



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2026

Valor en un mercado de extremos

El primer semestre de 2026 ha estado marcado por una elevada volatilidad, impulsada por el conflicto en Oriente Medio, las fuertes oscilaciones del precio del petróleo y la creciente concentración del mercado en torno a la inteligencia artificial. En este entorno, el fondo obtuvo una rentabilidad positiva, aunque inferior a la de los grandes índices europeos debido al persistente desinterés de los inversores por el segmento en el que operamos. Seguimos centrados en compañías sólidas, con balances saneados y elevada generación de caja, que cotizan con importantes descuentos sobre su valor intrínseco. Como consecuencia de todo ello, el potencial de revalorización de la cartera se mantiene en niveles históricamente elevados.

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 con descuento respecto a su valor intrínseco, y preservarlo invirtiendo solo cuando el riesgo sea acotado. No intentamos anticipar los movimientos del mercado a corto plazo, sino comprar buenos negocios a precios muy atractivos.

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.

El fondo ha experimentado una revalorización positiva en el primer semestre del año pero por debajo de los índices europeos.

El fondo ha cerrado el primer semestre de 2026 con un valor liquidativo de 214,82 euros por participación, lo que supone una rentabilidad del +2,6% en el acumulado del año. En el mismo período, el MSCI Europe NR avanzó un +10,7% y el Stoxx 50 NR un +12,0%. En el segundo trimestre, el fondo retrocedió un -5,6%, frente a una caída del -3,3% del MSCI Europe y del -4,4% del Stoxx 50.

Desde una perspectiva de largo plazo, el fondo acumula desde su lanzamiento en 2015 una rentabilidad del +114,0%, equivalente a un +6,9% anualizado, frente al +134,3% (+7,7% anual) del MSCI Europe NR y al +138,3% (+7,9% anual) del Stoxx 50 NR.

Evolución de Equam frente a Índices Europeos



En términos históricos, el fondo ha tenido un comportamiento muy sólido en sus primeros años hasta 2024, pero, desde entonces, a pesar de mantener rentabilidades absolutas positivas, la revalorización ha quedado por debajo de los principales índices europeos.

La explicación de este comportamiento hay que buscarla en la estructura del mercado, no en los fundamentos de las compañías en cartera. Los grandes índices europeos —el MSCI

La ausencia de flujos hacia nuestro segmento explica el peor comportamiento relativo del fondo.

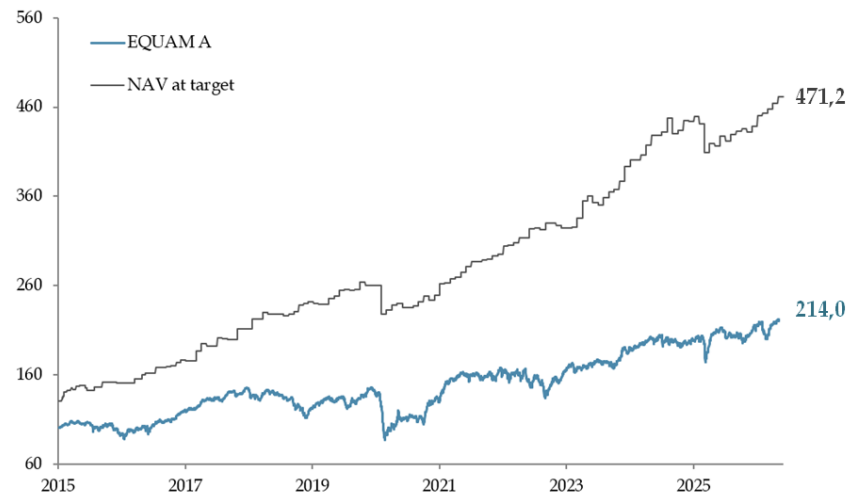
Europe y el Stoxx 50— están dominados por grandes compañías de elevada capitalización: bancos, energéticas, lujo, farmacéuticas y telecomunicaciones con exposición global. Nuestro universo de inversión es diferente: se concentra en pequeñas y medianas compañías europeas con modelos de negocio sólidos, poco seguidas por el mercado y con un descuento significativo sobre su valor intrínseco. En los últimos dos años, este segmento ha quedado al margen del rally de los índices.

Así, cuando analizamos el comportamiento del fondo dentro de su universo natural, el de las pequeñas y medianas compañías europeas de valor, observamos una evolución razonablemente competitiva, lo que sugiere que nuestro proceso de selección de valores sigue siendo eficaz dentro de este universo. El peor comportamiento frente a los grandes índices no es una señal de deterioro del análisis: es una consecuencia directa de que los flujos de capital han ignorado sistemáticamente el tipo de compañías en que invertimos.

Estamos convencidos de que esta situación es temporal y seguimos siendo muy optimistas respecto a las perspectivas del fondo para los próximos años. La historia de los mercados muestra que las divergencias de valoración extremas entre segmentos terminan corrigiéndose, y cuanto más prolongadas son, más enérgica suele ser la reversión. El potencial de revalorización estimado a partir de la diferencia entre el valor liquidativo y nuestro precio objetivo interno se sitúa actualmente en torno al 120%, lo que constituye la medida más objetiva de la oportunidad que vemos en la cartera actual.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo

Las divergencias de valoración extremas terminan corrigiéndose. El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles históricamente elevados, en torno al 120%.



Situación Actual de los Mercados

En lo que va de año, los mercados han estado dominados por dos grandes perturbaciones: el conflicto en Oriente Medio y sus implicaciones sobre la economía mundial, y la continuación del boom de la inteligencia artificial.

