



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral junio 2025

Primer semestre marcado por las tarifas

El semestre ha venido marcado principalmente por el anuncio por parte de Estados Unidos de la imposición de aranceles a sus socios comerciales a pesar de que a día de hoy todavía no está claro la magnitud ni los tiempos de los mismos.

Nuestra atención se enfoca, como siempre, en intentar aprovechar la volatilidad que generan este tipo de situaciones para poder comprar aquellas compañías que tienen buenos negocios y buenas perspectivas a largo plazo, pero que sin embargo se ven castigadas en el corto plazo en sus cotizaciones.

Mientras tanto, el universo de compañías en el que invertimos (midcaps europeas en el segmento valor) continúan cotizando a valoraciones anormalmente bajas lo que nos hace ser optimistas respecto al futuro.

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

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

El fondo tiene un mandato no restringido de inversión, pero su cartera está centrada en el espacio small & mid cap en Europa, en aquellas compañías en las que creemos que existen las mejores oportunidades de inversión. Los socios de EQUAM hemos invertido la mayor parte de nuestro patrimonio en el Fondo, alineando totalmente nuestros intereses con los de los partícipes.

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

Evolución reciente del fondo y perspectivas.

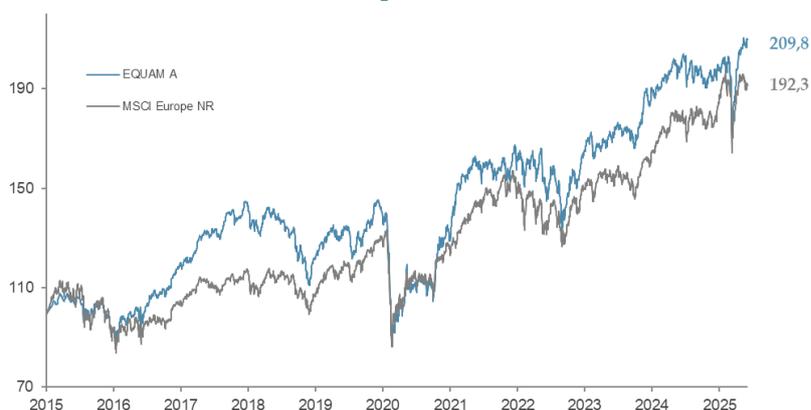
Durante la primera parte de 2025 Equam se ha revalorizado un 7,1%, quedándose algo rezagado respecto al comportamiento de sus índices comparables europeos que han experimentado una revalorización del 8,5%.

Durante este año los mercados europeos han experimentado un buen comportamiento y han superado el comportamiento de los índices americanos, principalmente por la fuerte revalorización que han tenido los segmentos de defensa y el sector financiero. Sin embargo, siguiendo con la tendencia de los últimos años los inversores siguen sin poner su foco de atención sobre el segmento de compañías de menor capitalización y con un sesgo de valor y estas siguen cotizando a una valoración anormalmente baja. Ello nos sigue haciendo ser muy optimistas respecto al futuro, ya que estamos convencidos de que esta situación se revertirá, aunque obviamente no sabemos cuándo ni cual será el catalizador que provocará ese cambio. Como suele ser habitual en el mundo de la inversión la paciencia es la clave del éxito de cara a obtener buenas rentabilidades.

A pesar del desfavorable escenario para la inversión value, seguimos batiendo de forma consistente a nuestro índice de referencia.

A pesar de este entorno poco favorable a nuestro estilo de inversión, desde el lanzamiento del fondo Equam se ha revalorizado un 110% frente al 92% del índice comparable con dividendos, por lo que seguimos superando su evolución en un 17,5%. En términos anualizados, nuestra rentabilidad desde el inicio es del 7,4% anual y la del índice 6,3% anual.

Evolución de Equam frente a Índices



Continúa el ruido en el mercado

El semestre ha venido marcado por el anuncio por parte de Estados Unidos de la imposición de aranceles a sus socios comerciales.

