



EQUAM Global Value Fund

Informe trimestral septiembre 2025

Alto potencial de revalorización

Durante el tercer trimestre nuestra evolución ha sido peor que la de los índices comparables, principalmente porque no tenemos inversión en bancos, que es el activo que mejor evolución ha tenido y estamos invertidos en pequeñas y medianas compañías europeas, un sector del mercado abandonado por los inversores.

El resultado de esta peor evolución es que el fondo presenta una buena oportunidad de inversión y su potencial de revalorización, superior al 100%, está en máximos.

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 el tercer trimestre ha continuado la buena evolución generalizada de las principales bolsas mundiales, permitiendo al índice europeo MSCI con dividendos revalorizarse en estos tres meses un 3,5%. Nuestro fondo ha tenido una evolución negativa en este periodo, presentando una caída del 3,9%, algo que ha reducido nuestra ventaja acumulada sobre el índice.

Equam ha tenido una evolución peor que la de sus índices comparables porque han coincidido en el tiempo varias situaciones que nos han resultado desfavorables.

- En primer lugar, nuestro fondo no tiene exposición al sector bancario, que representa un 13% del índice y ha tenido una evolución extraordinaria en el ejercicio, subiendo más de un 50% (+12% estos tres meses) y aportando 6 puntos de revalorización al índice.
- Durante el ejercicio también nos ha perjudicado la exposición al sector de exploración y producción de petróleo, aunque este trimestre algunas de nuestras empresas han experimentado una cierta recuperación.
- Por otra parte, aunque la mayoría de nuestras compañías han presentado resultados sólidos otras, con exposición al sector industrial (Stabilus, Takkt, All for One) y a materiales básicos (RHI y TGS), han presentado resultados débiles que han afectado negativamente a su cotización.

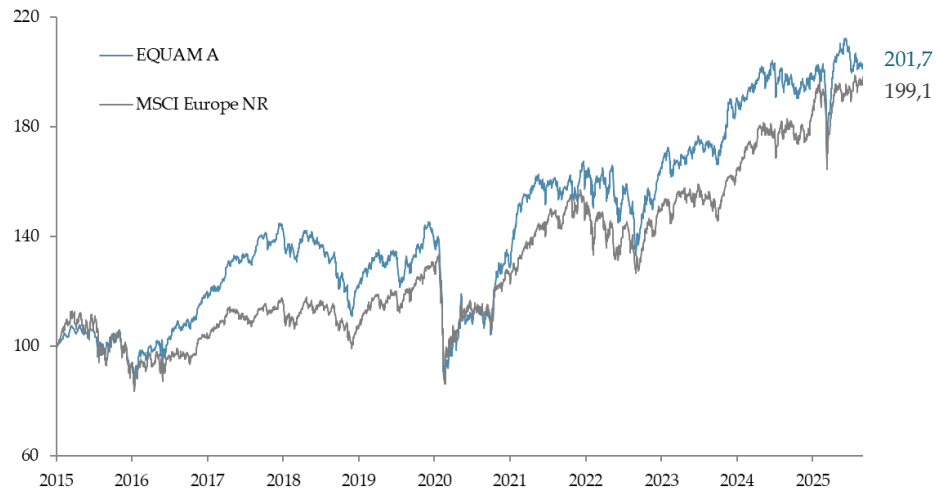
Mantenemos la confianza en todas estas posiciones y pensamos que la caída en sus cotizaciones, que no guarda proporción con la caída marginal de sus ventas y beneficios, supone una oportunidad de inversión y permite aumentar el potencial de revalorización del fondo.

A pesar del recorte sufrido durante este trimestre de la fuerte recuperación de los índices comparables y del entorno poco favorable a nuestro estilo de inversión, desde el lanzamiento del fondo Equam se ha revalorizado un 101% frente al 99% del índice comparable con dividendos, por lo que seguimos

La evolución del fondo ha sido peor que la de los índices comparables durante el tercer trimestre.

superando su evolución en un 2%. En términos anualizados, nuestra rentabilidad desde el inicio es del 6,8% anual.

