

1 de agosto de 2024

Estimados partícipes:

En el segundo trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad de -0.6% y un 6.7% en el año (frente al 3.7 y 14.7% del MSCI ACWI NR Eur).

El trimestre ha supuesto una continuación de las tendencias de comienzo de año, con revalorizaciones en los índices globales, empujados por empresas de gran capitalización. La inteligencia artificial y los fármacos GLP-1 han seguido siendo las temáticas más de moda. Adicionalmente, el mercado ha estado dispuesto a pagar un precio mayor por las empresas de calidad demostrada. La inflación ha dado signos claros de reducirse a un nivel más bajo, aunque los tipos de interés se mantienen altos en el corto plazo.

Para el fondo ha sido un trimestre difícil, donde los resultados positivos no se han trasladado al valor liquidativo. Entre las pocas empresas con buen desempeño destacan IEG, Petershill Partners, System1 y ASA International.

El capital de las OPAs del trimestre anterior se ha ido utilizado para añadir a las posiciones de Global Blue, North American Construction Group o Adesso, además de dar entrada a Facilities by ADF o Technotrans.

En cuanto a la disparidad con los índices, estimamos que el fondo ha quedado rezagado por tres razones generales:

- 1) Falta de exposición a empresas grandes, reconocidas o tecnológicas. Estando la mayoría de la cartera posicionado en empresas de pequeña y mediana capitalización.
- 2) Exposición a Europa. Después de las elecciones europeas el fondo perdió cerca de 7 puntos relativos, lastrado por empresas italianas y alemanas.
- 3) Mayor peso en empresas donde el beneficio contable tiene una mayor variabilidad que en las compañías consolidadas, ya sea por su inmadurez, tamaño o por estar pasando por una fase más difícil.

Perspectivas

Aun con un mes de junio más difícil, se estima que el posicionamiento de la cartera es el adecuado. Estimamos que nuestras empresas son mejores que la media, crecen más y están a un precio más barato.

Sin embargo, el coste a pagar sigue siendo de una mayor variabilidad en resultados, por un lado, y por otro, quedarnos fuera del buen desempeño que las empresas de mayor capitalización están teniendo actualmente.

-

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

Global Blue (4% de exposición) - Capitalización 950MEur

En los últimos dos años el desempeño de Global Blue ha sido discreto dentro de la cartera. No obstante, en la primera mitad del año nuestra exposición ha aumentado.

Global Blue es la principal empresa del procesamiento de *Tax Free Shopping* con una cuota de mercado de más del 70%. Se trata de la empresa que procesa la devolución del IVA del gasto de los extranjeros. Se ve favorecida por el aumento del turismo y crecimiento del gasto en lujo; y lo hace con una posición dominante en una industria regulada.

Más allá de las restricciones de movimiento por la pandemia, la empresa ha tenido los siguientes inconvenientes desde el 2020.

Restricción	País	% Vol Ventas	Descripción	% Recuperación actual	Evolución futura
Destino	Reino Unido	14%	Abandona TFS (Brexit)	0%	Probabilidad media de retorno, 45M EBITDA incrementales.
Origen	Rusia	8%	Viajes Europeos prohibidos (guerra)	18%	Probabilidad baja de recuperación (ligado a la guerra). 19M EBITDA incrementales.
Origen	China	40%	Restricciones covid	75%	Probabilidad media-alta de recuperación. 60M EBITDA incrementales.

Aun siendo el EBITDA *run-rate* del último trimestre 164M€, los datos de los últimos meses hacen pronosticar que el EBITDA *run-rate* puede aumentar más allá de 210M€.

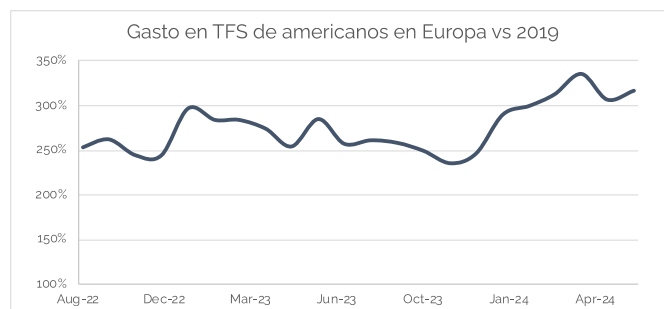
	23Q4	04/24 RR	05/24 RR	06/24 RR
Lfl. SiS recup. Europa	128%	137%	138%	147%
Lfl. SiS recup. Asia	166%	192%	250%	236%
Ventas trim. Europa (M€)	62.7	67.1	67.6	72.0
Ventas trim. Asia (M€)	13.8	16.0	20.8	19.6
Inc. Anual EBITDA Europa (M€)	-	15.0	16.7	31.6
Inc. Anual EBITDA Asia (M€)	-	7.3	23.7	19.8
Inc. Anual EBITDA Total (M€)	-	22.3	40.4	51.4
EBITDA Anual (M€)	164	186.3	204.4	215.4