El semestre ha venido marcado por el conflicto en Oriente Medio y la continuación del boom de la inteligencia artificial.

Respecto al primer punto, el conflicto de Oriente Medio se convirtió durante el semestre en el principal foco de incertidumbre macroeconómica. La escalada militar entre Estados Unidos e Irán adquirió rápidamente una dimensión global al afectar a las infraestructuras energéticas de la región y, sobre todo, al tráfico marítimo a través del Estrecho de Ormuz, por donde circula aproximadamente una quinta parte del petróleo y del gas transportados por mar en el mundo. Las interrupciones provocaron una caída cercana al 10% de la oferta mundial de petróleo durante marzo y llevaron los precios físicos del crudo desde niveles próximos a 70 dólares por barril antes del conflicto hasta cerca de 150 dólares en los momentos de mayor tensión. El impacto económico fue el característico de un shock de oferta: encarecimiento de la energía y del transporte, presión sobre los costes de producción, pérdida de poder adquisitivo de los consumidores y deterioro de los márgenes de las empresas más intensivas en energía. Además, el repunte de la inflación complicó la actuación de los bancos centrales, obligados a elegir entre mantener una política monetaria restrictiva para contener los precios o flexibilizarla para proteger una actividad económica debilitada. En su escenario de abril, que asumía un conflicto limitado y un aumento moderado de los precios energéticos, el FMI redujo su previsión de crecimiento mundial para 2026 al 3,1% y estimó que la inflación global volvería a aumentar hasta el 4,4%.

El acuerdo provisional alcanzado en junio y la recuperación de los flujos a través de Ormuz han permitido que los precios descendan con rapidez: el crudo de referencia del mar del Norte cayó alrededor de 31 dólares durante junio, hasta situarse cerca de los niveles previos al conflicto. El episodio confirma tanto la capacidad de adaptación del mercado

energético como la persistente vulnerabilidad de la economía mundial —y especialmente de Europa— ante cualquier perturbación en uno de los principales cuellos de botella del suministro global. Como explicaremos posteriormente, a pesar de una próxima resolución del conflicto, seguimos siendo positivos respecto a las perspectivas del sector petróleo para los próximos años.

En cuanto al segundo punto, el de la inteligencia artificial, creemos firmemente que se trata de una tecnología genuinamente transformadora y capaz de generar importantes ganancias de productividad en numerosos sectores, lo que tendrá un impacto muy positivo sobre la economía mundial en las próximas décadas. El problema no es la tecnología, sino el precio que los inversores están dispuestos a pagar por ella y la estructura de incentivos que está impulsando la inversión hasta niveles difíciles de justificar únicamente por los retornos económicos esperados.

Las grandes plataformas tecnológicas que controlan buena parte de la infraestructura de la inteligencia artificial —los denominados *hyperscalers*— han comprometido más de un billón de dólares de inversión relacionada con la IA entre 2025 y 2026. En algunos casos, este ritmo de gasto empieza a absorber una parte muy significativa de sus flujos de caja e incluso ha obligado a algunas compañías a recurrir a financiación externa. La lógica que impulsa este comportamiento es la de una carrera en la que ningún participante puede permitirse quedarse atrás: si una compañía reduce la inversión, corre el riesgo de que un competidor alcance una posición tecnológica dominante que posteriormente resulte imposible recuperar.

Esta dinámica puede ser racional para cada empresa individualmente, pero tiende a generar sobreinversión para el conjunto del sector. Todos los participantes invierten más de lo que probablemente justificarían sus retornos esperados, confiando en que el crecimiento futuro de la demanda y las mejoras de productividad acabarán remunerando el capital desplegado. Mientras los ingresos asociados a la IA crezcan al ritmo previsto, este mecanismo puede sostenerse. Pero, si la

La inteligencia artificial transformará la economía, pero incluso una gran tecnología puede ser una mala inversión cuando el precio descuenta por adelantado un escenario de éxito casi perfecto.

monetización tarda más de lo esperado, lo que hoy actúa como motor de crecimiento puede convertirse en una presión sobre los márgenes, la generación de caja y los balances.

La consecuencia bursátil ha sido una concentración extraordinaria de capital en torno a un reducido número de compañías. El mercado estadounidense cotiza actualmente a múltiplos históricamente exigentes y el peso del sector tecnológico dentro del S&P 500 se aproxima a máximos nunca vistos. Esta concentración no implica necesariamente que la corrección sea inminente, pero sí aumenta la vulnerabilidad del mercado: cuando unas pocas compañías explican una parte desproporcionada de la rentabilidad de los índices, cualquier revisión de sus expectativas de crecimiento o de sus planes de inversión puede transmitirse con gran intensidad al conjunto del mercado.

Las grandes burbujas de la historia no se han construido habitualmente sobre ideas vacías, sino alrededor de algunas de las innovaciones más importantes de cada época. El ferrocarril transformó la economía del siglo XIX, la electrificación cambió la industria y los hogares, e internet modificó profundamente la manera en que nos comunicamos y hacemos negocios. En todos esos casos, la tecnología terminó cumpliendo buena parte de sus promesas. Sin embargo, muchos de los inversores que compraron en el momento de máxima euforia tardaron años — y en ocasiones décadas — en recuperar su inversión. La lección no es que la innovación carezca de valor, sino que el mercado tiende a descontar durante las fases de entusiasmo un escenario de éxito casi perfecto, que rara vez se materializa en los plazos y proporciones esperados. El precio pagado importa tanto como la calidad del activo adquirido.