Evolución de Equam frente a Índices



El mercado en máximos de valoración

Los días posteriores al anuncio del presidente de Estados Unidos de la imposición de aranceles a sus socios comerciales, el pasado mes de abril, las bolsas cayeron con fuerza. Desde entonces el mercado se ha recuperado de forma sostenida y las valoraciones han alcanzado niveles extraordinarios. Nasdaq cotiza a un PER de 40x y S&P 500 30x. Europa también ha experimentado una revalorización considerable en lo que va de año y el índice Stoxx Europe cotiza a per 17x.

También otros activos están en máximos. La deuda corporativa cotiza con el menor diferencial respecto a la deuda pública de los últimos 27 años. La deuda pública por su parte ofrece un margen mínimo respecto a la inflación, pero invertir en este activo supone dar crédito a unos Estados que acumulan deuda por encima del 100% del PIB (más de 200% de lo que recaudan por impuestos) y que a su vez gastan más del 10% de lo que recaudan, y es algo que no consideramos prudente.

Estas valoraciones son muy exigentes y descuentan un crecimiento y unos márgenes empresariales altos durante los próximos años. No hay espacio para el error. Sin embargo,

Prácticamente todos los activos financieros están cotizando a unos múltiplos muy elevados...

pensamos que hay varios riesgos que pueden no estar siendo considerados:

... y solo vemos
oportunidades en el
entorno de pequeñas y
medianas empresas.

- Por una parte, los aranceles han provocado una subida de costes a los fabricantes y distribuidores estadounidenses que, de momento, no se están trasladando al consumidor final. Si estos costes se consolidan los fabricantes acabarán trasladando esta subida a los precios de venta y la inflación de Estados Unidos, que sigue alta, en el entorno del 2,9%, subirá aún más.
- La creación de empleo está debilitándose en EE. UU. y en Europa ha crecido el desempleo del 6,2% al 6,3% en último mes. Aunque no hay datos oficiales en EEUU por el cierre de la administración, la información de ADP, el mayor gestor de nóminas apunta a una destrucción de 30.000 empleos durante septiembre.
- El crecimiento del PIB, que en EE. UU. ha alcanzado el 3,8%, una cifra bastante alta teniendo en cuenta todo lo anterior, está sostenido en parte por las inversiones en tecnología, centros de datos e IA. Es posible que estas inversiones aporten una mejora notable de la productividad en el futuro y que permitan compensar la caída de la población activa por la baja natalidad, pero la concentración de tanta inversión de forma simultánea puede dar lugar a sobrecapacidad y baja rentabilidad de estas inversiones en el medio plazo.

Pensamos que nuestro fondo, compuesto por más de cuarenta valores que cotizan a unos múltiplos muy atractivos y que tienen negocios de calidad y poco endeudados, son la mejor alternativa para proteger el capital y obtener una rentabilidad razonable.

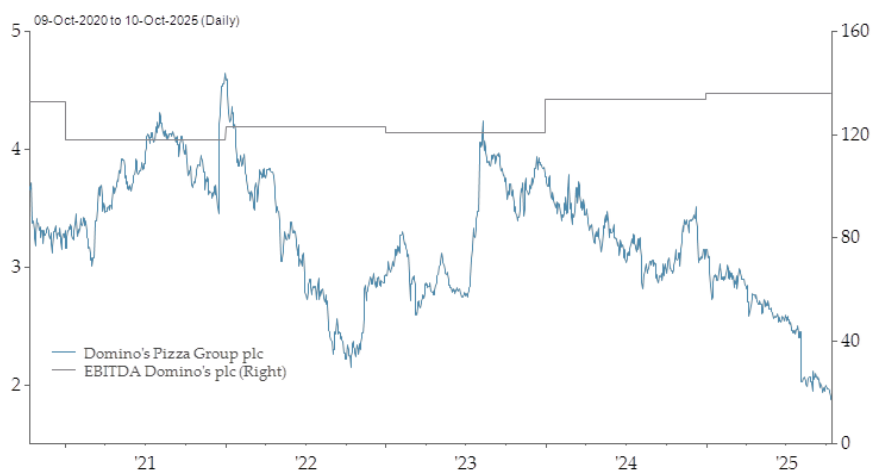
Inversión en Domino's Pizza UK

Este trimestre hemos realizado una nueva inversión en Domino's Pizza, compañía británica que explota la franquicia en Reino

