



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral marzo 2026

Una cartera sólida para la incertidumbre geopolítica

Durante el primer trimestre hemos mantenido la disciplina en la selección de negocios de calidad con flujos de caja predecibles y balances sólidos que cotizan a valoraciones atractivas. Los resultados de nuestras inversiones durante 2025 han mostrado estabilidad a pesar de los aranceles, de la debilidad del crecimiento en Europa y de la caída del dólar. El potencial de revalorización del fondo se sitúa en niveles históricamente elevados a pesar de la volatilidad provocada por el conflicto en Irán.

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.

Hemos conseguido un retorno del 6,5% desde lanzamiento, en línea con el mercado, pero muy por encima del segmento de “small caps” europeo.

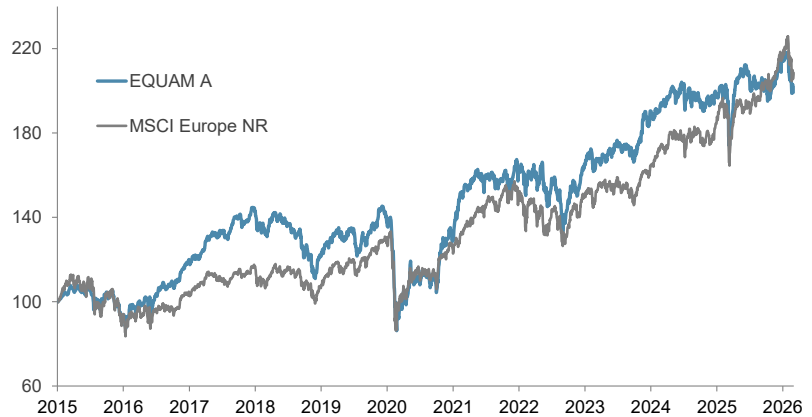
Durante el primer trimestre del año el fondo ha tenido una evolución ligeramente peor que sus índices comparables. Hasta el 31 de marzo presentó una caída del 3,4 % comparado con una caída del 3,2 % de los índices mundiales y del 1 % de los índices europeos con dividendos. Este diferencial se explica principalmente por el efecto negativo del conflicto en Irán, que generó una fuerte volatilidad en los mercados de energía y una corrección generalizada en las bolsas, especialmente en el segmento de small & mid cap europeo donde el fondo está concentrado.

El conflicto, que se intensificó a finales de febrero con los ataques conjuntos de EE. UU. e Israel y la respuesta iraní, provocó un cierre temporal del estrecho de Ormuz y un repunte inmediato de los precios del petróleo Brent por encima de los 100-120 dólares por barril. Esta subida, junto con la incertidumbre sobre posibles interrupciones en el suministro energético global, provocó caídas generalizadas en los índices europeos y asiáticos (con descensos de entre el 1 % y el 6 % en los principales selectivos) y una rotación hacia activos defensivos. Las compañías de menor capitalización, más sensibles a los choques de riesgo y con menor liquidez, sufrieron un impacto desproporcionado.

A pesar de este entorno adverso, mantenemos la convicción en la cartera. Las caídas han permitido reforzar posiciones en valores de calidad que cotizan a descuentos aún mayores respecto a su valor intrínseco. Desde el lanzamiento del fondo, Equam ha obtenido una rentabilidad anual del 6,5%, equivalente al del resto de índices europeos con dividendos.

Aunque hemos perdido la ventaja que acumulábamos respecto a los índices europeos, pensamos que se trata de una situación temporal porque las valoraciones de nuestra cartera son extremadamente atractivas y las compañías tienen negocios estables que resistirán bien en un entorno de incertidumbre como el actual.

Evolución de Equam frente a Índices Europeos

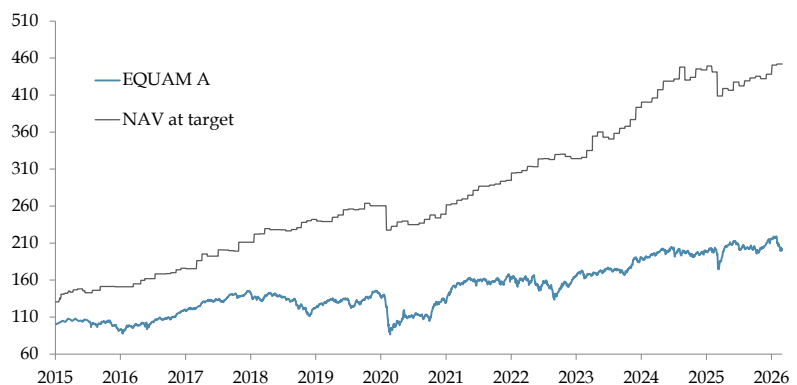


Por el contrario, los mercados se encuentran actualmente muy concentrados en un número reducido de grandes compañías que, por su tamaño y los elevados niveles de valoración alcanzados, ofrecen un potencial de rentabilidad limitado a largo plazo.