El primer semestre del año ha venido marcado principalmente por el anuncio de la administración Trump de la imposición de aranceles a las importaciones. La reacción inicial de los mercados en el mes de abril fue muy negativa con importantes caídas de los índices debido al temor de que estas medidas pudieran impactar de forma muy negativa a las economías mundiales. Sin embargo, a raíz de las posteriores decisiones de la administración americana de postergar la aplicación de los aranceles para dejar tiempo suficiente a negociar acuerdos con los distintos países, los mercados han recuperado en los últimos meses los niveles anteriores y parece que la calma ha vuelto a los mercados y que la confianza de los inversores se ha recuperado.

No obstante, queda por ver todavía cual va a ser la resolución final de estas negociaciones y el impacto que va a tener sobre los negocios de las distintas compañías esta situación, lo que se podrá ir viendo conforme las compañías vayan presentando sus resultados del primer trimestre. Pensamos que cualquier medida proteccionista supone un perjuicio para la economía mundial y que la dirección correcta sería que las principales economías del mundo fueran abriendo cada vez más sus fronteras y facilitando el comercio internacional.

En cualquier caso, frente a la incertidumbre y la volatilidad, como siempre nosotros seguimos enfocados en identificar oportunidades de compra en buenos negocios que podemos ir comprando a precios atractivos y en ir rotando la cartera conforme las cotizaciones de nuestras inversiones van alcanzando el valor intrínseco que tenemos estimado. Estamos convencidos de que la ejecución disciplinada de esta estrategia es la forma de conseguir retornos atractivos con una perspectiva a largo plazo, más allá de la inevitable volatilidad que experimentan los mercados por el “ruido” que generan distintas situaciones.

Nuestra cartera sigue cotizando a una valoración muy atractiva y a un fuerte descuento respecto a los índices.

Nuestra cartera está constituida por un conjunto de compañías con buenos modelos de negocio, líderes en los mercados en los que operan y estructuras de balance adecuadas. A pesar de la calidad de las compañías en las que estamos invertidos estas se encuentran cotizando a un fuerte descuento frente a los índices y cualquier valoración conservadora de sus negocios.

Valoración Actual Equam vs. Indices

	PE FY1	P to Book	EV/EBITDA	FCF yield	Dividend Yield
EQUAM	9,1x	1,4x	4,9x	10,5%	3,5%
<i>Stoxx Europe 600</i>	<i>14,5x</i>	<i>2,0x</i>	<i>9,4x</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,5%</i>
<i>S&P 500</i>	<i>22,4x</i>	<i>4,7x</i>	<i>15,3x</i>	<i>3,6%</i>	<i>1,5%</i>
<i>Nasdaq</i>	<i>28,3x</i>	<i>6,0x</i>	<i>17,4x</i>	<i>3,1%</i>	<i>1,0%</i>
<i>μ 7 magníficos</i>	<i>28,1x</i>	<i>17,8x</i>	<i>28,9x</i>	<i>2,2%</i>	<i>0,2%</i>