Existe, además, una fragilidad financiera específica que merece atención. Los desarrolladores de modelos de IA reciben financiación de los grandes proveedores de infraestructura, que a su vez obtienen compromisos de compra de capacidad informática de esos mismos desarrolladores. Paralelamente, las constructoras de centros de datos firman contratos a largo plazo apoyados en la demanda esperada de los *hyperscalers*. Esta arquitectura funciona mientras las expectativas se

cumplen, pero genera dependencias circulares que pueden amplificar cualquier desaceleración. Una reducción del gasto de capital de las grandes plataformas afectaría a fabricantes de semiconductores, proveedores de equipos, compañías eléctricas, promotores de centros de datos y entidades financieras expuestas a esos proyectos. Los riesgos, por tanto, no son exclusivamente bursátiles, sino también operativos y crediticios.

El contexto macroeconómico tampoco es especialmente benigno. A diferencia del año 2000, el actual ciclo de inversión combina valoraciones elevadas con guerras activas, tensiones comerciales, elevados niveles de deuda pública y un crecimiento potencial más reducido en muchas economías desarrolladas. Este entorno no impide que la inteligencia artificial genere valor, pero eleva el coste del capital y hace más difícil que los beneficios futuros justifiquen las valoraciones actuales.

Durante los últimos meses han empezado a aparecer las primeras señales de que el mercado está cuestionando esta narrativa. El sentimiento de los inversores hacia los *hyperscalers* se ha deteriorado y las siete grandes compañías tecnológicas que lideraron el mercado estadounidense durante los últimos años —los llamados *Magnificent Seven*— no han conseguido superar al S&P 500 equiponderado en los últimos doce meses. La concentración que señalábamos como una fuente de riesgo comienza así a reducirse, aunque no necesariamente mediante una subida del resto del mercado, sino a través de un peor comportamiento relativo de sus antiguos líderes.

La salida a bolsa de SpaceX constituye quizá el símbolo más representativo de este momento. SpaceX es una empresa real, con una posición competitiva excepcional en los lanzamientos espaciales, una base creciente de suscriptores en Starlink y contratos relevantes con organismos públicos estadounidenses. Sin embargo, fue presentada al mercado no solo como una compañía aeroespacial, sino como una plataforma vinculada a la inteligencia artificial con acceso a un mercado potencial de dimensiones extraordinarias. Los múltiplos implícitos exigen que una parte muy importante de ese escenario optimista se

materialice, dejando poco margen para retrasos, mayor competencia o retornos inferiores a los previstos. Cuando el precio descuenta el escenario más optimista posible, ese margen no existe. Y en esas condiciones, la diferencia entre acertar con el análisis de la empresa y perder dinero es muy pequeña.

El mercado de renta variable del Reino Unido: una oportunidad de valoración estructural

El mercado británico en la actualidad es un claro ejemplo de cómo los flujos dominan las cotizaciones a corto plazo, pero no determinan el valor de los negocios.

Si el mercado europeo de pequeña y mediana capitalización lleva años cotizando con descuento, el mercado de renta variable del Reino Unido atraviesa una situación aún más extrema. Los flujos de desinversión han sido constantes, persistentes y de una magnitud sin precedentes en la historia reciente. Según los datos de la Investment Association, los fondos de renta variable británica acumularon salidas netas de capital durante ocho años consecutivos hasta 2025.

Las causas son conocidas y se retroalimentan entre sí. El auge de la gestión indexada concentra los flujos en los grandes índices globales, en los que el peso del Reino Unido disminuye progresivamente. El pésimo comportamiento relativo del mercado británico frente al S&P 500 en la última década —el FTSE All-Share ha acumulado un 81% frente al 335% del S&P 500 en términos de rentabilidad total en libras— hace que los inversores perciban que mantener exposición al Reino Unido tiene un coste de oportunidad inaceptable. Esa percepción genera nuevas salidas, lo que deprime las valoraciones y, a su vez, alimenta nuevas retiradas de capital: un círculo vicioso que solo se rompe cuando la brecha de valoración se hace tan visible que los compradores estratégicos —fondos de private equity, competidores industriales o los propios emisores mediante recompras— actúan para cerrarla.

Estamos convencidos de que este desequilibrio entre precio y valor en el mercado de UK ofrece oportunidades excepcionales para el inversor con perspectiva de largo plazo. La combinación de múltiplos históricamente bajos, negocios de calidad con

posiciones competitivas sólidas, fuerte generación de caja y recompras de acciones a precios atractivos crea las condiciones para una eventual reversión. No sabemos cuándo se producirá, pero sí que la asimetría entre riesgo y potencial de retorno es inusualmente favorable.

Un buen ejemplo de esta situación es una de nuestras inversiones en este mercado, **Restore Plc**. La compañía es el proveedor líder en el Reino Unido de servicios de gestión y digitalización documental, destrucción segura de documentos y reciclaje de equipos tecnológicos. Sus tres divisiones — Information Management, Datashred y Technology— comparten una característica que nos resulta especialmente atractiva: generan flujos de caja altamente recurrentes y predecibles, con contratos a largo plazo y una base de clientes con costes de cambio elevados.

La compañía atravesó un período de dificultades en 2022-2023, cuando la debilidad del mercado de papel reciclado golpeó los márgenes de Datashred, a lo que se sumaron varios errores estratégicos y de gestión del anterior equipo directivo. En septiembre de 2023, Charles Skinner, que ya había liderado Restore con éxito en el pasado, regresó como consejero delegado. Su vuelta marcó el inicio de una reestructuración operativa sistemática: reducción de la plantilla, optimización de la red de inmuebles, mejora de los procesos en todas las divisiones y un enfoque renovado en la generación de márgenes.