Como consecuencia de todo lo anterior, el potencial de revalorización estimado del fondo se sitúa en **máximos históricos del 126%**, 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 126%.



Resultados 2025 publicados este trimestre

Los resultados que han presentado nuestras compañías durante el primer trimestre muestran estabilidad, con volúmenes de venta similares a los del ejercicio anterior y sin crecimientos ni caídas significativas. Todo ello a pesar de que la subida de aranceles por parte de EEUU, la caída del dólar y la situación de las economías europeas han lastrado su evolución.

Las economías europeas están creciendo a ritmos en general muy lentos (en 2025 el PIB creció un 0,4% en Alemania, un 0,9% en Francia, un 1,4% en Reino Unido y un 0,3% en Italia) y varias industrias están atravesando momentos bajos del ciclo. La estabilidad de estos resultados nos demuestra que la cartera está preparada para entornos de volatilidad e incertidumbre.

Las principales cuestiones que han afectado a nuestras compañías son las siguientes:

- Debilidad del sector industrial, por el bajo nivel de actividad y por la dura competencia de las empresas de origen chino. Algunas de nuestras compañías expuestas al sector industrial han presentado ligeras caídas en ventas, como **RHI** y **Befesa**, afectadas por la menor producción de acero y por las importaciones de China. A pesar de la situación Befesa ha mejorado sus márgenes y ebitda y RHI sólo ha sufrido una contracción del 4% en ebitda a tipo de cambio constante. Estas compañías cotizan a una rentabilidad por flujo de caja libre (FCFy) superior al 10%. También el sector del papel y la pulpa, en el que hemos invertido a través de **Navigator**, ha sufrido caídas de precio por la baja demanda y la presión de precios en China. No obstante, en los últimos meses de 2025 y primeros meses de 2026 los precios del papel y la pulpa han empezado a recuperarse.
- El sector automoción, en el que hemos invertido en **Stabilus**, **CIE**, **Norma** e **Inchcape** también atraviesa un momento de transición y está afectado por la

sobrecapacidad en China, la dura guerra de precios en ese país y sus exportaciones de vehículos eléctricos a bajos precios. Nuestras compañías han presentado debilidad en sus actividades en Asia por la comentada guerra de precios de los productores chinos pero el resto de sus mercados se han comportado bien y nuestras compañías han conseguido mantener niveles de rentabilidad más o menos estables. También estas inversiones están cotizando a un FCFy de entre 10% y 15% publicado.

- En Reino Unido la situación económica ha estado afectada negativamente por la subida de impuestos del gobierno laborista y por la debilidad del consumo. Sin embargo, **B&M**, **Macfarlane** y **Domino`s Pizza** han conseguido mejorar su nivel de ingresos, en algunos casos por el cambio de perímetro de consolidación, y los volúmenes en general han sido estables o crecientes a pesar de la debilidad del consumo. También estas compañías están cotizando a más de un 10% FCFy. En este entorno de debilidad destaca la excelente evolución de los resultados de **DFS Furniture**, que está recuperándose bien de la fase baja del ciclo con un crecimiento del +8,7% en ingresos. También la empresa de servicios veterinarios **CVS** ha mejorado sus ventas (+5,8%) y **Restore** ha crecido un 27% en ingresos y un 18% en beneficio operativo.
- Fuera del Reino Unido han presentado buenos resultados **AcadeMedia**, nuestra empresa sueca de educación que sigue creciendo a un ritmo del 5% en ingresos y del 19% en beneficio operativo y **Sesa**, la sociedad italiana de software y sistemas cuyas ventas han crecido un 7,5% y el beneficio operativo un 8,2%.
- Nuestras empresas del sector Oil & Gas **Expro**, **TGS** y **KLX Energy** presentaron una caída de ingresos de entre el -10% de **KLXE**, el -13% de **Expro** y el -16% **TGS**. Hasta febrero de 2026, cuando comenzó el conflicto de Irán, que cerró el estrecho de Ormuz y bloqueó las exportaciones del Golfo Pérsico, las proyecciones de la Agencia Internacional de la Energía mostraban un

exceso global de producción para 2026 y 2027 y una caída de precios del petróleo por debajo de 60\$. Esta proyección de menores precios del petróleo llevó a las petroleras a reducir inversión en exploración. A pesar de esta caída de ingresos el EBITDA de Expro creció un 1,4%. TGS y KLX tuvieron una reducción de beneficios del -9% y -15% respectivamente. En 2026 estas compañías han experimentado una revalorización considerable.

