

1 de mayo de 2025

Estimados partícipes:

En el primer trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 1.2% frente al -5.4% del MSCI ACWI NR Eur).

La renta variable global ha tenido un primer trimestre convulso – un comienzo optimista se tornaría en negativo ante la guerra arancelaria emprendida por la nueva presidencia americana. Tras el cierre de trimestre, estos miedos se acrecentarían ante un "Liberation Day" que reveló unos aranceles muy por encima de lo esperado. Durante el trimestre, esta misma desconfianza frente a Estados Unidos llevó a Alemania a aprobar un presupuesto militar y de infraestructura sin precedentes, lo que impulsaba las acciones europeas de defensa y la renta variable alemana, en general, después de un 2024 más complicado. Ante toda esta incertidumbre, los tipos de interés a largo plazo siguen sin reducirse, lo cual sigue lastrando la valoración de las empresas.

Ha sido un buen trimestre para el fondo, que se ha beneficiado parcialmente del optimismo en las acciones alemanas y, además, presenta una menor exposición a la economía americana y el dólar. En positivo han destacado Kaonavi, Asbis y Sendas Distribuidora. En negativo, aunque con pesos bajos, Facilities by ADF y Close the Loop.

Movimientos

El fondo ha vendido Digital Value, FFB Bank por deterioro de resultados en ambos casos, y Kaonavi, debido a la OPA recibida. Kaonavi, una empresa japonesa de software de recursos humanos, cotizaba a múltiplos sobre ventas reducidos en relación a su crecimiento y generación de caja (aun no así, para sus beneficios, los cuales eran todavía bajos debido a su corta trayectoria). Un año después de nuestra compra Carlyle adquiriría la empresa casi al triple de nuestro precio de compra.

El fondo ha comprado Atled, Austin Engineering, System1 plc y Versabank.

Perspectivas

El debate actual se centra en tratar de descifrar el plan de acción de la actual administración americana. Se barajan diferentes teorías (una diferente según lo que pase en los mercados esa semana): hundir el dólar, entrar en una recesión para bajar los tipos de interés, castigar a China...

Sería útil conocer este supuesto plan – aunque es posible que éste fuese cambiando, o que ni siquiera tengan éxito ejecutándolo. Sin embargo, nuestro enfoque es el de no perder demasiado tiempo descifrándolo, ya que, en realidad, poca gente es capaz de hacer dinero acertando este tipo de eventos. Lo que sí sabemos es que la administración americana quiere que sus empresas prosperen a largo plazo (y para el final de sus cuatro años de mandato), y que los problemas actuales son de creación reciente y podrían revertirse si existiese voluntad para ello.

Como en la mayoría de grandes crisis, hemos elegido no posicionarnos en el ojo del huracán. Aunque es probable que a medio plazo se lleguen a acuerdos comerciales, es posible que a la administración actual no le importe sacrificar el primer año completo de mandato. Si esto es así, tendremos oportunidades de comprar en acciones directamente impactadas en los siguientes meses.

Administrativo

Después de más de un año de proceso, el asesor del fondo se ha transformado en EAF (Cornamusa Capital EAF). Se trata de un pequeño hito que no afecta al partícipe, aunque sí que tiene importancia a nivel regulatorio. Querría agradecer especialmente la confianza depositada por los partícipes en estos cuatro años que han hecho que este proyecto haya podido ir consolidándose.

Carlos Aizpurua

Comentario de empresas

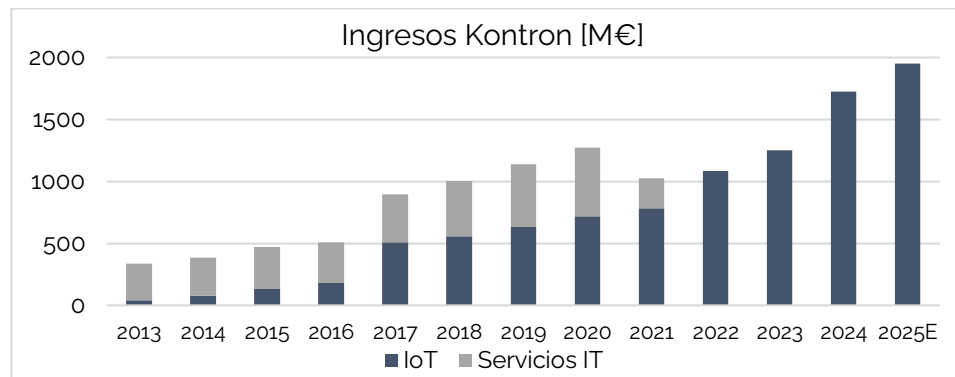
Kontron (4% de exposición) - Capitalización 1400MEur

Kontron ha sido una posición relevante en la cartera desde el verano del 2024, la empresa ha tenido una evolución favorable desde entonces, donde se han unido unos buenos resultados y la mejora en las perspectivas de la economía alemana.

Kontron es una empresa de equipos IoT: equipos de comunicaciones para el sector defensa, automovilístico, ferroviario y otros muchos. Se trata de un sector creciente impulsado por el aumento en la necesidad de comunicar dispositivos en tiempo real. Por ejemplo, los coches nuevos están equipados con sistemas de detección de accidentes que alertan automáticamente de lugar y datos relevantes a emergencias.