Los resultados no han tardado en aparecer. El margen operativo ajustado pasó del 16,0% en 2023 al 21,5% esperado en 2026 —con lo que alcanzaría y superaría el objetivo de largo plazo del 20%—. La adquisición de Synertec en marzo de 2025 ha añadido una nueva capacidad —gestión de comunicaciones salientes— y, junto con otras seis adquisiciones menores, ha impulsado los ingresos un 25% desde 2024. Adicionalmente, el grupo ha lanzado un programa de recompra de acciones de 20 millones de libras en 2026, reforzando el retorno al accionista en el contexto de un precio que consideran —como nosotros— notablemente infravalorado.

Lo que más nos llama la atención de Restore es la paradoja que resume su situación actual: el negocio mejora de manera consistente — márgenes crecientes, crecimiento del BPA, recompras y una deuda que manteniéndose en niveles reducidos debería comenzar a reducirse tras el esfuerzo inversor realizado — mientras la cotización permanece estancada o incluso retrocede. El resultado es que la compañía cotiza cada año más barata en términos de múltiplos fundamentales, pese a que el negocio es mejor. La siguiente tabla recoge la evolución de los principales indicadores financieros y de cotización desde 2022.

Evolución Financiera Restore 2022-2026E

	2022	2023	2024	2025	2026E
Ventas (£m)	279,0	277,1	275,3	304,7	343,9
EBIT ajustado (£m)	45,0	44,3	48,8	55,5	63,1
Margen EBIT aj. (%)	16,1%	16,0%	17,7%	20,8%	21,5%
BPA ajustado (p)	24,3	17,0	19,0	22,5	26,1
Deuda neta (£m)	103,5	97,8	89,0	~130	120,8
PER ajustado (x)	16,0x	14,7x	15,3x	11,6x	9,8x
EV/EBIT ajustado (x)	13,6x	9,8x	9,7x	7,5x	6,4x

Márgen EBIT excluyendo los ingresos de correo y franquicia.

A los múltiplos actuales, la valoración de Restore todavía no refleja la recuperación de márgenes y beneficios que ya se está produciendo. La combinación de mejora operativa, crecimiento del BPA y recompra de acciones ofrece una relación entre riesgo y retorno que consideramos atractiva.

Tres situaciones corporativas en la cartera

Durante el semestre hemos recibido ofertas de compra por dos compañías de la cartera y se ha conocido el interés de posibles compradores por una tercera. Dos de las tres posiciones, DCC y Edenred, habían sido incorporadas a la cartera durante 2026.

DCC Plc es una de las incorporaciones más recientes a la cartera. La compramos a principios de 2026 atraídos por la combinación de un negocio de alta calidad —distribución de energía líquida y biocombustibles en Europa, con posiciones de liderazgo en todos sus mercados— y una valoración que el mercado mantenía históricamente deprimida. La compañía había perdido terreno frente al FTSE 100 en más de un 60% durante la década que llevaba en ese índice mientras el ruido generado por el proceso de desinversión de su división tecnológica había oscurecido el valor del negocio energético subyacente.

A finales de abril de 2026, KKR y Energy Capital Partners presentaron una oferta en efectivo a 58 libras por acción que el consejo rechazó de manera unánime por considerarla insuficiente. Tras varias rondas de negociación, el consorcio elevó su propuesta hasta un valor total de 66,72 libras por acción —65,25 libras en efectivo más un dividendo de 1,47 libras—. El consejo se mostró dispuesto a recomendarla, sujeto a la finalización de la due diligence, cuyo plazo fue prorrogado hasta el 15 de julio.

La prima ofrecida —más del 33% sobre la cotización previa al anuncio— da una idea del grado de infravaloración acumulada. Sin embargo, pese a la disposición del consejo a recomendar la propuesta, seguimos pensando que esta no refleja plenamente el valor del negocio (nuestro precio objetivo se sitúa en 90 libras). No somos los únicos que pensamos así. Jim Flavin, fundador de DCC en 1976 y su mayor accionista privado con una participación del 3,22%, ha sido el más explícito: ha calificado la operación de venta "a precio de saldo", ha escrito a otras partes interesadas afirmando que el consejo "ha puesto DCC Energy en el mercado a precio de ganga", y ha declarado públicamente que un precio justo debería situarse en

torno a las 100 libras por acción o más —un 50% por encima de la oferta revisada. Seguimos de cerca la evolución de los acontecimientos y realizaremos las actuaciones necesarias para intentar, en la medida de nuestras posibilidades, maximizar el retorno de la inversión.

Hotei Properties Group SOCIMI —anteriormente Millenium Hospitality Real Estate— es otra de las compañías en las que habíamos tomado posición precisamente por la brecha entre precio y valor. La compañía tiene en cartera hoteles de lujo y ultra lujo en Madrid, Sevilla y San Sebastián, entre ellos el JW Marriott, el Autograph Collection, el Mercer Plaza, el Radisson Collection y el Hotel Nobu. La cartera fue valorada en 560 millones de euros a cierre de 2025.

En junio de 2026, Painwick Project —sociedad controlada por Borja Escalada, consejero delegado de la propia Hotei, y vinculada a la gestora Sancus Capital— lanzó una OPA voluntaria sobre el 100% del capital a 3,20 euros por acción, valorando la compañía en 371 millones de euros. La operación se materializó tras el fracaso de las conversaciones que el accionista de referencia, el fondo estadounidense Castlelake, mantenía con Abu Dhabi National Hotels, que había ofrecido un precio un 7% por encima del NAV pero no llegó a formalizar la operación.