Durante el trimestre hemos empezado a invertir en Domino's Pizza, la empresa británica que opera la marca en Reino Unido e Irlanda. Domino's no gestiona restaurantes directamente, ya que actúa como máster franquicia. Sus ingresos provienen de la venta de materia prima a los franquiciados y del cobro de royalties por el uso de la marca, por lo que su estructura de activos es muy ligera y su riesgo operativo relativamente bajo. Domino's tiene el mayor número de pizzerías franquiciadas del Reino Unido, un total de 1.378 que comparado con las 381 del siguiente competidor muestra su elevada cuota de mercado. Tiene previsto abrir unas 600 nuevas franquicias en ciudades con menos de 10.000 habitantes, donde sus franquiciados obtienen ventas medias mayores que los restaurantes de grandes ciudades. También está planteando el lanzamiento de una nueva marca, apoyándose en su potente red de empresarios franquiciados.

Hemos empezado a invertir en Domino's aprovechando la debilidad de su cotización, que acumula una caída del 43% en lo que va de año. Aunque el empleo se mantiene y las ventas minoristas están estables, la confianza del consumidor en Reino Unido está en terreno muy negativo. La posible subida de impuestos en el próximo presupuesto del gobierno laborista, que se acumula a las anteriores, ha llevado a muchos consumidores a reducir su gasto.

Domino's Pizza Group PLC



En este contexto el volumen de ventas ha caído ligeramente, pero Domino's ha seguido aumentando su cuota de mercado en el segmento de pizzería a domicilio (+5,6 pp hasta 53,7% de cuota). Los resultados del primer semestre han reflejado la debilidad del consumo, las ventas "like for like" han caído un 0,1% y el ebitda un 7,4%, mucho menores que la caída en la cotización. La compañía tiene una deuda ex-IFRS16 de 2,3x y ofrece un Equity Free Cash Flow yield del 9%.

Ampliación de capital en Rieter.

El 18 de septiembre Rieter anunció los detalles de la ampliación de capital aprobada por la Junta para adquirir Barmag, la división de máquinas de fibra textil artificial de Oerlikon.

La Junta aprobó una reducción de capital con reducción del nominal de las 4,7m de acciones existentes, que pasaron de un nominal de 5,0 CHF por acción a 0,01 CHF. Posteriormente se aprobó una ampliación de capital en dos tramos con la emisión de 116,8m acciones nuevas a un precio de 3,43 CHF en el tramo A y la emisión de 14,6 m de acciones a un precio de 5,31 CHF en el tramo B. Los accionistas principales, Peter Spuhler y Martin Häfner, propietarios del 33% y 10% respectivamente suscribieron su parte en los dos tramos de la ampliación. La ampliación permitió a Rieter ingresar 477M CHF con los que se pagará la adquisición de Barmag.

Como puede deducirse de la estructura de la operación, esta ampliación de capital era extremadamente dilutiva para los accionistas que no acudieron a la ampliación y muy atractiva para los que acudieron. Equam acudió con sus derechos de suscripción preferente al tramo A de la ampliación y compró acciones a 3,43 CHF. Simultáneamente vendió las acciones que tenía en cartera y que cotizaban a 6,52 CHF haciendo un pequeño arbitraje del precio. Rieter tiene actualmente una capitalización de 464 millones que representa un múltiplo EBITDA de 3,9x ebitda normalizado de Rieter + Barmag. El apalancamiento de la sociedad, teniendo en cuenta la deuda de ambas sociedades y el préstamo de UBS para la adquisición de Barmag, es de 3x ebitda actual y 2,1x ebitda normalizado.

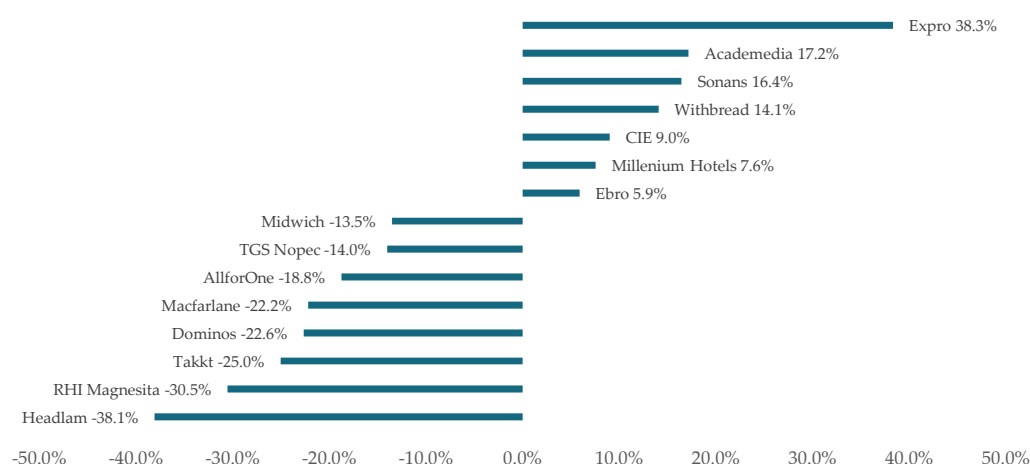
Hemos acudido a la ampliación de capital de Rieter para comprar Barmag

