

29 de enero de 2025

Estimados partícipes:

En el cuarto trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 1.4% y un 9.7% en el año (frente al 6.7% y 25.3% del MSCI ACWI NR Eur).

La renta variable global ha tenido un muy buen cuarto trimestre, donde el principal evento ha sido las elecciones americanas. El mercado ha tomado de forma positiva la elección Donald Trump al esperar una revitalización de la economía americana, aunque esto ha supuesto una penalización de las acciones europeas. Junto a ello, el miedo ante un repunte de inflación ha aumentado, llevando al alza los tipos de los bonos a largo plazo, lo cual reduce las expectativas de bajadas de tipos para el 2025.

Ha sido un mal trimestre para el fondo, donde ha pesado la mencionada penalización de empresas europeas, a la vez que el escándalo relacionado con Digital Value ha restado cerca de un 4%. Por el lado positivo, destacan las inversiones en empresas alemanas (Adesso, Kontron, Technotrans) que se han recuperado parcialmente después de estar fuertemente penalizadas.

Movimientos

El fondo fue deshaciendo su posición en IGIC, la empresa aseguradora jordana, debido a su revalorización. Tras una rentabilidad del 100% en un año, la empresa ha pasado de estar por debajo de valor en libros a cerca de 1.7 veces, donde hay un mayor riesgo de caída frente a una erosión en el precio de las primas (aunque esto, probablemente, no ocurra en el corto plazo).

El fondo también rebajó posición en ABP Nocivelli por revalorización y mitigación del riesgo por exposición a la administración pública italiana.

El fondo incrementó posiciones en Toya, Duratec, NACG, GenusPlus y tomó posición en Pluxee.

Perspectivas

Para muchos analistas estamos ante una oportunidad histórica en las pequeñas empresas europeas, ante unos índices americanos supuestamente sobrevalorados. Aunque, de ser cierto, esto supondría una gran oportunidad para las empresas de Cornamusa, debemos ser conscientes de que estos vaticinios se han repetido constantemente los últimos diez años... con escaso acierto. En esta década, Europa ha ralentizado su crecimiento, a la vez que las grandes empresas americanas han creado un inmenso valor, justificando en muchos casos sus valoraciones actuales.

Nuestro enfoque es diferente –los índices pueden seguir haciéndolo bien, simplemente hemos elegido invertir en una serie de empresas olvidadas y a valoraciones atractivas. Dependerá de si estos mercados tienen una inflexión positiva lo que demostrará si, finalmente, ésta era una oportunidad histórica o la rentabilidad es mediocre.

El momento actual de pesimismo guarda ciertas similitudes con los años 2011-2013 en Europa (los múltiplos de muchas de nuestras empresas están en ese nivel), donde la crisis de deuda soberana y una economía débil penalizó a la renta variable europea y, en especial, a las pequeñas empresas. El desenlace de aquel contexto fue muy positivo, donde las pequeñas empresas alemanas, italianas o griegas tuvieron retornos extraordinarios entre 2014 y 2017. No necesariamente el momento actual tendrá el mismo desenlace, pero no es un mal punto de partida.

Estimamos que las empresas de la cartera tienen mejores rentabilidades esperadas que la media, lo cual nos debería ayudar a recuperar la diferencia con los índices de este año. Adicionalmente, el fondo permite al partícipe exponerse a un grupo de empresas diferenciadas de los índices.

-

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

ABP Nocivelli (1% de exposición) - Capitalización 150MEur

ABP ha sido una posición relevante en la cartera desde el verano del 2023, y en los últimos meses se han materializado las expectativas que nos llevaron a invertir en la empresa.

Aunque ABP (Azienda Bresciana Petroli) Nocivelli fue fundada como una compañía de venta de hidrocarburos, la empresa pivotó a diseño y mantenimiento de edificios (eléctrico, mecánico, térmico), especialmente centrado en proyectos público-privados, los denominados como PPP, de hospitales. Estos PPP permiten que la administración pública se asocie con empresas privadas para la construcción de una determinada infraestructura, garantizando a estos contratos de mantenimiento de más de 20 años. Se trata de una fórmula cada vez más extendida, ya que reduce la inversión inicial y el riesgo de la construcción para la administración pública.

Estos últimos años para ABP se han caracterizado por su estabilidad a medida que ha seguido ejecutando sus contratos de mantenimiento y ganando pequeños proyectos de mantenimiento en aeropuertos, estaciones de tren o infraestructura eléctrica.

