondadori	EUR	4,0%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
Allfunds Group	EUR	3,9%	Mayor plataforma de distribución de FI, ETF.
Befesa	EUR	3,7%	Líder en reciclaje y procesado residuos industria acero.
Inchcape	GBP	3,4%	Líder distribución y venta vehículos 1º marcas en LATAM.
NORMA Group	EUR	3,3%	Líder alemán en fabricación de abrazaderas y conectores.
Origin Enterprises	EUR	3,0%	Líder UK en servicios agrónomos especializados.
Prosegur Cash	EUR	3,0%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
Domino's Pizza	GBP	2,8%	Líder en segmento pizza en UK. Cíclica.
AcadeMedia	SEK	2,5%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política.
Cellularline	EUR	2,5%	Líder europeo en fabricación de accesorios para tecnología.
Total top 15		55,9%	
Total portfolio		99,3%	
Liquidez		0,7%	
Total		100%	

Descripción

EQUAM Global Value invierte a largo plazo en una cartera diversificada de compañías, principalmente Europeas, que tengan un modelo de negocio claro, estructura de capital sólida y que coticen a un descuento significativo sobre su valor intrínseco.

EQUAM Global Value está gestionado con criterios estrictos de análisis de riesgo para minimizar la posibilidad de pérdida permanente de capital. Invertimos sólo en situaciones en las que el riesgo es cuantificable y asumible y donde el potencial de revalorización excede de modo asimétrico cualquier posible escenario negativo. El fondo se gestiona de forma activa y toma solo como ejemplo comparativo la rentabilidad del MSCI EUROPE NR no teniendo como ánimo de gestión superar dicho índice

En ausencia de oportunidades atractivas de inversión, preferimos mantener liquidez. EQUAM Global Value es un fondo (FCP) UCITS domiciliado en Luxemburgo, que está registrado en CNMV y es traspasable.