Nueva inversión en el trimestre

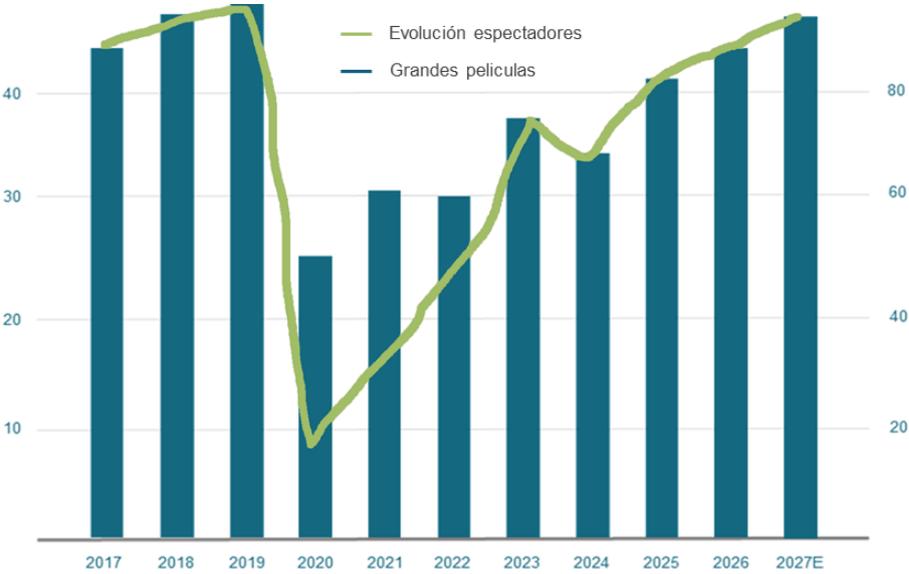
Durante el segundo trimestre hemos realizado una inversión en la compañía belga **Kinopolis**, uno de los principales operadores de cine mundiales. Kinopolis opera 110 cines con un total de 1.141 pantallas en Europa, Estados Unidos y Canada. La compañía es el operador más eficiente del mercado con un sistema implementado de mejora continua mediante la introducción de mejores prácticas alrededor de todos sus cines. Adicionalmente, la compañía es propietaria de los activos inmobiliarios de 50 de los cines que opera lo que le da gran flexibilidad y mayor estabilidad a su negocio.

Este trimestre hemos realizado una nueva inversión en Kinopolis, compañía belga de cines con presencia en Europa y Estados Unidos.

La asistencia de espectadores a los cines sufrió una fuerte caída a raíz de la pandemia del Covid y después de casi cinco años la asistencia está todavía un 15% por debajo. De hecho, la evolución orgánica de visitantes a los cines ha estado en decrecimiento en las dos últimas décadas. A pesar de ello, los ingresos de Kinopolis han ido creciendo de manera consistente debido a una subida constante del precio de las entradas, un incremento de las ventas de productos en sala y un proceso de desarrollo de productos premium (butacas más grandes, cines 3D, etc...). De esta manera la compañía consiguió en 2023 unas ventas y resultados operativos récord históricos a pesar de la asistencia por debajo de 2019.

Sin embargo, en el año 2024 esta recuperación que se venía produciendo desde 2022 se vio interrumpida debido a la huelga de actores que se produjo en Estados Unidos durante la parte final de 2023 y que produjo una importante ralentización del número de películas, impactando especialmente a las superproducciones que son las que tienen un impacto más significativo en el número de asistentes a los cines.

Evolución de Espectadores a cines versus número de superproducciones lanzadas



Adicionalmente, el mercado de cines presenta todavía unos niveles de fragmentación bastante alto lo que ofrece una oportunidad importante de consolidación y crecimiento inorgánico. En este contexto, Kinopolis se encuentra mucho mejor posicionado para ejecutar adquisiciones ya que presenta un balance mucho más fuerte que los otros grandes operadores al tener un nivel de deuda más bajo que sus competidores y además ser dueño de los inmuebles de más del 50% de los cines que opera.

En resumen, estamos ante la compañía más eficiente del sector, con el balance más fuerte y que debido al importante apalancamiento operativo pensamos que se va a ver muy beneficiada de la recuperación en número de espectadores

prevista para los próximos trimestres conforme el número de superproducciones de Hollywood vaya aumentando, lo que le va a permitir conseguir una mejora sustancial en sus beneficios. Adicionalmente la compañía sigue manteniendo espacio para desarrollar su oferta premium en sus cines y se encuentra en una muy buena posición para retomar el crecimiento inorgánico desarrollado con éxito durante los años anteriores a la pandemia. A pesar de estas buenas perspectivas hemos podido comprar acciones de la compañía a una valoración muy atractiva de doble dígito de FCF yield. A pesar de que los resultados financieros ya excedieron en 2023 los conseguidos por la compañía en 2019, ésta se encuentra cotizando a un descuento del 40% respecto a los niveles que cotizaba en los años anteriores a la pandemia.