Teniendo en cuenta que el precio ofrecido se sitúa muy próximo al último NAV publicado por la compañía, hemos decidido vender nuestra posición sin esperar a la ejecución completa de la operación. En total, incluyendo los distintos dividendos que hemos recibido durante este tiempo, hemos conseguido una revalorización del 76% en aproximadamente dos años.

Edenred es quizá el caso más ilustrativo de los tres. La compañía francesa es el líder mundial en soluciones de beneficios para empleados —conocida por el Ticket Restaurant— con presencia en 44 países, más de 60 millones de usuarios y una plataforma que genera ingresos recurrentes, márgenes elevados y una conversión de caja que envidiaría cualquier negocio industrial. Sin embargo, su cotización había

perdido dos tercios de su valor en tres años. Las causas son conocidas: regulación sobre comisiones en Brasil, investigación antimonopolio en Italia, escrutinio sobre sus prácticas en Francia. Ninguna de estas presiones destruye el modelo de negocio. Pero el mercado cotizado, con su habitual impaciencia ante la incertidumbre regulatoria, las ha descontado como si lo hicieran.

El 18 de junio de 2026, la acción se disparó más de un 16% en París después de que el boletín *La Lettre* publicara que BC Partners, el fondo de private equity británico, llevaba tres meses estudiando una toma privada de la compañía y estaba buscando co-inversores. La propia Edenred confirmó ese mismo día haber recibido contactos de fondos de inversión, aunque aclaró que no existe certeza sobre la existencia ni los términos de una eventual oferta. Aunque no existe certeza de que se presente una oferta, el interés recibido muestra que inversores con horizonte de largo plazo identifican valor en la compañía a los precios actuales.

Que se hayan producido tres situaciones corporativas en compañías de la cartera durante un mismo trimestre no es casualidad. Es la expresión de un patrón que el mercado europeo de pequeña y mediana capitalización lleva mostrando durante años: compañías de calidad que cotizan con descuento estructural respecto a su valor intrínseco y que, en algún momento, atraen a compradores del mercado privado dispuestos a pagar lo que el mercado cotizado no quería pagar.

Para nosotros, estas operaciones constituyen una validación especialmente clara sobre la tesis de inversión en estas compañías. No hay argumento más convincente que el de alguien que tiene acceso completo a la información, acceso a los mejores asesores del mundo y dinero real en juego, y que llega a la misma conclusión que nosotros habíamos alcanzado con análisis propio.

Ofertas de Compra sobre Compañías Equam

Fecha	Compañía	País	Transacción	Pº oferta	Prima	Comprador
Jun-23		UK	Cash	28,5	38,5%	Rhone (PE)
Jul-23		España	Cash	9,75	30,0%	Apollo/Amber (PE)
Sep-23		Dinamarca	Cash	360	20,0%	Largest shareholder
Dic-23		UK	Cash	4,125	33,0%	Trive capital (PE)
Dic-23		UK	Cash	955	40,0%	KKR (PE)
Abr-24		UK	Cash	24,5	73,0%	EQT
Nov-24		UK	Cash	2,3	40,0%	ABC T
Jun-25		UK	Cash	4,6	27,0%	Mitie PLC
Jul-25		UK	Cash	6,4	36,0%	Eiendomsspar
Nov-25		UK	Cash	8,8	31,0%	Deutsche Börse
Jun-26		España	Cash	3,2	16,0%	Sancus Capital
Jun-26		UK	Oferta provisional de 66.72£ pendiente de oferta formal			
Jun-26		Francia	Rumores de oferta por parte de capital riesgo			

Dicho esto, en demasiadas ocasiones estas operaciones nos dejan un sabor agri dulce. Una OPA permite materializar una prima en pocas semanas, pero el precio ofrecido queda muchas veces lejos de nuestro valor objetivo y cierra la puerta a años de creación de valor compuesto. Cuando compramos estas compañías, lo hacemos pensando en el largo plazo, no en que un comprador privado valide la tesis. El hecho de que estas operaciones ocurran dice más sobre la profundidad del descuento que acumulaba el mercado que sobre nuestra habilidad para anticipar operaciones corporativas.

Servicios petrolíferos: precio normalizado y ciclo alcista estructural

A pesar del posible fin del conflicto de Oriente Medio, seguimos siendo optimistas respecto a la recuperación de la inversión en el sector petróleo para los próximos años.

La preocupación obvia ante el alto el fuego entre Estados Unidos e Irán es que el precio del petróleo baje y con él la actividad de exploración. Es una preocupación legítima, pero creemos que confunde el fenómeno con la tendencia. El Brent, que llegó a superar los 114 dólares por barril en abril, ha retrocedido hasta el entorno de los 70-75 dólares tras la firma del acuerdo provisional de junio. Ese nivel no es una señal de debilidad: es una vuelta a la media histórica de largo plazo del precio del petróleo, que en los últimos veinte años se ha situado en torno a los 76 dólares por barril.

La secuencia esperada es la siguiente. A medida que el tráfico por el Estrecho de Ormuz comience a normalizarse y la producción del Golfo se recupere, el mercado estará bien abastecido a partir del cuarto trimestre de 2026. En 2027, los crecimientos de producción previstos desde Estados Unidos, los Emiratos Árabes Unidos y otros productores no OPEP sugieren que la acumulación de inventarios podría superar las reducciones registradas durante el conflicto. En otras palabras, el mercado vuelve a un equilibrio razonable, y el precio del petróleo a 75 dólares por barril no es el precio que paraliza la exploración —es el precio en el que históricamente los ciclos de exploración arrancan.