M€	30/6/20	30/6/21	30/6/22	30/6/23	30/6/24
EBIT	10.2	11.2	12.4	13.4	13
Caja neta	20.7	31.5	39.7	40.1	47.7
Cartera pedidos		600	600	800	850

No obstante, la compañía llevaba varios años pendiente la adjudicación del hospital de Molinette, el cual se ha resuelto a favor del consorcio en el que participa ABP. En este proyecto la empresa desembolsará 20M€ por su participación en el PPP (la compañía ha estado acumulando caja para poder participar en este tipo de proyectos). A cambio ABP obtiene:

- 1) 10% de retorno (IRR) en la inversión de los 20M€ invertidos.
- 2) 200M€ de ventas de construcción en los siguientes 5 años. Margen EBIT estimado del 12%.
- 3) 300M€ de ventas de mantenimiento en los siguientes 25 años. Margen EBIT estimado 20%.

Estas características muestran la importancia de este tipo de proyectos: los 20M€ invertidos se multiplican varias veces a lo largo de los años. La cartera de pedidos ha pasado de 850M€ a 1400M€, la cual implica una generación de caja acumulada superior a la capitalización de ABP ($47\text{M€} + 1400\text{M€} \times 17\% \text{ (EBIT\%)} \times 75\% \text{ (neto de impuestos)} = 226\text{M€}$).

Más allá de estas ventas ya captadas, ABP es también parte del consorcio que es actualmente el único candidato al hospital de Novara. Por lo tanto, hay una alta probabilidad de captar otro contrato con unas condiciones similares al de Molinette, lo cual añadiría más de 1€ por acción de valor (cotiza cerca de 5€).

Por otro lado, la empresa seguirá ganando pequeños contratos de mantenimiento de infraestructura, donde cabe destacar su colaboración con Terna de 25M€ anuales, el operador de red eléctrica de Italia. De hecho, ya excluido el concurso del hospital de Molinette, la captación de proyectos ha sido un 70% mayor que las ventas en el último año.

Se trata de una inversión que aúna bajo riesgo –compañía tradicional con una cartera de pedidos que su consecución generaría una caja que supera la capitalización actual– y buen potencial –expectativas de ganar más proyectos con altísimas rentabilidades sobre el capital en un sector de crecimiento. El riesgo principal de la inversión es la relación con la administración pública italiana y el potencial de estar expuesto a casos de corrupción.

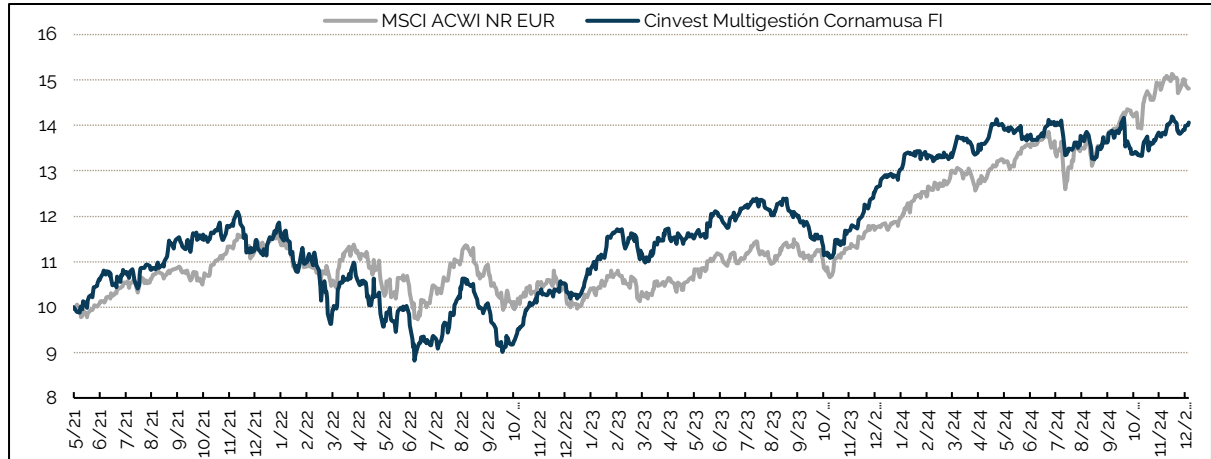


Factsheet 2024T4

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	9.7%	25.3%	-15.6%

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



Portfolio

Geografías

Italia	18%
EEUU	16%
Australia	14%
Alemania	11%
Canadá	9%
Polonia	9%
Emergentes	5%
Otros	18%

Sectores

Servicios	28%
Industrial	24%
Financiero	15%
IT	12%
Telecomunicaciones	8%
Otros	13%

Primeras posiciones

Adesso
Dexterra
IEG
NACG
Petershill Pts.
Technotrans
Toya
Unidata
Upbound
Willdan

Orden alfabético. 31/12/2024

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, SGIC
Depositorio	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	Sí
Patrimonio	8.5M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2