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



Resultados más relevantes del trimestre.

Expro, la empresa de servicios de exploración y producción de petróleo que precisamente comentamos en el trimestral anterior como la que peor evolución había tenido, ha subido este trimestre más de un 38%. Expro presentó resultados semestrales el 29 de julio y confirmó un ebitda esperado de 350m\$, con una capitalización en ese momento de 850m\$ y una caja neta de 130 m\$. Una vez más, la paciencia acompañada de un buen análisis ha dado sus frutos aún a pesar de que el sector del petróleo sigue en un momento muy débil.

En el lado positivo destacan también los resultados anuales de **Academedia**, nuestra empresa sueca del sector educativo. Sus ventas han crecido un 5,4% en los últimos 12 meses y su beneficio operativo un 12,5% gracias a la mejora de márgenes.

Expro ha experimentado una recuperación significativa tras confirmar su ebitda de 350m\$.

La estabilización del entorno político, en el que se han reducido los ataques a la educación privada, ha permitido a la compañía seguir invirtiendo tanto de forma orgánica como por operaciones de m&a y la cotización ha reflejado su buena evolución.

También queremos destacar la recuperación de los pedidos de mobiliario de nuestra empresa británica **DFS Furniture**. A lo largo del año pasado esta sociedad sufrió una caída cíclica de pedidos y aprovechamos para aumentar nuestra inversión. En la última presentación de resultados se confirma el crecimiento de pedidos (+10%) y de ventas. **Befesa** ha conseguido mejorar su ebitda (+9%) a pesar de una caída de ventas del 3% por la subida de precio de venta y la bajada de sus costes. **LDC**, nuestra empresa francesa de alimentación de carne ha mejorado sus ventas un 2% y su ebitda un 9%.

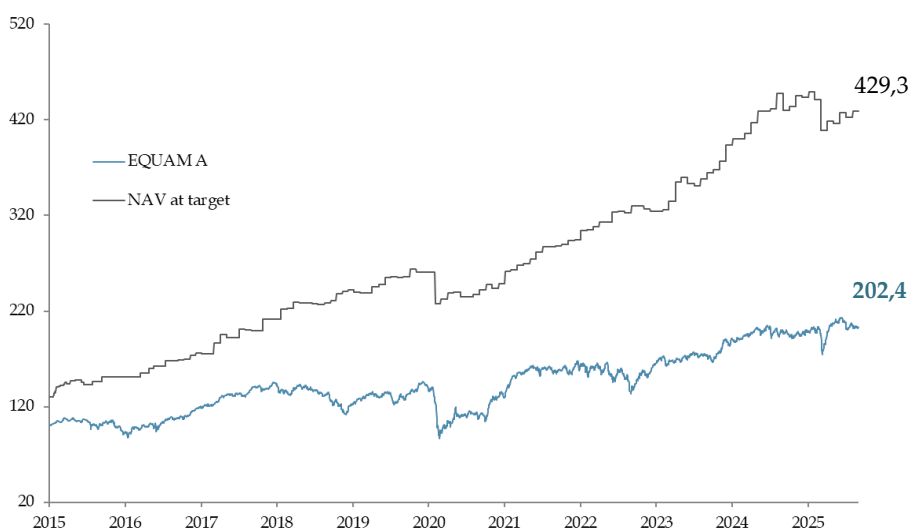
En cuanto a los resultados negativos, destacaríamos los de **RHI** (3,2% de la cartera), empresa de material refractario principalmente para hornos de acero. La producción de acero en la Unión Europea está en mínimos de los últimos cinco años por lo que las ventas de RHI han caído un 2% y su ebitda un 26% en el primer semestre. Pensamos que el sector tendrá una recuperación cíclica próximamente, pero de momento RHI ha presentado una caída del 34% en su cotización. Tampoco han sido buenos los resultados de **Headlam** (1,2% de la cartera), empresa británica dedicada a la distribución de moquetas y materiales para suelos. Headlam está inmersa en un proceso de transformación interna para simplificar su estructura productiva que está lastrando sus resultados. Al mismo tiempo, las ventas han sufrido un retroceso del 3,8% por la debilidad del consumidor británico. El efecto conjunto ha llevado a la compañía a pérdidas (algo excepcional en nuestra cartera) y la cotización ha caído un 57% en los últimos doce meses. También en este caso pensamos que hay que tener paciencia con la inversión porque cuando termine su reestructuración y el consumidor británico se recupere, la cotización subirá significativamente.