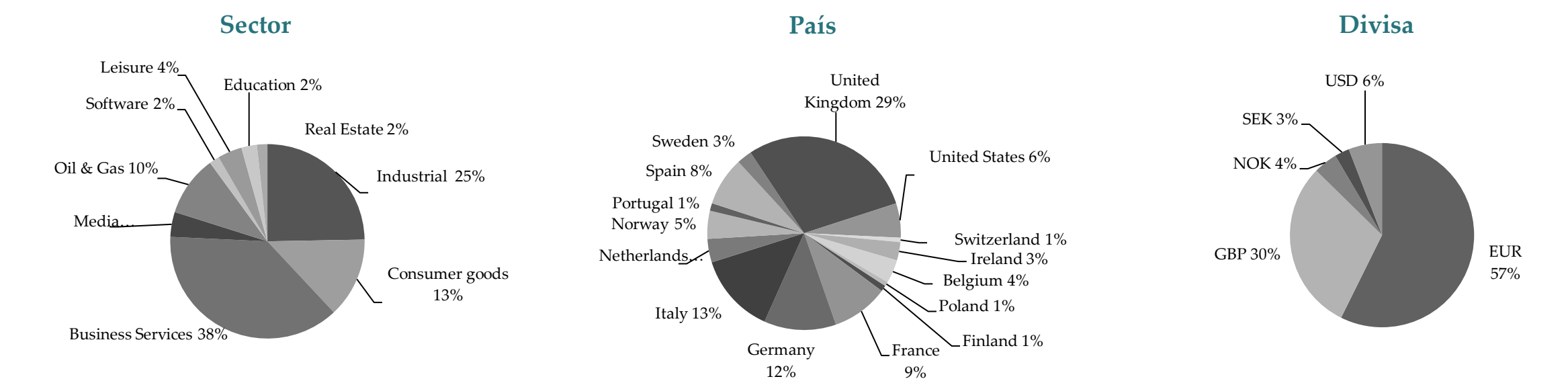


Principales Posiciones y rentabilidad

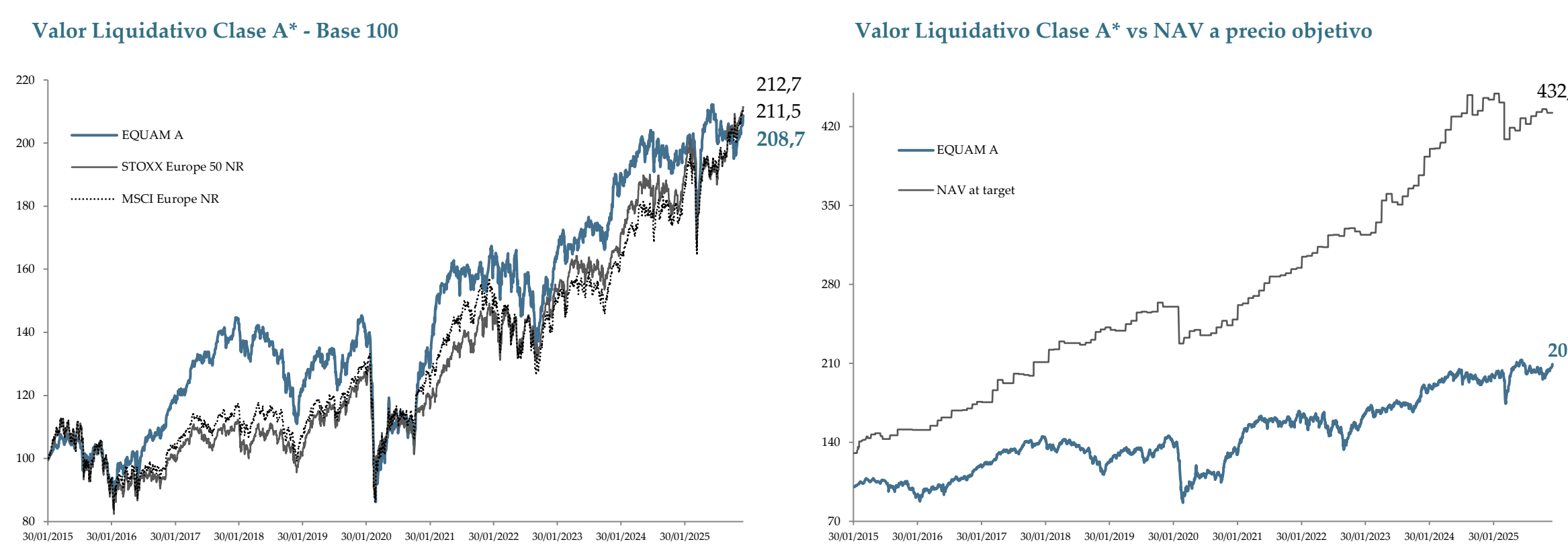
		Potencial de revalorización del fondo	106%	Nº de inversiones	44	
		Evolución vs índices	MSCI	stoxx 50	Equam vs	
Compañía	Peso		Europe NR	NR	MSCI	
RHI Magnesita NV	5,4%	1 mes	2,9%	2,7%	2,5%	0,3%
DFS Furniture PLC	5,1%	3 meses	3,4%	3,1%	3,1%	0,3%
Expro Group Holdings N.V.	4,9%	2025	6,6%	19,4%	17,4%	-12,8%
SeSa S.p.A.	4,4%	2024	3,0%	8,6%	8,2%	-5,6%
TGS ASA	4,1%	2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	4,0%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%
Allfunds Group plc	3,9%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%
Befesa SA	3,7%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
Inchcape plc	3,4%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
NORMA Group SE	3,3%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
Total Top 10	42,2%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
Total cartera de Renta variable	99,3%	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
Liquidez	0,7%	2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
		Acum Inicio	108,7%	111,5%	112,7%	-2,8%
Patrimonio: 76 millones		Anualizado inicio	7,0%	7,1%	7,2%	-0,1%

* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.
** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Resumen de exposición de la cartera



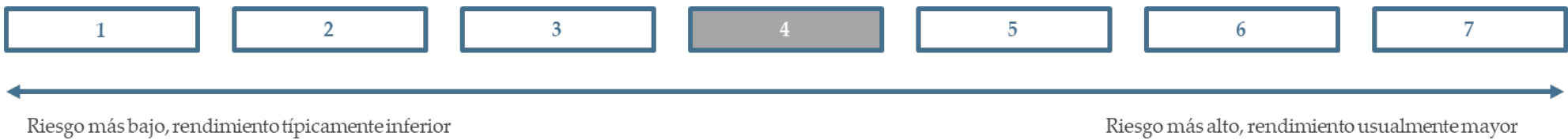
Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera



*El cálculo del potencial es meramente informativo, elaborado de forma interna por el equipo gestor. En ningún caso está garantizado. Las cantidades se expresan en euros y el uso de los índices es meramente informativo y no tiene carácter contractual, no estando comprometida la rentabilidad del fondo al desempeño de los índices

Incometric Fund - Equam Global Value

Indicador de riesgo:



Bloomberg (Clase A)	EQUAMVA LX
ISIN Clase A	LU0933684101
ISIN Clase B	LU0933684283
ISIN Clase C	LU1274584488
ISIN Clase D	LU1274584991

Traspasable	SI, N° CNMV: 587
Fees Class A	1% patrim + 8% beneficio
Fees Class B	1,85% NAV
Fees Class C	1% NAV (min 5 MEUR)
Fees Class D	1,25% NAV (min 1 MEUR)

Asesor del fondo	Equam Capital
Sociedad Gestora	ADEPA Asset management
Depositario	Quintet
Registro de participes	ADEPA Asset management

Este documento tiene únicamente fines informativos, no debe usarse para como documento contractual para invertir en el fondo. El indicador de riesgo para este producto es 4/7. El escenario de inversión recomendado es el de largo plazo (5-7 años) La compra de participaciones del Fondo es adecuada para inversores que comprenden y están dispuestos a asumir los riesgos que implica la filosofía de inversión. No hay garantías de que se cumplirán los objetivos de inversión declarados del Fondo. El resumen / precios / cotizaciones / estadísticas de este documento se ha obtenido de fuentes consideradas confiables, pero no garantizamos su exactitud o integridad. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. El rendimiento pasado es no es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo por escrito de Adepa Asset Management S.A. Para más información consultar documentación legal del fondo (KIID-Prospectus) disponible en 3w.Adepa.com.