Sin embargo, Kontron no siempre se ha dedicado a este sector. De hecho, el antiguo nombre de la empresa era S&T, donde la división original era de servicios IT. Con el paso del tiempo, la empresa fue creciendo orgánicamente y mediante adquisiciones en la incipiente división de IoT. Cabe destacar en este sentido la entrada en el accionariado de Foxconn en 2016.

Con el tiempo Kontron fue haciendo más adquisiciones, donde compraba empresas con problemas, pero tecnologías interesantes que optimizaba. De hecho, contamos con ejemplos de OPAs sobre cotizadas en las que Kontron compró empresas americanas por debajo de caja neta.



Aun con una evolución sobresaliente y un accionista de referencia, este hecho también atrajo un informe en corto de Viceroy sobre la empresa en 2022. Al tener muchas adquisiciones problemáticas, se trataba de un objetivo fácil para ello. La empresa acabó desmintiendo punto por punto todas las acusaciones, y encargó expresamente a Deloitte (su auditor de cuentas era KPMG) un informe que investigase todos los puntos del informe en corto. Deloitte no encontró nada.

El ataque en corto empujó a la empresa a simplificar su organización. Con lo que vendió su división de servicios IT en 2022, en el momento óptimo, para centrarse en su división de alto crecimiento.

A finales de 2023 compró Katek, un competidor cotizado. Monitorizamos de cerca la empresa desde ese momento - estimábamos que Katek podría tener problemas con el efecto látigo sobre inventarios debido a la caída del sector renovable y decidimos mantenernos al margen (ya que habíamos sufrido dicho fenómeno en primera persona con Incap). Estos problemas se acabaron materializando en los primeros trimestres, lo cual permitió al fondo comprar a un precio más atractivo.

Adicionalmente, Kontron ha demostrado crecer de forma orgánica mejor que la mayoría de las empresas del sector relacionado con la electrónica. En un año marcado por el efecto látigo de los inventarios la media de crecimiento orgánico del sector ha sido peor que -10% (analizando Note, Kitron, Seco, Advantech, Inission, Adlink). Kontron ha crecido un 1.5% orgánico en ventas, con book-to-bill de 1.23 y captación de nuevos diseños (indicador adelantado de los pedidos) +60%.

Se espera que la empresa haga cerca de 240M de EBITDA en 2025, unos 50M de depreciación y casi no tendría deuda neta para finales de 2025. La cotización actual implicaría pagar un precio de cerca de 10 veces beneficios. Un precio atractivo para el crecimiento orgánico esperado en los siguientes años (+8%), el track record de adquisiciones y buen desempeño en estos últimos años complicados.

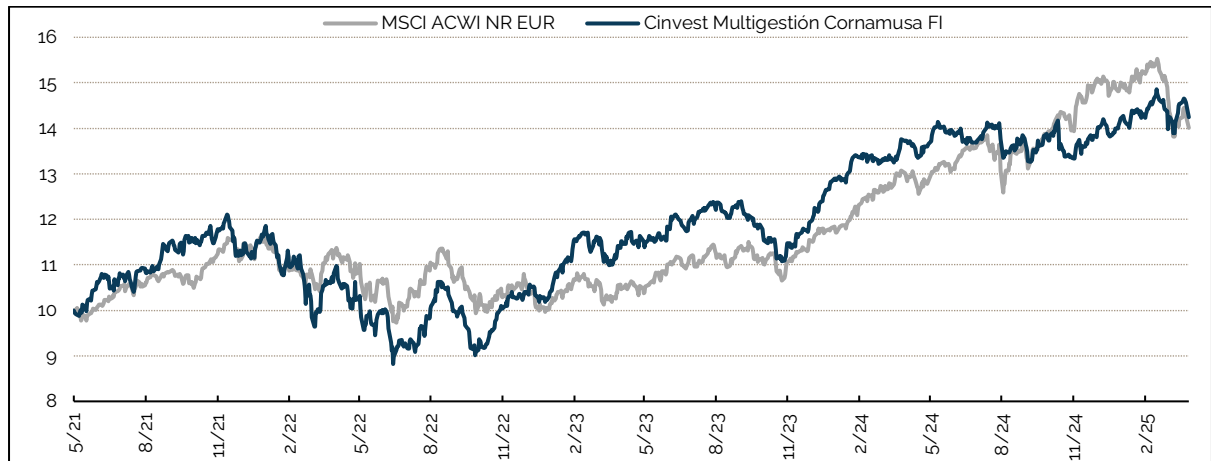


Factsheet 2025T1

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%
2025-mar	1.2%	-5.4%	+6.6%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+42.4% 9.4%	+40.1% 9%	+2.3% 0.4%

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



Portfolio

Geografías

Italia	19%
Australia	14%
EEUU	12%
Alemania	10%
Polonia	9%
Canadá	8%
Emergentes	6%
Francia	6%
Otros	16%

Sectores

Servicios	27%
Industrial	26%
Financiero	14%
IT	12%
Telecomunicaciones	7%
Otros	14%

Primeras posiciones

Adesso
Asbis
Dexterra
GenusPlus
IEG
Kontron
Petershill Pts.
Toya
Unidata
Willdan

Orden alfabético. 31/03/2025

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
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	Sí
Patrimonio	8.7M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2