Las compañías actúan frente a su infravaloración

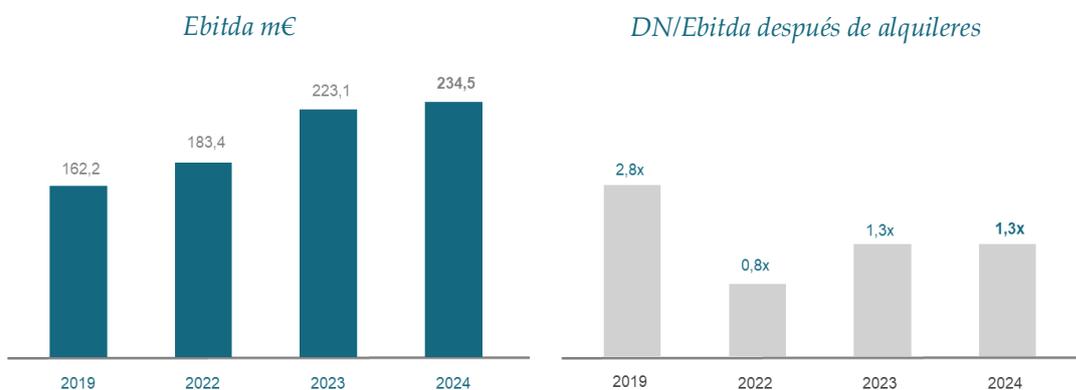
Ante la significativa infravaloración a la que están cotizando las compañías europeas de capitalización pequeña y mediana en Europa, muchas de ellas están tomando acciones para realizar parte del valor y que este empiece a ser reflejado en su cotización. Así ha sido el caso durante los últimos meses en varias de las compañías que mantenemos en cartera.

Dalata ha iniciado un proceso de revisión estratégica de cara a aflorar el valor que el mercado no está reconociendo actualmente.

En el caso de **Dalata**, empresa hotelera líder en Irlanda en el segmento premium y con presencia en Reino Unido y recientemente en Europa continental, la compañía había anunciado en el mes de marzo que había contratado al banco de inversión Rothschild de cara a realizar una revisión estratégica (que podría incluir una venta total de la compañía) de cara a buscar vías para aflorar el valor real de su negocio que el mercado no estaba reconociendo.

De hecho, aunque la compañía había recuperado con creces la rentabilidad y generación de caja de antes de la pandemia, la cotización no había reaccionado al buen comportamiento del negocio.

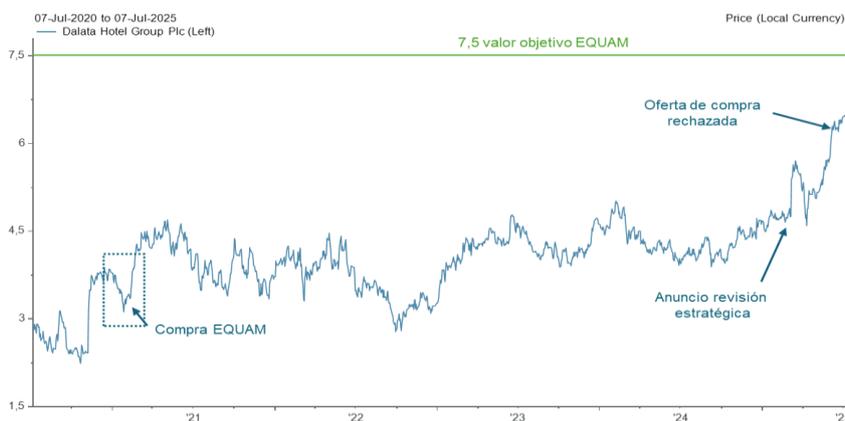
Evolución de Ebitda y apalancamiento Dalata 2019 - 2024