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

Otra empresa afectada negativamente en sus resultados es **Midwich Group**, distribuidor mayorista de productos para el sector audiovisual. Esta compañía ha estado afectada por la sobrecapacidad en el sector de paneles LED y la consiguiente erosión en los precios de venta y por la debilidad de la demanda en Europa continental y EE. UU. Las ventas han caído un 3,5% y el beneficio operativo se ha contraído un 24% en el primer semestre de 2025, por lo que la cotización ha caído un 43%. La compañía está ganando cuota de mercado y está previsto que el sector crezca un 3,9% anual hasta 2030, por lo que tenemos confianza en su recuperación.

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. Calculado a nuestros precios objetivo el valor del fondo es de 429,3€ por título, comparado con 202,4€ a precios de mercado. Esto representa un potencial del 112%.

Evolución del Potencial de Revalorización del Fondo



Apéndice I: Cartera de EQUAM.

Compañía	País	Peso	Caso de inversión
Expro Group	USD	5,3%	Servicios de exploración y producción. Caja Neta.
DFS Furniture	GBP	4,6%	Líder en fabricación de sofás para retail UK.
Arnoldo Mondadori	EUR	4,4%	Oligopolio italiano en la distribución de libros.
SeSa	EUR	4,4%	Líder en Italia en servicios de IT y consultoría.
Befesa	EUR	4,3%	Líder en reciclaje de polvo de acería.
Allfunds Group	EUR	3,9%	Mayor plataforma de distribución de FI, ETF.
RHI Magnesita	GBP	3,7%	Protección térmica de hornos. Exposición a materias primas.
Prosegur Cash	EUR	3,7%	Oligopolio de transporte de efectivo en España y LATAM.
TGS	NOK	3,5%	Activos intangibles para la exploración de petróleo. Caja neta.
Inchcape	GBP	3,1%	Distribuidor de coches líder en mercados donde opera.
Origin Enterprises	EUR	3,1%	Líder UK en servicios agrónomos especializados.
NORMA Group	EUR	3,0%	Líder alemán en fabricación de abrazaderas y conectores.
Domino's Pizza	GBP	2,9%	Líder en segmento pizza en UK. Cíclica.
Cellularline	EUR	2,8%	Líder europeo en fabricación de accesorios para tecnología.
AcadeMedia	SEK	2,7%	Sector educación sueco. Cíclica, situación política.
Total top 15		55,2%	
Total portfolio		98,6%	
Liquidez		1,4%	
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.