Durante 2026 estamos viendo una incipiente recuperación de algunas de estas industrias que si se consolida podría dar lugar a revalorizaciones significativas de la cartera, por el doble efecto de la mejora de resultados y la expansión de múltiplos, de cotización que están muy deprimidos.

Nuevas Inversiones en el primer trimestre

Durante el trimestre hemos iniciado posiciones en tres nuevas compañías que encajan perfectamente en nuestra estrategia de inversión en negocios de alta calidad con flujos de caja predecibles, balances sólidos y valoraciones atractivas.

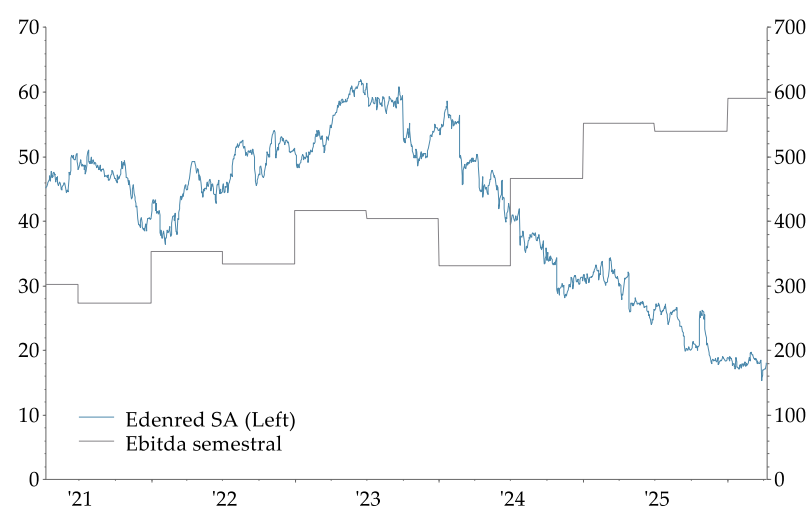
Edenred es el líder mundial en servicios relacionados con beneficios y fidelización de empleados - como la gestión de cheques restaurante - que ha ido diversificando su actividad a la gestión de flotas y movilidad profesional y soluciones de pago B2B. Opera en 44 países y conecta a más de 60 millones de usuarios con más de 2 millones de comercios y más de 1 millón de clientes corporativos que le otorgan una ventaja competitiva muy considerable por el “efecto red” del negocio. Aproximadamente el 70 % de sus ingresos operativos procede de mercados en los que es líder y es el mayor operador del sector por delante de Pluxee (antiguo Sodexo). Se trata de un negocio muy estable y predecible con unas barreras de entrada a la competencia muy sólidas.

En 2025 registró ingresos operativos de 2.732 millones, (+6,2%) y un EBITDA de 1.360 millones de euros (+11,2%), con un margen del 45,9%. La deuda neta se redujo un 31 % hasta 1.241 millones de euros, lo que sitúa la ratio deuda en ebitda 0,9x. La generación de caja libre alcanzó 1.111 millones de euros, con una tasa de conversión del 82% del ebitda.

A pesar de estos buenos resultados y de la extraordinaria solidez del modelo de negocio por el potente “efecto red”, la compañía ha sufrido varios contratiempos en el ejercicio. El modelo de negocio ofrece una posición tan dominante en su mercado que varios reguladores han intervenido para compensar su fortaleza, limitando las comisiones que cobran a los comercios de su red, en Italia y más recientemente en Brasil. Edenred piensa que puede ajustarse a estos cambios, y que puede reducir las comisiones a los comercios y subirlas a los clientes corporativos, que en algunos casos tienen comisiones negativas, de forma que después de un periodo de transición la rentabilidad se recuperará. En Brasil Edenred ha recurrido las