En el mes de junio las compañías inmobiliarias nórdicas Pandox y Eendomsspar anunciaron su intención de lanzar una oferta por la compañía a €6,05 por acción, oferta que fue mejorada posteriormente a €6,3. Esta oferta realizada fuera del proceso de revisión estratégica de la compañía ha sido rechazada por el órgano de administración de la compañía y seguimos pendientes de la resolución final del proceso, donde a pesar de que la cotización ha experimentado una significativa revalorización, vemos margen de mejora adicional.

En apenas 18 meses, Marlowe ha realizado tres operaciones corporativas que han permitido a sus accionistas multiplicar en 2,4x el valor de su inversión.

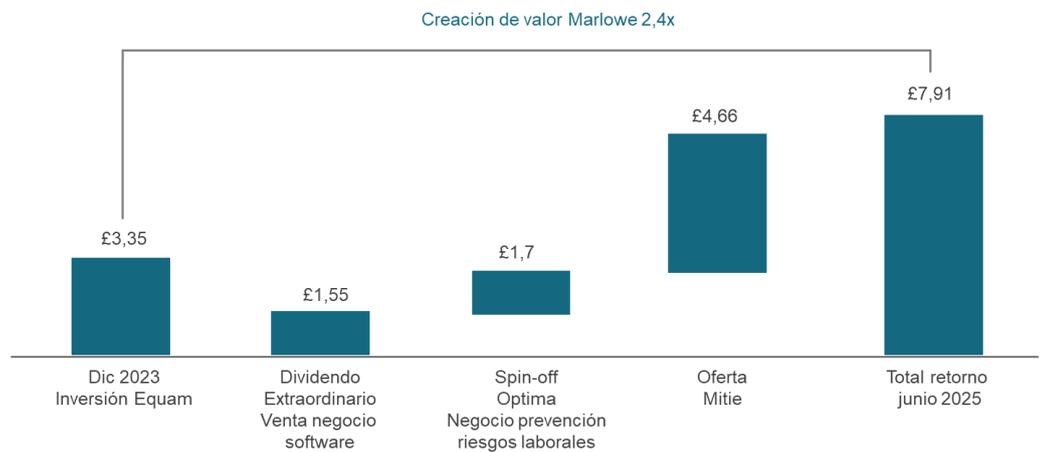
Cotización e hitos relevantes Dalata 2020- 2024



En el caso de **Marlowe**, otra de nuestras compañías de la cartera dedicada a servicios de mantenimiento y gestión de sistemas antiincendios y de agua, la compañía ha sido objeto de una oferta de compra por parte de otra de nuestras participadas,

Mitie que ha realizado una oferta de compra a un precio de 4,66 libras por acción lo que representa una prima del 26% respecto a su cotización. Esta oferta ha sido recomendada por el consejo de administración y representa la culminación de un proceso de afloramiento de valor por parte del órgano de administración que en los últimos 18 meses ha permitido a sus accionistas multiplicar en 2,4x el valor de su inversión. Así previamente durante 2024 la compañía había vendido su división de software (y pagado un dividendo extraordinario con el efectivo recibido) y había realizado un spin off de su negocio de prevención de riesgos laborales.

Evolución gráfica de la creación de valor en Marlowe



Hemos vendido Elecnor después de la significativa revalorización tras la venta de su negocio de concesiones de energías renovables y la distribución de dos dividendos extraordinarios.

En el caso de **Elecnor**, compañía de servicios y proyectos para los sectores industriales, eléctricos y de telecomunicaciones, la compañía decidió en 2024 proceder a la venta de su división de energías renovables a un precio muy atractivo que permitió aflorar el valor “oculto” que no se estaba reflejando correctamente. De hecho, la venta del negocio de renovables se hizo a una valoración por encima del valor al que estaba cotizando la compañía en los meses anteriores al anuncio de la venta. A raíz de esta desinversión, la compañía ha realizado el pago de dos dividendos extraordinarios de 9,25 euros por acción (representando aproximadamente un 50% de la capitalización del momento).