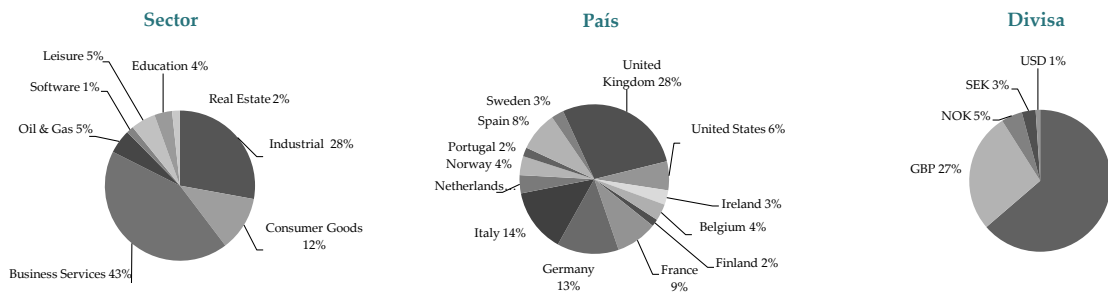


Principales Posiciones y rentabilidad

Compañía	Peso	Potencial de revalorización del fondo Evolución vs índices	112%		Nº de inversiones	
			EQUAM A	MSCI Europe NR	stoxx 50 NR	Equam vs MSCI
Expro Group Holdings N.V.	5,4%	1 mes	-0,9%	1,6%	1,8%	-2,5%
DFS Furniture PLC	4,7%	3 meses	-3,9%	3,5%	4,4%	-7,4%
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	4,5%	2025 YTD	3,0%	12,4%	10,1%	-9,4%
SeSa S.p.A.	4,4%	2024	3,0%	8,6%	8,2%	-5,6%
Befesa SA	4,4%	2023	22,7%	15,8%	15,1%	6,9%
Allfunds Group plc	3,9%	2022	-3,7%	-9,5%	-1,8%	5,8%
RHI Magnesita NV	3,8%	2021	23,9%	25,1%	26,1%	-1,3%
Prosegur Cash SA	3,7%	2020	-10,4%	-3,3%	-6,3%	-7,1%
TGS ASA	3,6%	2019	27,2%	26,0%	27,4%	1,2%
Inchcape plc	3,2%	2018	-19,2%	-10,6%	-10,2%	-8,6%
Total Top 10	41,5%	2017	21,7%	10,2%	9,0%	11,5%
Total cartera de Renta variable	98,6%	2016	17,0%	2,6%	0,6%	14,4%
Liquidez	1,4%	2015	-1,1%	0,9%	-0,3%	-2,0%
Patrimonio: 75 millones		Acum Inicio	101,7%	99,1%	99,6%	2,6%
		Anualizado inicio	6,8%	6,7%	6,7%	0,1%

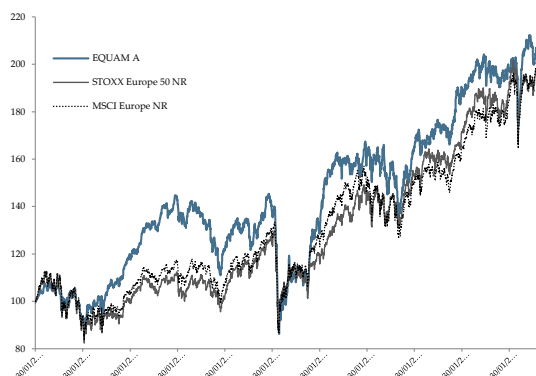
* Rentabilidad desde inicio excluye los 15 primeros días del fondo en los que no estaba invertido.
** Los índices asumen la reinversión de dividendos netos de retenciones.

Resumen de exposición de la cartera

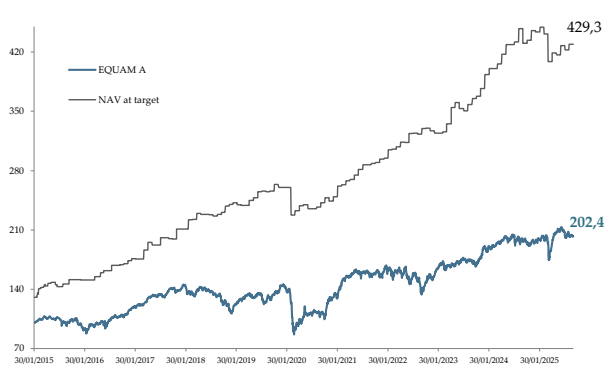


Evolución de valor liquidativo y datos de la cartera

Valor Liquidativo Clase A* - Base 100



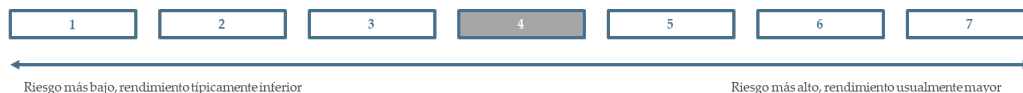
Valor Liquidativo Clase A* vs NAV a precio objetivo



*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 comprendida la rentabilidad del fondo al despegarse 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
Depositorio	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.