

31 de octubre de 2024

Estimados partícipes:

En el segundo trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 0.8% y un 7.6% en el año (frente al 2.4% y 17.5% del MSCI ACWI NR Eur).

La renta variable global ha tenido un buen tercer trimestre, aunque con mayor volatilidad de la habitual: problemas en el *carry trade* japonés, bajada y posterior gran subida del Russell 2000, escalada bélica en oriente medio, gran estímulo chino al final del trimestre... La inflación ha seguido sin sorpresas negativas y la Reserva Federal se ha unido al ciclo de bajadas de tipos ante unos datos de empleo algo más débiles.

No ha sido un buen trimestre para el fondo, donde el gran peso en empresas europeas de pequeño tamaño lastraba el rendimiento, al igual que bajadas notables en empresas concretas como Sendas Distribuidora o Adesso. En cuanto al rendimiento positivo destacan Willdan, IGIC o Dexterra.

Movimientos

El fondo deshizo la posición en Global Blue ante el rápido cambio de tendencia de ventas en julio. Todo indica que la devaluación del yen japonés generó un turismo chino a Japón fuera de lo habitual, el cual se ha revertido con la normalización de la divisa. Siendo el turismo chino tan importante para la empresa, se decidió deshacer la posición cuando la aparente inflexión positiva quedó invalidada.

La liquidez se ha destinado a tomar posición o aumentar peso en Adesso, Kontron, Incap, Aumann o Duratec.

Alemania

Durante los últimos meses el fondo ha sobreponderado en empresas alemanas, lo cual ha tenido un efecto negativo en el valor liquidativo. La economía alemana lleva haciéndolo mal por muchos años y las últimas noticias de despidos (Volkswagen, Deutsche Telekom, etc.) han dañado todavía más el sentimiento inversor ante las perspectivas del país.

La visión del fondo no es, necesariamente, que Alemania va a tener una inflexión positiva. Más bien, nos encontramos con empresas que durante estos años de deterioro lo han hecho bien y que, sin embargo, las valoraciones han tenido una compresión progresiva (Adesso, Kontron, Nagarro, Technotrans, Aumann).

Una debacle en el sector del automóvil y un deterioro acentuado de la economía alemana sería el escenario negativo para nuestras empresas. Aun así, la exposición directa al sector de automoción es limitada.

Perspectivas

Aunque es verdad que el desempeño del fondo es similar a los índices de pequeñas empresas, el rendimiento relativo de este año está por debajo de las expectativas. No obstante, se trata de un periodo breve de tiempo, y los índices están demostrando ser especialmente difíciles de superar este año.

Estimamos que las empresas de la cartera tienen mejores perspectivas y valoración más atractiva que la media. Además, el fondo permite al partícipe exponerse a un grupo de empresas diferenciadas a los índices más habituales.

-

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

Digital Value (5% de exposición) - Capitalización 500MEur

Digital Value (DGV) lleva siendo una de las empresas más importantes de la cartera durante los últimos dos años. Se trata de un VAR (*Value Added Reseller*) del sector IT, donde destaca su exposición al sector de centros de datos (diseño, instalación y servicio) con especial exposición al sector público. Se trata del subsector con mayores vientos a favor, tanto por la necesidad de modernización de la administración pública italiana, como por la creciente importancia de los centros de datos impulsada ahora por la inteligencia artificial. Digital Value ha crecido a más del 20% anualizado los últimos años, en gran parte de forma orgánica y ha tenido un historial impoluto. Aun así, y a pesar de su futuro prometedor, cotizaba a un precio de empresa mediocre.

Más allá de los factores descritos, la empresa contaba con dos validaciones externas importantes. Por un lado, Marco Patuano fue elegido CEO de Cellnex, una de las empresas más importantes de torres de telecomunicaciones, debido, precisamente, a los logros obtenidos en Digital Value. Por otro lado, Sesa, uno de los integradores IT más consagrados de Europa, tenía el 3,6% del accionariado de la compañía. Estos hechos nos hacían pensar que era una empresa que aspiraba a ser más grande de lo que era.

Sin embargo, hemos tenido mala suerte. El pasado 15 de octubre la policía detenía a Massimo Rossi, CEO de la compañía, mientras daba un soborno de 15.000€ al director general del Sogei (el ente público encargado de gestionar el área digital y tecnológica). Se rumorea que es parte de una trama de sobornos que afecta a 18 personas de diferentes empresas, y que DGV estaría implicado en la adjudicación de contratos de cerca de 100M€. En los siguientes días las acciones bajaron un 80%.

