

1 de mayo de 2024

Estimados partícipes:

En el primer trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 7.3% (frente el 10.6% del MSCI ACWI NR Eur).

El año ha comenzado con fuertes revalorizaciones en los índices globales, empujados por empresas de gran capitalización americanas. Este hecho ha ocurrido a pesar de la expectativa de un menor número de recortes de tipos de interés por parte de los bancos centrales.

Para el fondo no ha sido un trimestre fácil, al estar poco expuesto a los sectores que mayor apetito inversor están gozando (inteligencia artificial, GLP-1 y otros). Los resultados de las empresas han sido positivos en general, destacando los de Willdan, Incap, ABP Nocivelli o IEG.

Gestión de cartera

El fondo ha tenido tres OPAs en el trimestre: TDCX, Entersoft y Awardit. Hecho que ha obligado a seguir rotando la cartera. Tanto TDCX como Awardit han sido OPAs después de fuertes bajadas, por lo que la aportación neta para el fondo ha sido baja o incluso negativa.

El fondo recortó o vendió posiciones en empresas con un futuro cercano más incierto (Bel Fuse, Duratec, Pro-Dex). Por otro lado, se ha seguido incrementando la exposición a Petershill Partners, Dexterra, Grodno, Upbound, North American Construction Group o Global Blue además de iniciar pequeñas posiciones en Quipt, Adesso y Mo-Bruk.

No ha habido grandes detractores, aunque destaca la rentabilidad perdida en valores italianos como Digital Value, Unidata o Planetel. En éstas últimas, el pesimismo viene provocado por las últimas transacciones en el sector de telecomunicaciones: venta de NetCo de TIM a KKR y la compra de Vodafone Italia por Swisscom. Aunque el aumento de incertidumbre es claro, la consolidación debería ser positiva para estas compañías. Especialmente, al tratarse Italia de unos de los países con el sector de telecomunicaciones más competido del mundo.

Perspectivas

Las perspectivas a largo plazo sobre la cartera son positivas. El fondo ha dado entrada a nuevos valores donde espera poder aumentar peso progresivamente y así mantener una rentabilidad esperada alta.

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

Comentario de empresas

IEG (4%) - Capitalización 145MEur

IEG es uno de los valores con mayor revalorización en los últimos 9 meses, a la vez que sus resultados superaban las expectativas originales de la inversión.

Italian Exhibition Group es una de las empresas de eventos y ferias para empresas más importantes de Italia gracias a sus grandes instalaciones de Vicenza y Rimini, además de sus eventos propietarios de renombre: Ecomondo (energías verdes), Vicenza Oro (joyas), Sigep (helados).

Los eventos de renombre son buenos negocios: ninguna empresa quiere perderse el Mobile World Congress en telefonía o Innotrans en movilidad, a la vez que crear eventos competidores es una tarea difícil – deberías conseguir asistentes desde cero, pero el valor del evento está en la propia interacción de los asistentes.

Durante los años de pandemia se empezó a plantear que el sector de eventos quedaría por siempre reducido de tamaño, ya que los eventos pasarían a hacerse de forma telemática. El tiempo demostró, precisamente, lo opuesto, con un resurgir de la industria por encima de niveles anteriores a la pandemia. Los eventos son una forma de conseguir contactos y ventas que no se puede replicar de forma online.

Este hecho ya empezó a reflejarse en las empresas comparables como Informa en 2023, pero no así en IEG. El pesimismo en la compañía surgía de un 2022 difícil (debido a la pandemia) y un ratio de deuda/EBITDA de 5,3x, el cual estaba distorsionado por un arrendamiento de larga duración.

Sin embargo, la inercia desde 22T4 ya era muy positiva. Lo cual se acabaría trasladando a resultados y finalmente a la acción.

	2022	2023	2024E
EBITDA M€	18	49.5	57
Deuda/EBITDA IFRS16	5.3x	1.5x	1.2x

Lo que comenzó siendo una inversión "value" se ha convertido una empresa que sigue siendo atractiva aun casi al doble del precio de compra original.

	Expectativas jul-23	Plan industrial ene-24
EBITDA 2023 M€	42	49.5
Crecimiento post-2023	5%	13%

Con un CapEx medio de 4.5M entre 2020-2022, y sumados los gastos de arrendamientos, los beneficios ajustados para 2024 serían de 36M€. Un precio atractivo para la capitalización actual de 145M€, teniendo en cuenta el crecimiento futuro del 13% y las dinámicas de circulante negativo propias del negocio.

