

Estimados partícipes:

En el cuarto trimestre el fondo ha obtenido una rentabilidad del 7.9% y un 25.4% en el año (frente al 6.4% y 18.1%, respectivamente, del MSCI ACWI NR Eur).

El trimestre ha estado marcado por la inflexión en la previsión de tipos de interés debido a un octubre con datos de inflación más bajos y unos datos macroeconómicos más templados. El consenso actual ha pasado a esperar varias rebajas de tipos para el 2024, lo que ha provocado fuertes revalorizaciones en la renta variable global.

Para el fondo ha sido un trimestre con dos partes. Una primera con grandes castigos a los resultados de varias posiciones de la cartera como Awardit, Incap, Digital Value, Asa International, Epsilon Net o Duratec; mientras que la segunda parte del trimestre presentaba una reversión de este fenómeno. Adicionalmente, la bajada de tipos favorecía a la cartera, lo que supuso un impulso adicional a los retornos.

Gestión de cartera

El fondo ha intentado recalibrar su exposición al sector de electrónica y energías renovables, ya que es donde han venido los grandes generadores de rentabilidad pero, también, donde tenemos posiciones con incertidumbre sobre reducciones de inventario y efectos de los tipos de interés. En este sentido, el fondo ha reducido posiciones con fuertes revalorizaciones como Altea Green Power y Bel Fuse, además de incrementar en Incap.

Por otro lado, se han descartado posiciones más problemáticas como Coastal Financial y Water Intelligence. Además de dar entrada a, entre otras, Close The Loop, Petershill Partners, Dexterra y añadir a TDCX. Esta última sería objeto de OPA a principios de 2024.

Evaluación del año

La característica más destacable del año ha sido la inconsistencia de las posiciones más importantes de la cartera. El top 10 ha generado una rentabilidad media del +4%; y si se le restara la rentabilidad de TIM, objeto de OPA, el top 10 habría tenido rentabilidad negativa. El rendimiento del fondo ha sido propiciado por valores con menor peso que han tenido un buen comportamiento.

Top10 – Enero 2023	Rendimiento 2023
Unidata	-15%
Incap	-55%
Auto Partner	+93%
Epsilon Net	+33%
Awardit	-18%
TIM	+61%
Grodno	-22%
Nagarro	-21%
Mpac	-7%
Digital Value	-7%
Media	+4%

Tabla 1. Rendimientos Top10 en 2023

Ganadores 2023	Rendimiento
Duratec	+179%
Fae Technology	+176%
Altea Green Power	+170%
Bel Fuse	+103%
HPS	+75%

Tabla 2. Posiciones más rentables en 2023

Por lo tanto, ha sido un año con una rentabilidad pobre en los valores más importantes de la cartera, salvado por los destellos de posiciones pequeñas de gran potencial. Se trata del aspecto más mejorable, ya que los valores de mayor peso deberían ser, precisamente, los que tuviesen unos rendimientos con más certidumbre.

Aun así, este hecho también pone en evidencia que una alta concentración también tiene limitaciones (mayor concentración habría llevado a peores retornos). En este contexto, la cartera actual está algo más diversificada que en el pasado hasta ganar más confianza en ideas concretas.

En cuanto a sectores, el rendimiento para Cornamusa en el sector electrónica y energías renovables, con peso medio en el año de cerca del 20%, ha sido positivo aun siendo uno de los peores años para invertir en dicha industria. Algo similar ha ocurrido en empresas italianas, con más de un 20% de exposición media en el año, donde el fondo ha obtenido buenas rentabilidades. En ambos casos, la rentabilidad ha sido propiciada por los valores de menor peso en cartera.

Perspectivas

Las perspectivas a largo plazo sobre la cartera son positivas. Aun con buenos retornos, el fondo ha tenido una rotación mayor a la media, lo que se espera ayude a mantener un potencial de revalorización atractivo.

Como es lógico, el partícipe no debería esperar obtener una rentabilidad anual como la lograda en el año, la cual, en cierta manera, compensa un 2022 más difícil. Estos ciclos suelen ser habituales en renta variable, hecho que es importante asimilar para afrontar las siguientes bajadas con naturalidad.

Finalmente, querría agradecer la confianza de todos los partícipes y todo el apoyo recibido.

Quedo a vuestra disposición ante cualquier duda o comentario.

Carlos Aizpurua

-

Nota administrativa: Debido al cambio de nombre de la gestora del fondo (de Gesalcalá a Creand), la familia de compartimentos a los que pertenece Cornamusa pasará a denominarse Cinvest Multigestión (en vez de Alcalá Multigestión). Este hecho no tiene más implicaciones que el mencionado cambio de denominación.

Comentario de empresas

TDCX (2.5%) - Capitalización 600MEur

Como se mencionó en la carta del tercer trimestre, el fondo dio entrada a TDCX que finalmente ha sido opada. Se trataba de una posición que complementaba bien al resto de la cartera. A nivel general, añadía una exposición a Asia Pacifico (ex China) de la que el fondo carece, y lo hacía en un sector pasando con dificultades (Experiencia del Consumidor). A nivel particular, se trataba de una empresa con gran concentración de clientes, pasando por el "año de la eficiencia" (en el caso de Meta), lo cual abría la posibilidad a un retorno a un gran crecimiento (20+% orgánico) por la reversión de este fenómeno.