La compañía inmobiliaria Millenium ha vendido uno de sus activos y va a repartir un dividendo extraordinario que supone un 62% de su valor de mercado en el momento del anuncio.

Nuestra participada **Millenium Hospitality** ha anunciado en el mes de junio que ha vendido uno de los activos que tenía en propiedad y que no encajaba totalmente con el resto del portfolio. Como consecuencia de la desinversión la compañía ha anunciado una distribución de dividendo extraordinaria que supone un 62% de la capitalización que tenía la compañía en el momento del anuncio, mientras que la compañía sigue manteniendo el resto de sus activos que tienen una valoración cercana a 3 veces la capitalización de la compañía después del reparto del mencionado dividendo.

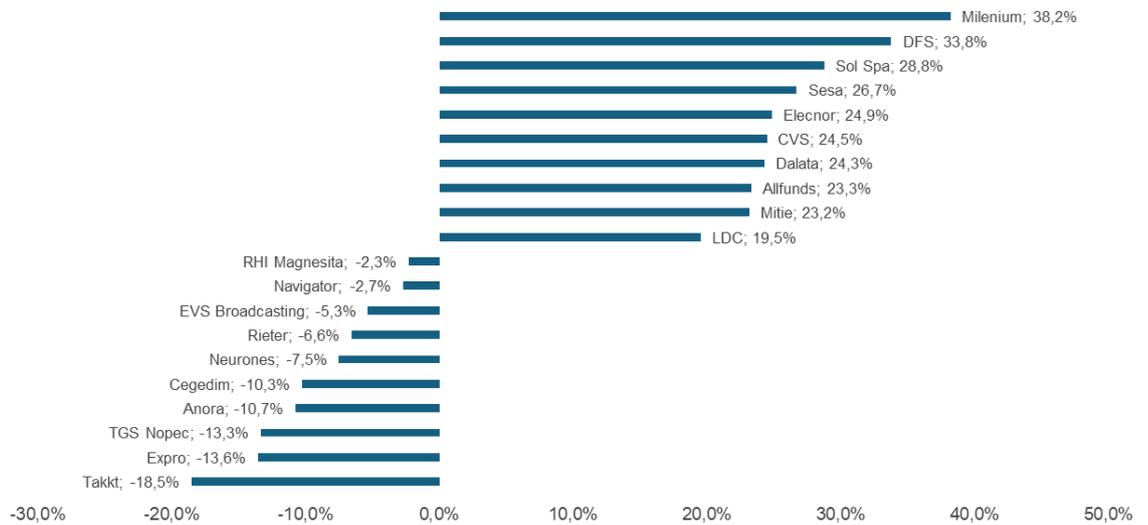
Finalmente, dentro del sector de automoción, nuestra participada **Norma** ha decidido poner a la venta su división de productos de gestión de agua cuyo valor estimado de venta estaría por encima de la capitalización actual de la compañía, siendo que esta división tan sólo representa un 40% de su beneficio operativo. En caso de que esta venta acabe ejecutándose pensamos que, como en los casos mencionados anteriormente, podría ser un buen revulsivo a su cotización.

Situación de la cartera.

Actualmente mantenemos inversión en 45 compañías. La liquidez del fondo se sitúa en niveles bajos del 2% como consecuencia de las atractivas valoraciones a las que cotizan las compañías de la cartera.