Este evento queda fuera de lo que un inversor podría haber predicho, y es especialmente desconcertante teniendo en cuenta las validaciones externas que tenía la empresa. Hay que tratarlo como un accidente, el cual ha sido especialmente doloroso debido a nuestra exposición, pero donde poco se podía hacer para evitarlo.

Existe gran incertidumbre sobre los puntos clave de la situación:

- 1 - Número de personas envueltas en DGV: se ha apartado a Rossi, pero podría haber más gente implicada.
- 2 - Alcance de la trama: se habla de un par de contratos, pero la corrupción podría ser sistemática.
- 3 - Castigo de la administración pública: el castigo podría ser desde, simplemente, apartar a DGV de contratos públicos futuros hasta querer hacer de éste un caso ejemplar con una dura sanción.
- 4 - Afección a clientes privados: todavía no se sabe si los clientes privados van a querer cortar lazos comerciales con la empresa.

Estos riesgos plantean una situación en la cual la acción se vaya a cero sea posible. El escenario positivo es el de conseguir los previamente esperados 400M€ de ventas de clientes privados, 100M€ de Infordata y 35M€ estimados de TT Tecnosistemi a administraciones públicas.

Con los datos expuestos, inicialmente, Cornamusa no vendió la posición, teniendo en cuenta que la acción abrió a precios notablemente más bajos que el valor tangible de la empresa. No obstante, posteriores noticias de facturaciones infladas hicieron más probable un escenario de corrupción sistematizada y el fondo redujo su posición a la mitad.

Entendemos que la acción puede irse a cero en el peor escenario, por lo que no se plantea incrementar en el corto plazo.

-

Aun siendo el de Digital Value un episodio desagradable, no es representativo de la renta variable en general. Todos conocemos alguna persona que acabó siendo "engañada" en la bolsa y que nunca más ha vuelto a invertir en ella: casos como Terra y la burbuja puntocom, Gowex, Wirecard u otros. A pesar de estos casos fraudulentos puntuales, la renta variable sigue siendo una de las mejores formas de capitalizar y diversificar los ahorros, ofreciendo a largo plazo rentabilidades más altas que la mayoría de otros activos.



Estos casos reafirman la importancia de la diversificación. La que era primera posición y considerábamos una de las empresas más sólidas de la cartera ha caído más de un 80% y se barajan ahora los peores escenarios. Sin embargo, el valor liquidativo del fondo sólo se ha reducido por unos 4 puntos porcentuales, bache que perderá relevancia con el tiempo.

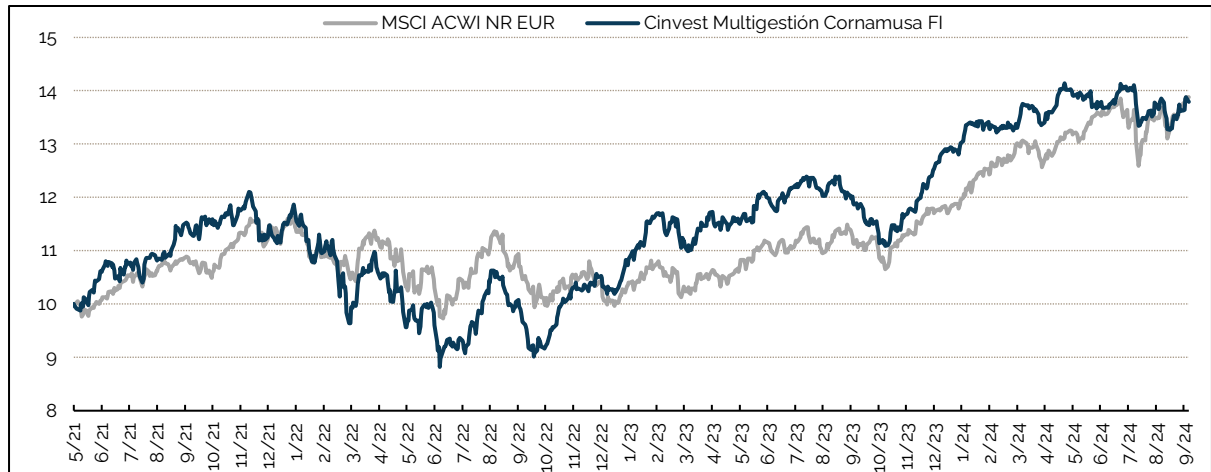


Factsheet 2024T3

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-sep	7.6%	17.5%	-9.9%

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



Portfolio

Geografías

Italia	22%
EEUU	17%
Alemania	11%
Canadá	9%
Polonia	8%
Australia	8%
Emergentes	7%
Otros	15%

Sectores

Servicios	32%
Industrial	23%
IT	17%
Financiero	12%
Otros	15%

Primeras posiciones

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

Orden alfabético. 30/09/2024

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	8.4M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2