Pero el argumento que más nos interesa no es el del precio del petróleo. Es el argumento estructural que se desprende de lo que el conflicto ha cambiado en la mentalidad de gobiernos y equipos directivos de las grandes compañías petroleras. Ambos actores han vivido en primera persona lo que significa depender de una única vía de tránsito para una quinta parte del suministro mundial de crudo. Esa experiencia genera un incentivo duradero para diversificar las fuentes, reforzar la autosuficiencia energética occidental y aumentar el gasto en exploración fuera del Golfo. Creemos que esta experiencia reforzará la lógica de seguridad nacional y corporativa que se impone después de una disrupción de esta magnitud.

La confluencia de este imperativo de seguridad energética con la situación fundamental del sector —reducción de la vida media de las reservas, previsiones cada vez más divergentes sobre el momento en que se alcanzará el pico de demanda de petróleo y sentimiento inversor que premia los perfiles de producción a largo plazo— apunta a un ciclo alcista de gasto en exploración que históricamente, una vez arranca, dura bastantes años. Los analistas del sector estiman crecimientos del gasto *offshore* en exploración y producción del 13% en 2027 y del 11% en 2028, apoyados en una aceleración de las decisiones finales de inversión. Creemos que no se trata únicamente de un rebote puntual, sino que podría marcar el inicio de un ciclo inversor prolongado.

La validación más inmediata llega del propio mercado. TGS, uno de los líderes mundiales en datos sísmicos y compañía que mantenemos en cartera desde hace varios años, publicó recientemente su actualización operativa del segundo trimestre: ingresos reconocidos según el criterio de producción (*produced revenues*) de aproximadamente 400 millones de dólares, frente a un consenso de 359 millones y frente a los 308 millones del mismo período del año anterior —un crecimiento del 30% interanual—. La utilización de buques sísmicos en 3D alcanzó el 94%, por encima de las propias expectativas del equipo directivo. La inversión multicliente del trimestre fue de 168 millones de dólares frente a 114 millones un año antes, señal de que la propia compañía está apostando con su capital por el ciclo que anticipa. El segundo trimestre de 2025 había sido excepcionalmente débil, lo que favorecía la comparación; pero la magnitud de la sorpresa positiva va más allá de un simple efecto base. De cara al cuarto trimestre de 2026, existe un catalizador adicional: las petroleras están diseñando ahora sus planes de exploración para 2027 y años siguientes, y ese proceso genera demanda de datos sísmicos antes de que arranque la perforación. Varios contratos de envergadura se han adjudicado en las últimas semanas, y la cartera de posibles nuevas adjudicaciones para el segundo semestre sigue activa.

Hay además un argumento de valoración relativa que nos resulta especialmente atractivo. Las acciones del sector de

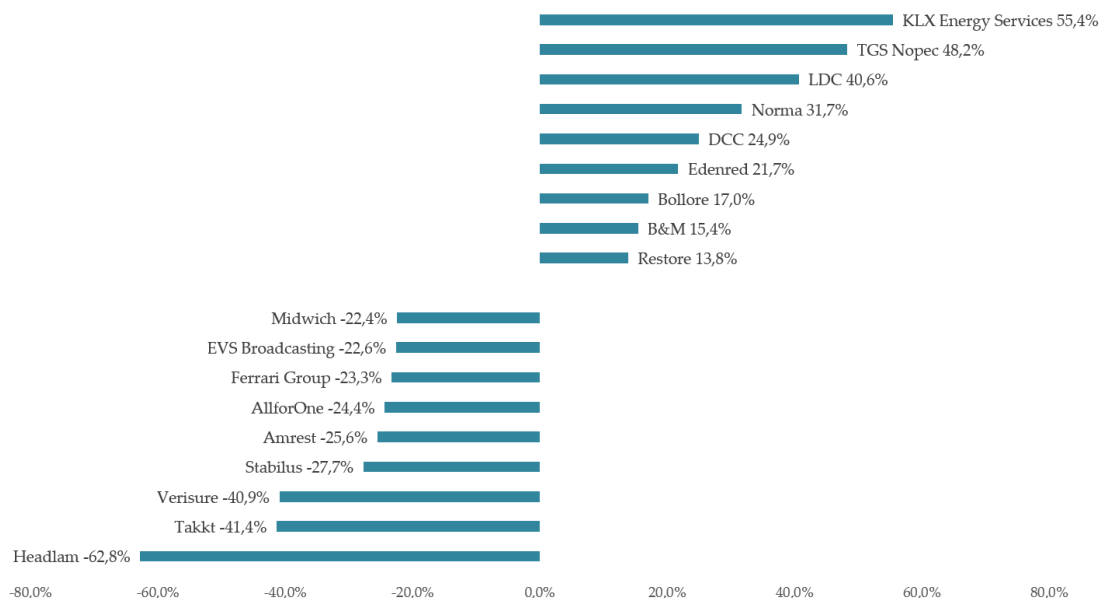
servicios petrolíferos offshore han caído en paralelo con el precio del petróleo en las últimas semanas, como si sus fundamentales dependieran de manera lineal del barril. No es así: el gasto en exploración responde al nivel del precio del petróleo —que a 75 dólares sigue siendo perfectamente rentable para la mayoría de los proyectos offshore— y al ciclo de inversión de largo plazo, que está arrancando. Los múltiplos del sector cotizan en niveles deprimidos para 2026 pero se comprimen con fuerza en 2027, cuando el crecimiento de ingresos y el rebote del flujo de caja libre empiecen a materializarse. Frente a las propias compañías de exploración y producción —que están más expuestas directamente a la dirección del precio del barril— los servicios petrolíferos nos parecen la forma más atractiva de capturar el ciclo que viene.