medidas del gobierno y el recurso ha sido admitido, por lo que en 2026 no se le aplicarán estas limitaciones. Edenred espera alcanzar un ebitda de unos 1.200 millones de euros en 2026, un 10% inferior al de 2025, y una conversión en FCF del 65% hasta los 800 millones de euros. Si se cumpliera esta previsión la sociedad estaría cotizando a un 18% de FCFy. En el supuesto de que todas las medidas decretadas (recurridas y suspendidas) en Brasil entraran en vigor en 2026, estiman un FCF de 430 millones, equivalente a un FCFy del 10%. La diversificación geográfica y por líneas de negocio (Benefits & Engagement, Mobility y Payment Solutions), junto con su posición de liderazgo y la transición digital, garantizan flujos de caja estables incluso en los entornos regulatorios más complejos y como puede comprobarse en el siguiente gráfico, estamos comprando al precio más bajo de los últimos 5 años.

Cotización Edenred SA a 5 años y ebitda semestral



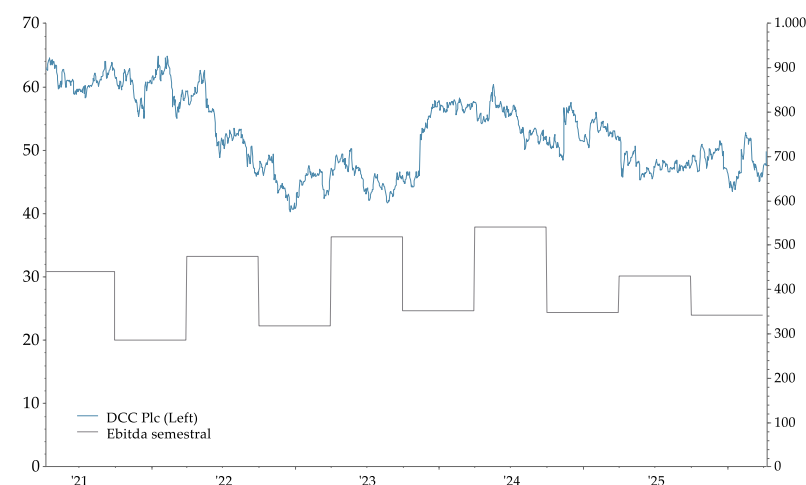
Fuente: FactSet Prices

DCC plc es un grupo británico líder en distribución y venta de combustibles y gases licuados con una presencia significativa en Europa y Norteamérica. Su negocio de distribución de combustibles es muy rentable, estable y predecible, con contratos a largo plazo en los que prácticamente no hay cancelaciones. El distribuidor instala un depósito de gran capacidad en el domicilio del consumidor a cambio de estabilidad en la compra de combustible y los contratos se mantienen durante una media de más de diez años por lo que la predictibilidad de los ingresos es muy alta. El RoCE de la división de energía se ha mantenido en el entorno del 18% en los últimos 8 años.

Hasta 2024 el grupo intentó diversificar a otras áreas como la distribución de productos tecnológicos y de salud, pero no se alcanzaron los objetivos de rentabilidad esperados y el grupo ha decidido volver a centrarse sólo en energía, la división que mejor crecimiento y ROCE ofrece. En abril de 2025 ha vendido la división de salud DCC Healthcare por 1.050 millones de libras con los que ha devuelto 700 millones de libras a los accionistas mediante recompra de acciones y ha anunciado otros 100 millones adicionales cuando cobren el “earn out” dentro de dos años. También ha vendido, en noviembre de 2025, parte de DCC Technology por otros 100 millones al fondo Aurelius, quedando el resto de la división pendiente de venta para finales de 2026 con un valor estimado de unos 600 millones de libras.

El resultado de este proceso es un grupo centrado solo en distribución de energía, un negocio muy rentable y estable y susceptible de crecer tanto de forma orgánica como con adquisiciones. La compañía tiene una capitalización de 4.200 millones de libras, una deuda neta de 250 millones, asumiendo la venta del resto de DCC Technology por 600 millones, es decir, un EV de 4.450 para un ebitda de 726 millones, equivalente a 6,1x ebitda. Nos parece una valoración muy atractiva para un negocio tan estable y rentable, sin deuda y que tiene un equipo que ha demostrado saber asignar capital de forma racional.