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

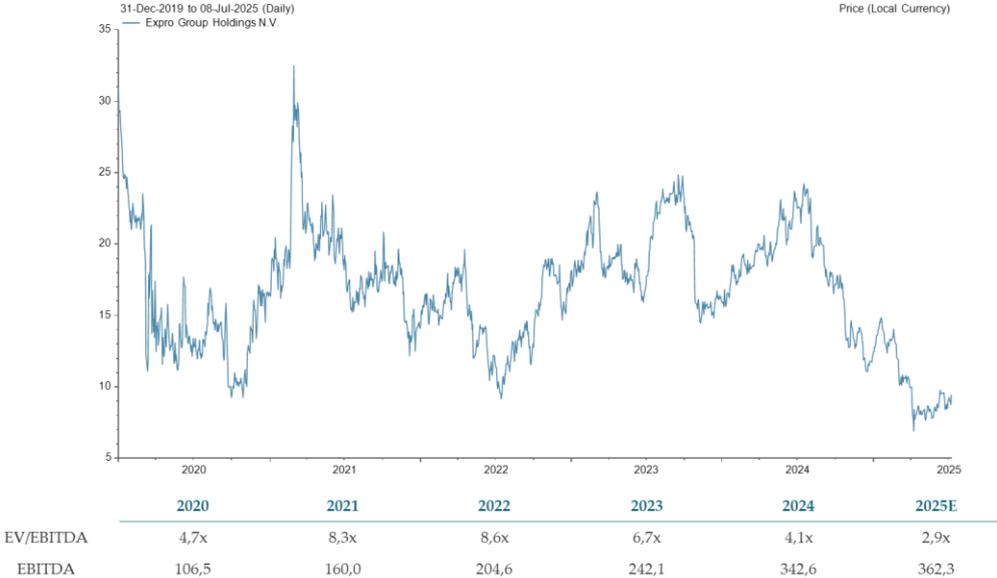


Por el lado negativo durante el primer semestre del año 2025, cabe destacar el mal comportamiento de nuestras inversiones en el sector petróleo (8% del fondo) ya que han experimentado importantes caídas en su cotización a raíz de la incertidumbre generada en relación con los aranceles en Estados Unidos. A pesar de ello seguimos manteniendo una visión optimista del sector y creemos que antes o después las inversiones para reemplazar los pozos que se van explotando tendrá que incrementarse lo que debería reflejarse en una mejora sustancial de las cotizaciones.

Por ejemplo, una de nuestras inversiones en el sector de petróleo, **Expro Holdings**, ha experimentado durante el último año una caída del 60% y se encuentra cotizando actualmente por debajo de 3x EV/EBITDA cuando su media de los últimos años está por encima de 7x EBITDA y ello en un contexto en el que la compañía ha venido mejorando sus resultados operativos durante los últimos años y a pesar de todas las incertidumbres actuales sigue manteniendo una previsión de resultados similar a la del año pasado. Adicionalmente la compañía mantiene una posición de caja neta lo que elimina cualquier riesgo financiero de balance.

Nuestras inversiones en el sector petróleo han experimentado una significativa corrección en los últimos trimestres que creemos no está justificada.

Evolución cotización y valoración Expro Holdings



Después de los movimientos realizados durante los últimos meses, el potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles muy altos desde el punto de vista histórico.

El potencial de revalorización del fondo se mantiene en niveles máximos, entorno del 100%.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
DFS	GBP	4,8%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
Mondadori	EUR	4,2%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
SeSa	EUR	4,1%	Líder italiano en materia de consultoría y IT para empresas.
Allfunds	EUR	3,9%	Mayor plataforma de distribución de FI, ETF.
Befesa	EUR	3,9%	Líder en reciclaje de polvo de acería.
Prosegur Cash	EUR	3,7%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y LATAM
TGS	NOK	3,7%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Expro Group	USD	3,5%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
RHI Magnesita	GBP	3,4%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
Inchcape	GBP	3,1%	Distribuidor de coches líder en mercados donde opera.
Origin	EUR	3,0%	Líder en servicios agrónomos especializados.
Dalata	EUR	3,0%	Grupo hotelero irlandés líder en sector.
Stabilus	EUR	2,7%	Líder en fabricación de sistemas hidráulicos / gas.
NORMA	EUR	2,7%	Líder alemán en fabricación de abrazaderas y conectores.
Cellularline	EUR	2,6%	Líder europeo en fabricación de accesorios para tecnología.
Total top 15		52,0%	
Total portfolio		97,2%	
Liquidez		2,8%	
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.