Situación de la cartera.

Después de las nuevas compañías incorporadas a la cartera durante el primer semestre del año y de las desinversiones realizadas, la cartera está compuesta por 42 compañías. La liquidez del fondo se sitúa en el 0,4%, cerca de sus niveles mínimos, debido al elevado potencial de revalorización que observamos en la cartera y a 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



Respecto a **Verisure**, la cotización ha caído un 41% en el trimestre pero nosotros comenzamos a comprar la compañía a finales de febrero cuando ya se había producido la caída aprovechando la atractiva valoración a la que cotizaba (la tesis de inversión de Verisure la explicamos en el informe trimestral anterior).

Headlam ha resultado ser una inversión fallida debido a importantes errores de ejecución internos.

Headlam ha sido una de las compañías de la cartera con peor comportamiento durante el semestre. La caída refleja tanto la fuerte debilidad del mercado británico de revestimientos de suelo como importantes errores de ejecución internos. La estrategia seguida en los últimos años, orientada a ganar volumen mediante grandes clientes y la expansión de la red de mostradores, redujo la calidad del negocio, presionó los márgenes y deterioró la relación con los distribuidores independientes, históricamente sus clientes más rentables. El resultado ha sido una fuerte caída de ventas, pérdidas operativas y un aumento significativo de la deuda.

La crisis obligó a la compañía a realizar un profundo cambio de estrategia y de equipo directivo. La compañía ha abandonado la búsqueda de volumen a cualquier precio y está volviendo a centrarse en los clientes independientes, eliminando contratos deficitarios, reduciendo inventarios y costes y racionalizando su red logística. Rob Barclay se incorporó como nuevo consejero delegado y el consejo se reforzó con perfiles de mayor experiencia operativa y sectorial. Paralelamente, el inversor activista First Seagull ha tomado una participación relevante y está contribuyendo a aumentar la presión para acelerar los cambios.

La situación actual sigue siendo delicada. La nueva estrategia parece más sensata, pero la recuperación dependerá de estabilizar las ventas, recuperar la confianza de los clientes, ejecutar los ahorros previstos y asegurar una financiación suficiente. Headlam conserva una posición relevante en el mercado británico y una infraestructura difícil de replicar, pero la tesis de inversión ya no descansa únicamente en una recuperación cíclica del sector: exige también una mejora operativa rápida y una gestión prudente de la liquidez. Tras sufrir pérdidas importantes en lo que reconocemos como un claro error de inversión, mantenemos actualmente una posición equivalente al 0,4% del fondo; por tanto, su impacto potencial sobre el conjunto de la cartera es limitado.

Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
RHI Magnesita	GBP	5,2%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
DCC	GBP	4,4%	Líder UK en venta y suministro de combustible.
SeSa	EUR	4,3%	Líder en Italia en servicios de IT y consultoría.
Edenred	EUR	4,2%	Líder mundial en servicios de pagos de empresas.
Restore	GBP	4,2%	Líder en UK en almacenamiento y gestión documental.
DFS Furniture	GBP	4,0%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
Kinopolis Group	EUR	3,9%	Líder mundial en gestión de salas de cine.
Arnoldo Mondadori	EUR	3,8%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
Expro Group	USD	3,4%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
Inchcape	GBP	3,2%	Líder distribución y venta vehículos 1º marcas en LATAM.
TGS	NOK	3,2%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
LDC	EUR	3,1%	Líder en Francia en venta y procesa de carne avícola.
Prosegur Cash	EUR	3,1%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y Latinoamérica.
Domino's Pizza	GBP	3,1%	Líder en segmento pizza en UK. Cíclica.
Verisure	EUR	3,1%	Líder en sistemas de alarma y seguridad.
Total top 15		56,2%	
Total portfolio		99,6%	
Liquidez		0,4%	
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.