Cotización DCC plc a 5 años y ebitda semestral



Fuente: FactSet Prices

Verisure (Verisure Plc) es el líder global en servicios profesionales de gestión de alarmas para hogares y pequeñas empresas, con presencia en 18 países de Europa y Latinoamérica; la antigua “Securitas Direct”. Protege a más de 6,2 millones de clientes (crecimiento del 10 % en 2025), siendo el mayor competidor en 14 de sus 18 mercados. La gestión de alarmas es un negocio muy estable y predecible porque más del 90% de sus ingresos procede de suscripciones mensuales recurrentes con contratos que se renuevan automáticamente. Los clientes que dan de alta un servicio de alarmas suelen mantener el contrato durante una media de 15 años.

En 2025 alcanzó ingresos de 3.745 millones de euros, un crecimiento del 9,9% que demuestra su capacidad de crecimiento orgánico captando nuevos clientes. Obtuvo un EBITDA ajustado de 1.708 millones de euros (margen del 45,6%). La deuda neta se situó en aproximadamente 5.000 millones de euros, o 2,9x ebitda.

La oportunidad de inversión en Verisure surge tras la marcada caída después de su salida a bolsa el 8 de octubre de 2025. Como hemos comentado en otras ocasiones, evitamos invertir en IPOs porque las valoraciones y por tanto el riesgo de inversión, suelen ser altos. Verisure salió a bolsa a 13,25€ por acción y en estos momentos cotiza a unos 9,5€, lo que representa una capitalización de unos 10.000 millones de euros y un FCFy

superior al 10% si solo incluimos el capex necesario para mantener el número de clientes y tenemos en cuenta que el gasto financiero va a bajar de forma material en 2026 por la amortización de deuda tras el IPO.

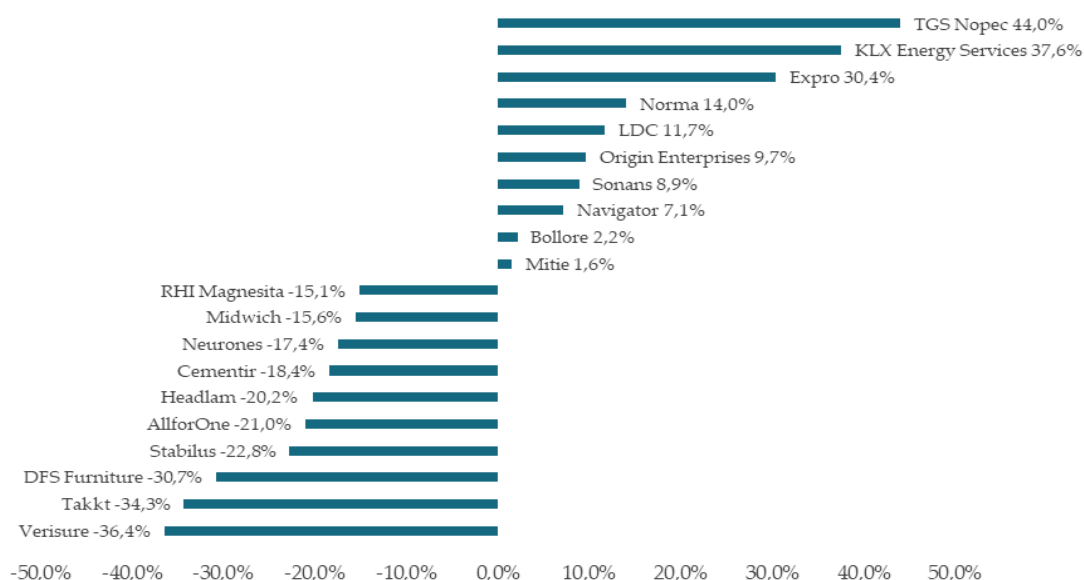
Estas tres inversiones refuerzan la cartera con negocios de calidad superior, balances prudentes y un alto grado de predictibilidad de caja, comprados en momentos de valoración atractiva y con potencial de revalorización a medio plazo.

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	5,1%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
SeSa	EUR	4,3%	Líder en Italia en servicios de IT y consultoría.
Expro Group	USD	4,1%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
TGS ASA	NOK	4,1%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
NORMA Group	EUR	4,0%	Líder alemán en fabricación de abrazaderas y conectores.
Mondadori	EUR	4,0%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
DFS Furniture	GBP	3,6%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
Edenred	EUR	3,3%	Líder mundial en servicios de pagos de empresas.
Inchcape	GBP	3,3%	Líder distribución y venta vehículos 1º marcas en LATAM.
Prosegur Cash	EUR	3,2%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
Origin Enterprises	EUR	3,1%	Líder UK en servicios agrónomos especializados.
DCC	GBP	3,1%	Lider UK en venta y suministro de combustible.
Domino's Pizza	GBP	3,0%	Líder en segmento pizza en UK. Cíclica.
Verisure	EUR	2,6%	Líder en sistemas de alarma y seguridad.
LDC	EUR	2,6%	Líder en Francia en venta y procesa de carne avícola.
Total top 15		53,3%	
Total portfolio		99,8%	
Liquidez		0,2%	
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.