Algunas claves de la inversión:

- IEG se centra en verticales donde es líder: joyería, helados, energías renovables y exportar el "made in Italy". Ser líder en estas verticales le permite hacer varios eventos de la misma temática, exportarlos y, a la vez, atraer clientes a Italia gracias a sus eventos internacionales. Otras empresas con eventos más diversificados, o eventos no propietarios han tenido un desempeño mediocre (como es el caso de Fiera Milano).
- Riesgo administración pública: el accionariado de IEG está constituido por los ayuntamientos de Rimini, Vicenza y la región de Emilia Romania, por lo que el riesgo a una gestión de capital pobre era alto. Sin embargo, ha ocurrido más bien lo contrario: recompras, pequeñas adquisiciones sin dilución y dividendo. De hecho, IEG recibió una subvención a fondo perdido de unos 37M€ (cuando capitalizaba a menos del doble de esa cantidad) por parte del gobierno italiano durante el covid debido a su carácter estratégico – exportar el "made in Italy" al mundo. Otras empresas como Emerald sufrieron financiaciones muy dilutivas en ese mismo momento.
- Capex: la incógnita para los siguientes años es el gran presupuesto de inversión en mejorar las instalaciones de Rimini y Vicenza. Aun siendo una inversión con un retorno incierto queda claro que los 90M€ de EBITDA esperados para 2028 no reflejan la inversión hecha en estos próximos años. De ser así, el beneficio normalizado de 2030 podría estar cerca de 75M€, ofreciendo un alto retorno desde la actualidad.

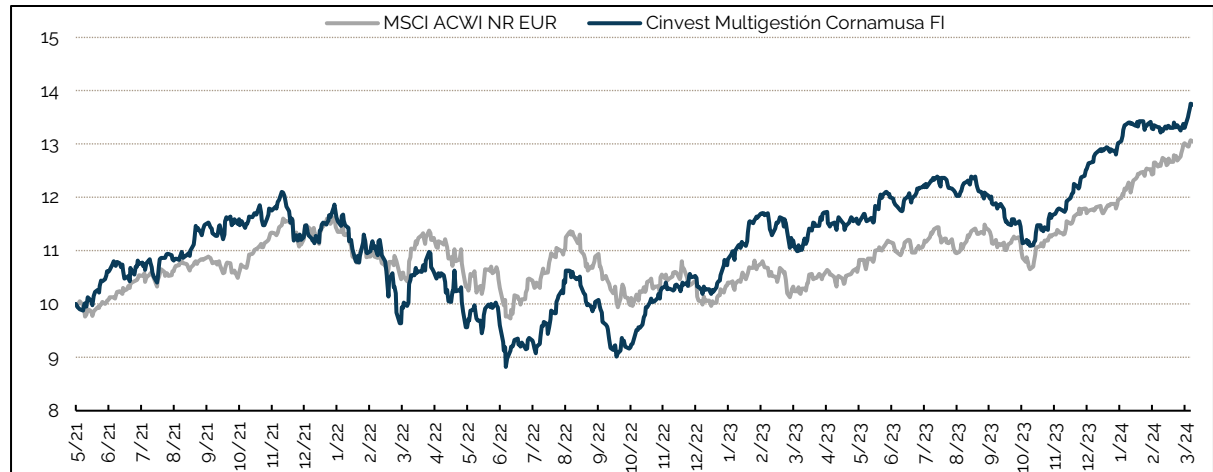


Factsheet 2024T1

Rentabilidad

	Cinv. Mult. 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%
2024-mar	7.3%	10.6%	-3.3%

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



Portfolio

Geografías

Italia	22%
EEUU	18%
Emergentes	12%
Australia	8%
Polonia	8%
Canadá	8%
Alemania	5%
Otros	19%

Sectores

Servicios	27%
Financiero	19%
Industrial	19%
IT	15%
Telecomunicaciones	7%
Consumo	5%
Otros	8%

Primeras posiciones

ABP Nocivelli
Asbis
Dexterra
Digital Value
Grodno
IEG
IGIC
Petershill Partners
Unidata
Upbound

Orden alfabético. 31/03/2024

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, SGIIC
Depositario	Banco Inversis SA
Auditor	PricewaterhouseCoopers Auditores SL
Estructura legal	UCITS
Categoría	Mixto flexible
Dividendos	Acumulación
Divisa	EUR
Denominación	Cinvest Multigestión Cornamusa FI
ISIN	ES0107696066
Allfunds	Si
Patrimonio	7.9M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2