También a nivel particular, la empresa estaba avanzando en un proceso de diversificación de forma exitosa. Las ventas fueras del Top5 de clientes (sólo el 28% de las ventas totales) habían pasado de 20M\$/trimestre a 35M\$/trimestre en el periodo de un año. Esta cifra de ventas, a un margen neto histórico del 20%, equivaldría a 28M\$ de beneficio que estaría creciendo al 50%. Teniendo en cuenta que TDCX cotizaba a un Valor Empresa (EV) de cerca de 300M\$, estimábamos que había muchas formas en la que la inversión podía salir bien: reversión de gasto en Big Tech, crecimiento en Asia, continuación de diversificación, valoración baja (5-6x EV/Beneficio Normalizado). El riesgo, principalmente, era una posible debacle por avances en inteligencia artificial que causase una pérdida de valor abrupta a nivel fundamental. En principio, dada la alta complejidad de servicios al consumidor de TDCX, este riesgo parecía acotado.

El fundador de la empresa parece que opina de forma similar, ya que acabaría lanzando una OPA por el resto de las acciones que no posee. Un desenlace con sabor agridulce, al tratarse de una acción que complementaba muy bien al resto de valores en cartera.

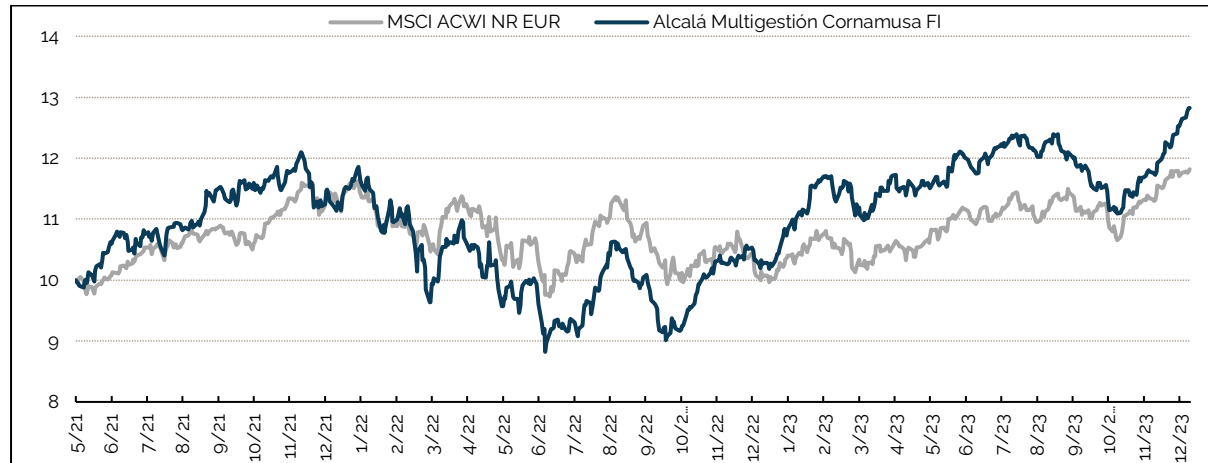


Factsheet 2023T4

Rentabilidad

	Alc. Multig. Cornamusa	MSCI ACWI NR Eur	Δ
2021*	16.3%	15.1%	+1.2%
2022	-12.0%	-13.0%	+1.0%
2023	25.4%	18.1%	+7.3%

*Los retornos de 2021 son desde el 3 de mayo, fecha de constitución del fondo.



Portfolio

Geografías

Italia	24%
EEUU	17%
Emergentes	15%
Australia	11%
Polonia	6%
Otros	20%

Sectores

Servicios	30%
Financiero	15%
IT	13%
Industrial	12%
Telecomunicaciones	8%
Consumo	5%
Otros	13%

Primeras posiciones

ABP Nocivelli
Asbis
Dexterra
Digital Value
IGIC
Planetel
Sequoia
Unidata
Upbound
Toya

Orden alfabético. 31/12/2023

Datos

Comisión Gestión Fija	0.9%
Comisión Gestión Resultados	9%
Límite Comisión Gestión Anual (Fija+Resultados)	2.15%
Comisión depositaria	0.06%
Comisión reembolso duración menor 1 año (a favor del fondo)	3%
Comisión reembolso duración mayor 1 año	No hay
Comisión suscripción	No hay
Inversión mínima	10 eur
Plazo mínimo de inversión recomendado	5 años

Gestora	Gesalcalá, SA, SGIC
Depositorio	Banco Inversis SA
Auditor	PricewaterhouseCoopers Auditores SL
Estructura legal	UCITS
Categoría	Mixto flexible
Dividendos	Acumulación
Divisa	EUR
Denominación	Alcalá Multigestión Cornamusa FI
ISIN	ES0107696066
Allfunds	Sí
Patrimonio	7.2M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2