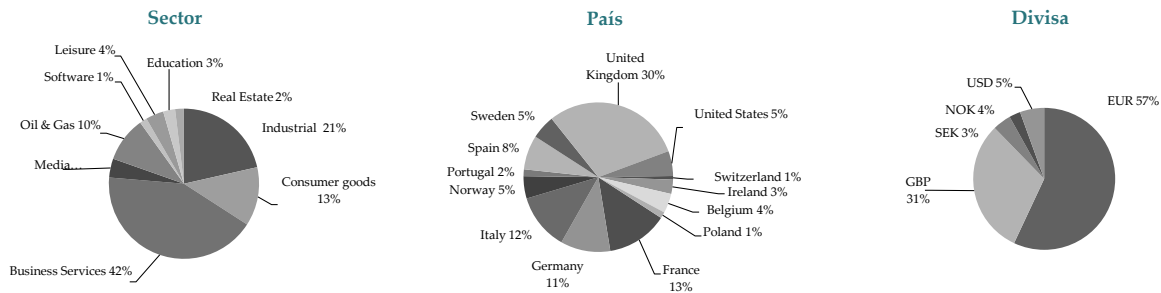


Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo		123%		Nº de inversiones	
		Evolución vs índices		MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI	
RHI Magnesita NV	5,1%	1 mes	-7,7%	-7,7%	-7,9%	0,0%	
SeSa S.p.A.	4,3%	3 meses	-3,4%	-0,9%	-0,6%	-2,5%	
Expro Group Holdings N.V.	4,1%	2026 YTD	-3,4%	-0,9%	-0,6%	-2,5%	
TGS ASA	4,1%	2025	6,6%	19,4%	17,4%	-12,8%	
NORMA Group SE	4,0%	2024	3,0%	8,6%	8,2%	-5,6%	
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	4,0%	2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%	
DFS Furniture PLC	3,6%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%	
Edenred SA	3,3%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%	
Inchcape plc	3,3%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%	
Prosegur Cash SA	3,2%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%	
Total Top 10	38,9%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%	
Total cartera de Renta variable	99,8%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%	
Liquidez	0,2%	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%	
		2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%	
Patrimonio: 70 millones		Acum Inicio	101,5%	109,5%	111,3%	-8,0%	
		Anualizado inicio	6,5%	6,8%	6,9%	-0,4%	

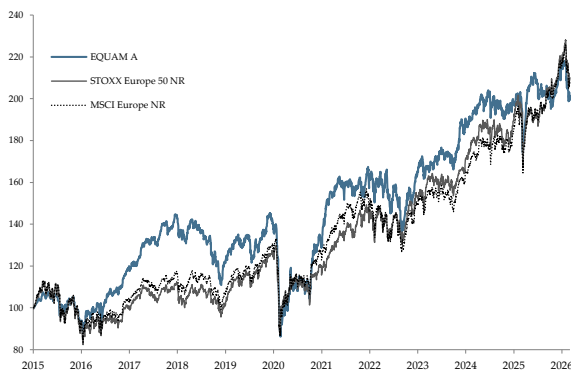
* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.
** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Resumen de exposición de la cartera

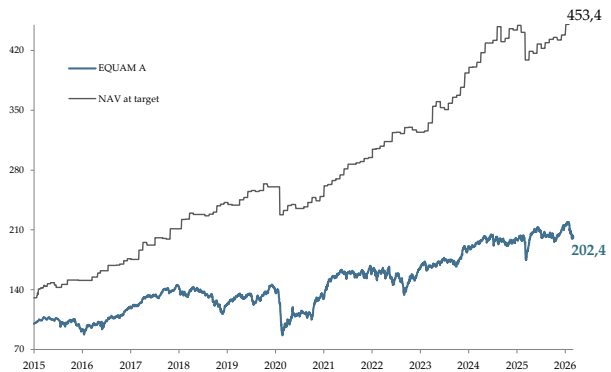


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



*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 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