Tabla 1. Cálculo aproximado de EBITDA con datos mensuales. Hipótesis 1: conversión de SiS a ventas frente 23Q4 se mantiene. Hipótesis 2: 85% de contribución incremental. Hipótesis 3: aumento de costes trimestrales cubierto por mejoras en el resto de las divisiones.

A estas cifras les quedaría margen de mejora por el aumento de turismo de los asiáticos en Europa, mejoras en digitalización, subidas de IVA en Asia y, principalmente, por la recuperación latente del turismo chino. Todos estos factores podrían impulsar el EBITDA a más de 300M€.

La valoración actual no recoge esta recuperación... Y es que, ¿cómo puede ser que una empresa que hacía 190M de EBITDA del 2019 pueda llegar a más de 300M€ si tanto Reino Unido en destino como Rusia en origen han sido eliminados?

La razón principal es que el gasto en TFS ha aumentado significativamente después del covid. El caso más paradigmático es Estados Unidos, donde se ha triplicado el gasto total en TFS. Lo que podría haber sido un aumento momentáneo después del covid, se ha consolidado como un cambio que se mantiene en el tiempo (ya después de unos tres años en niveles altos y sin visos de decrecer). Es decir, el turista de alto poder adquisitivo está comprando tres veces más en viajes gracias a que se puede ahorrar el IVA.



Hay otros casos más llamativos como Hong Kong o Taiwan donde el gasto en TFS ha quintuplicado, y da una idea del potencial que podría tener la recuperación China. Sin embargo, en estas geografías no ha pasado el suficiente tiempo (sólo unos 10 meses frente casi 3 años en otras) para poder tomar estas cifras como base.

Concretamente, lo que ha aumentado es el gasto en TFS de los consumidores de alto patrimonio (compras de más de 20.000€). Éstos han triplicado su gasto en TFS frente a 2019.

Más allá de una valoración atractiva y la opcionalidad de Reino Unido, Rusia y China, se espera que la empresa pueda crecer orgánicamente cerca del 10% generando una caja similar a los beneficios. Este hecho, unido a las características monopolísticas del negocio, deberían llevar a valoraciones de más de 10x EBITDA una vez que se disipen las dudas.

Unidata (3.5% de exposición) - Capitalización 110MEur

Unidata ha sido una posición importante en los últimos tres años. Aun habiendo más que duplicado el EBITDA por acción desde entonces, la acción no se ha revalorizado. La principal razón es el entorno competitivo en el sector de telecomunicaciones.

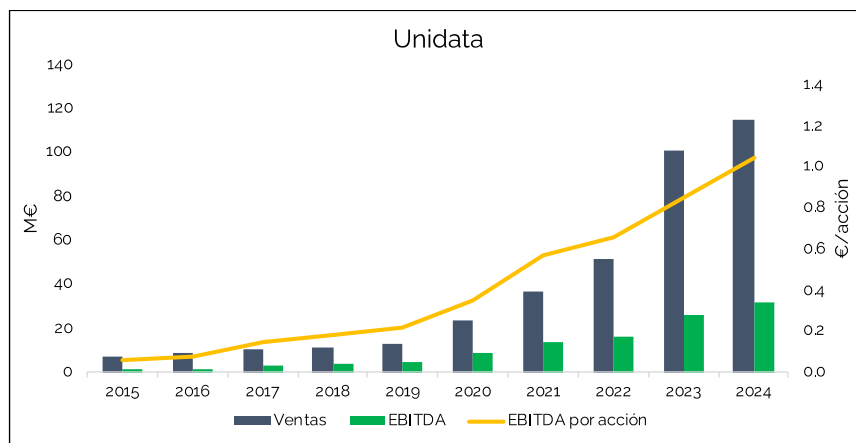
En este contexto, habría que destacar tres ideas:

1 – Suelo de valoración por el negocio recurrente. Unidata tiene cerca de 15.5M€ trimestrales de ventas recurrentes (TWT: Revendedores, Empresa y Voz, UD: Consumidor + Empresa) que en un 90% son servicios para empresas (área no tan competitiva como el de consumidor) y que podrían crecer a algo más de un 5% anual. En un futuro esta parte podría llegar a un 35% margen EBITDA (margen Unidata en 2019) y un FCF de cerca de 17M€.