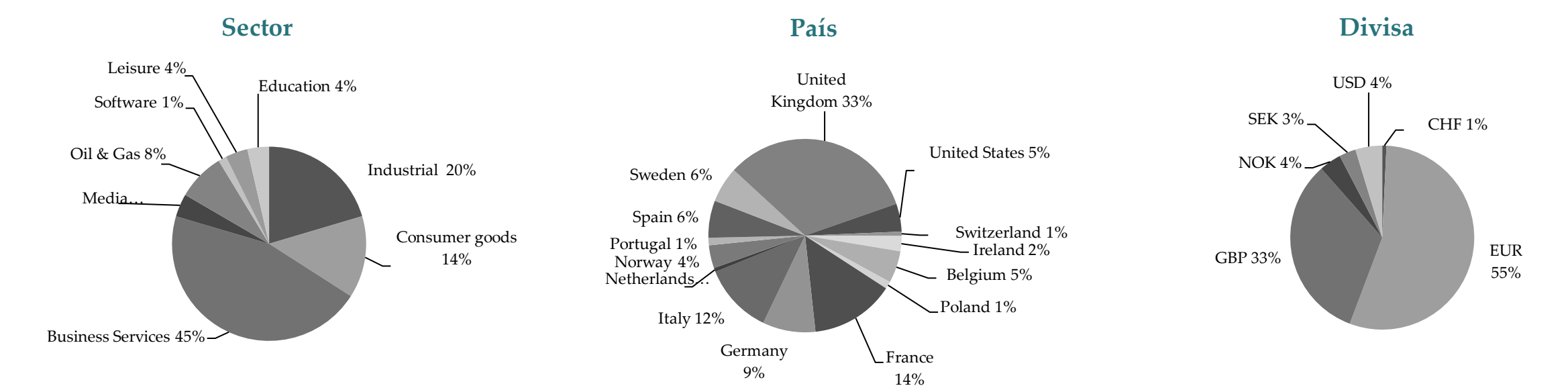


Principales Posiciones y rentabilidad

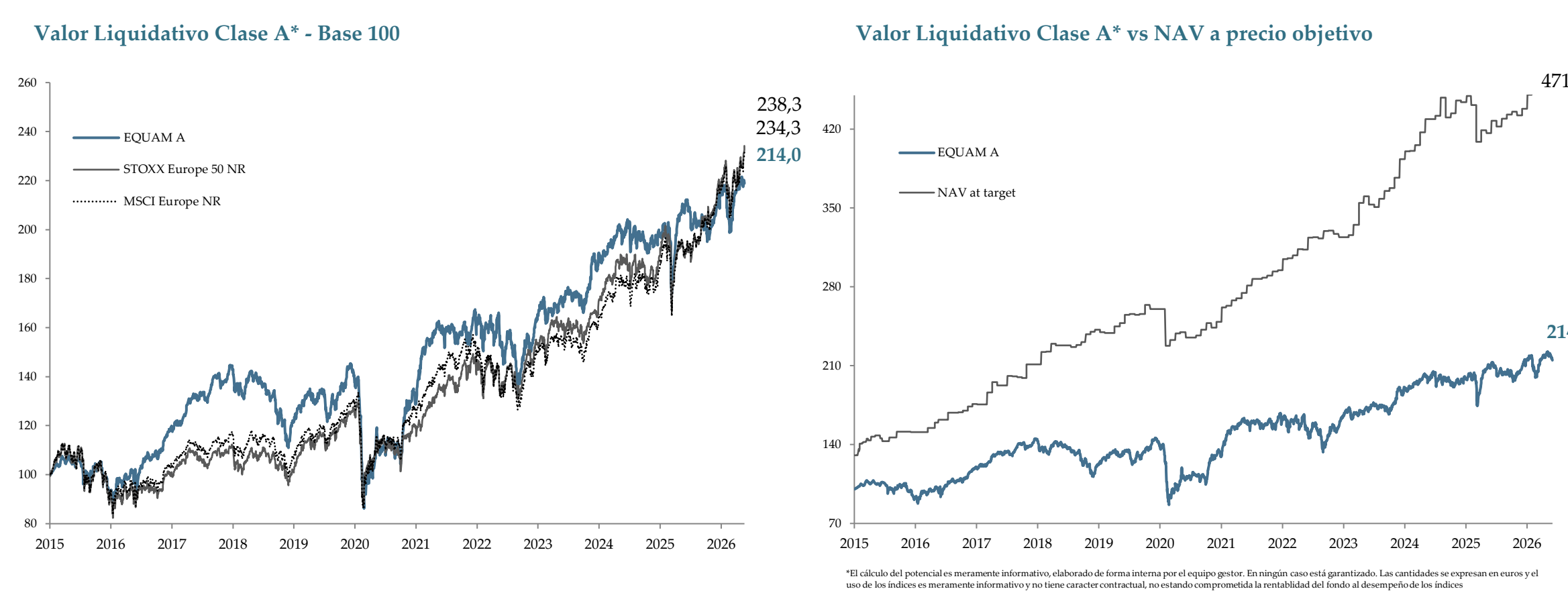
		Potencial de revalorización del fondo	120%	Nº de inversiones	42	
		Evolución vs índices	MSCI	stoxx 50	Equam vs	
Compañía	Peso		Europe NR	NR	MSCI	
RHI Magnesita NV	5,2%	1 mes	-3,3%	3,0%	4,4%	-6,3%
DCC Plc	4,4%	3 meses	6,2%	11,8%	12,7%	-5,6%
SeSa S.p.A.	4,3%	2026 YTD	2,6%	10,7%	12,0%	-8,2%
Edenred SA	4,2%	2025	6,6%	19,4%	17,4%	-12,8%
Restore PLC	4,2%	2024	3,0%	8,6%	8,2%	-5,6%
DFS Furniture PLC	4,0%	2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%
Kinopolis Group NV	3,9%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	3,8%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%
Expro Group Holdings N.V.	3,4%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
Inchcape plc	3,2%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
Total Top 10	40,6%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
Total cartera de Renta variable	99,6%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
Liquidez	0,4%	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
		2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Patrimonio: 75 millones		Acum Inicio	114,0%	134,3%	138,3%	-20,2%
		Anualizado inicio	6,9%	7,7%	7,9%	-0,8%

* 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

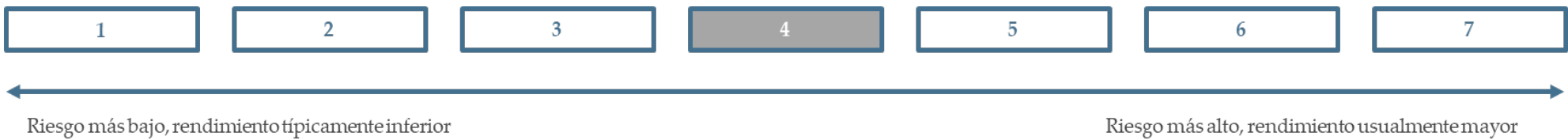


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera



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 partícipes	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.