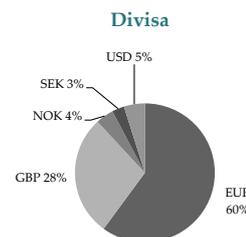
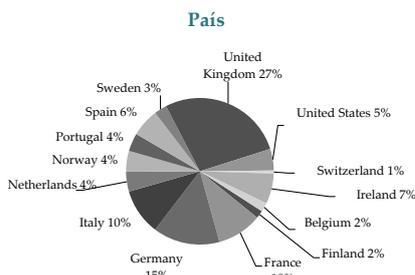
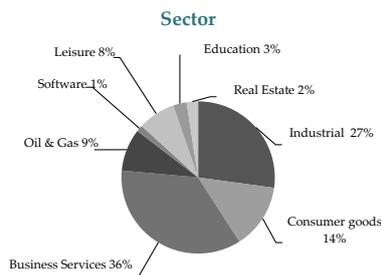
Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo		100%		Nº de inversiones	
		Evolución vs índices		EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
DFS Furniture PLC	5,2%	1 mes	1,9%	-1,3%	-1,7%	3,2%	
SeSa S.p.A.	4,5%	3 meses	8,4%	2,5%	-0,7%	5,9%	
Allfunds Group plc	4,3%	2025 YTD	7,1%	8,5%	5,5%	-1,4%	
Befesa SA	4,2%	2024	3,0%	8,6%	8,2%	-5,6%	
TGS ASA	4,0%	2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%	
Expro Group Holdings N.V.	3,8%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%	
RHI Magnesita NV	3,7%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%	
Inchcape plc	3,4%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%	
Origin Enterprises Plc	3,3%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%	
Dalata Hotel Group Plc	3,3%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%	
Total Top 10	39,6%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%	
Total cartera de Renta variable	97,8%	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%	
Liquidez	2,2%	2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%	
		Acum Inicio	109,8%	92,3%	91,2%	17,4%	
		Anualizado inicio	7,4%	6,5%	6,4%	0,9%	

Patrimonio: 80 millones

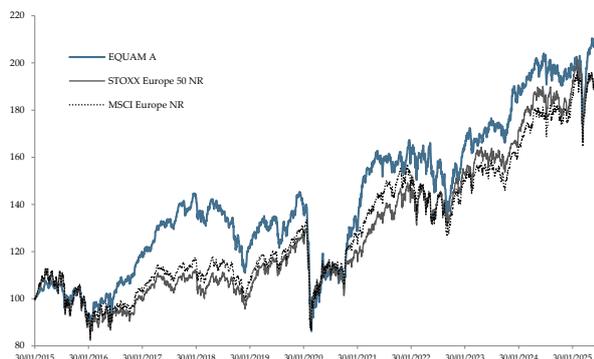
* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.
** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Resumen de exposición de la cartera

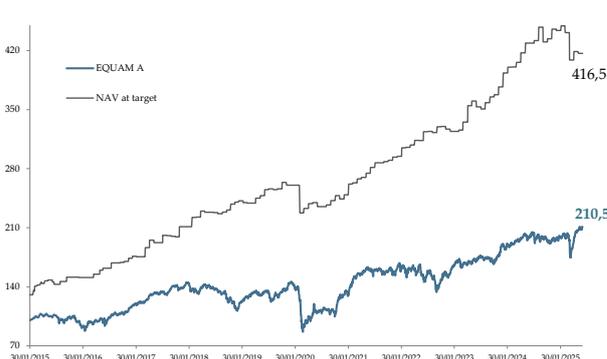


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

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 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.