2 – Proyectos generadores de valor. Unidata es parte de JVs con inversores donde les ofrece una rentabilidad de doble dígito, pero que a su vez generan ventas para la propia empresa además de una rentabilidad mejor que esos inversores. Por ejemplo, en Unifiber Unidata ha aportado 7M de euros, CEBF 30M€ (con expectativas de una IRR del 11%) y las ventas/FCF generadas por el proyecto en Unidata han podido ser de 60M€/7M€. La aportación neta al final del proyecto sería de cero, y la empresa sería propietaria del 30% de un proyecto de valor presente de algo más de 50M€.

Proyecto	Tipo de inversión	Aportación UD [M€]	Valor en libros UD [M€]	Ventas subcontrat. a UD [M€]	FCF subcontrat. a UD [M€]
Unifiber	Fibra	10.5	16.7	90	11
Unicenter	Data Center	5.7	14.25	-	-
Uniterreno	Cable submarino	15	18	-	-
Roma 5G	5G	0	3	25	8

3 – Historial de creación de valor. Unidata ha crecido un 36% anualizado en ventas y 44% anualizado en EBITDA (38% anualizado por acción) en los últimos 9 años.



Aun siendo esta evolución irreplicable en el futuro, da una idea de la capacidad de la directiva actual de crear valor. Aun siendo importante el proyecto RM Fiber con OpenFiber, incluso sin estas ventas la evolución de la compañía habría sido muy bueno.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas totales UD	13.2	23.4	37	51.3	101	115
Ventas Core UD		18.0	26	36.3	95	112
Ventas Est. RM Fiber		5.4	11	15	6	3

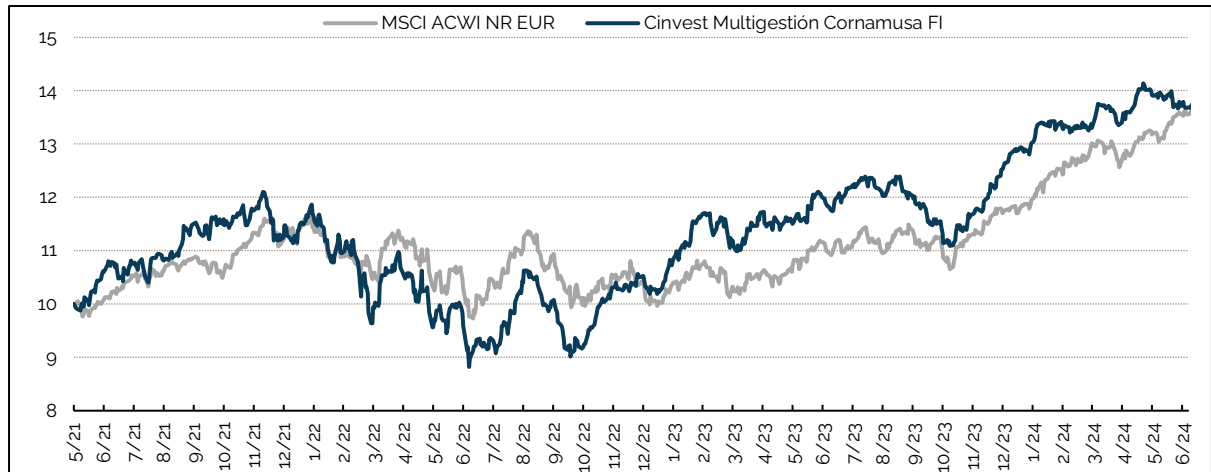


Factsheet 2024T2

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-jun	6.7%	14.7%	-8.0%

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



Portfolio

Geografías

Italia	24%
EEUU	14%
Emergentes	11%
Canadá	9%
Polonia	8%
Australia	8%
Alemania	8%
Otros	8%

Sectores

Servicios	30%
Financiero	18%
Industrial	17%
IT	17%
Telecomunicaciones	7%
Consumo	3%
Otros	8%

Primeras posiciones

ABP Nocivelli
Adesso
Dexterra
Digital Value
Grodno
IEG
IGIC
Unidata
Upbound
Willdan

Orden alfabético. 30/06/2024

Datos

Comisión Gestión Fija	0.9%
Comisión Gestión Resultados	9%
Límite Comisión Gestión Anual (Fija+Resultados)	2.15%
Comisión depositaria	0.016%
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	8.2M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2