

31 de julio de 2025

Estimados partícipes:

En el segundo trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 3,9% y un 5,1% en el año (frente al 2,0% y -3,5% del MSCI ACWI NR Eur).

La renta variable ha tenido un segundo trimestre muy volátil. El periodo comenzó con un "Liberation Day" que reveló aranceles desproporcionados a la mayoría de países del mundo. Estos aranceles posteriormente se han ido reduciendo y, más allá de estas bajadas, la economía global no se está resintiendo tanto como se temía inicialmente. Es más, la guerra comercial que copaba todos los titulares en abril ha pasado a un segundo plano unos meses después. En su lugar, vuelven a cobrar protagonismo la Inteligencia Artificial y los recientes conflictos geopolíticos.

Ha sido un trimestre mixto para el fondo, el cual se benefició de los miedos ante una guerra comercial por tener negocios, generalmente, regionales, aunque esa ventaja se ha ido disipando a medida que se comprobaba un impacto menor al esperado de los aranceles. En positivo han destacado Willdan y GenusPlus, ambos favorecidos por la creciente inversión en infraestructura eléctrica y la Inteligencia Artificial. En negativo ha habido varios detractores, ninguno destacable en magnitud.

Movimientos

El fondo ha vendido Dexterra, Mo-Bruk, Technotrans y posiciones más pequeñas en Qipt y Aumann.

Dexterra ha sido una inversión rentable para el fondo, con una revalorización cercana al 50% y un peso de entre 4% y 5%. La decisión de venta viene por un menor crecimiento orgánico del esperado. El 2024 volvió a ser un año con importantes incendios en Canadá, y la empresa se ha favorecido de ello. Según nuestras estimaciones, sin ese factor, la empresa crece más despacio de lo que esperábamos.

En el caso de Technotrans, intentamos anticiparnos a un deterioro en la industria alemana tras los aranceles, el cual no se produjo. En el caso de Mo-Bruk nos han decepcionado los resultados y no tenemos claro si puede haber un problema subyacente.

El fondo ha comprado más Austin Engineering, Lakeland e Integral Corp.

Perspectivas

El contexto actual puede parecer muy convulso debido a los aranceles y los conflictos geopolíticos. Sin embargo, hay razones para ser optimistas:

- El problema de la inflación parece atajado y los bancos centrales han empezado a bajar tipos de interés.
- Europa da signos de querer revitalizar su economía ante los vaivenes americanos.
- Lo peor del mandato de Trump debería haber quedado atrás en este primer año. Se trata de un presidente radicalmente pro-empresa.
- Las guerras y conflictos geopolíticos no han tenido históricamente un impacto relevante en la renta variable.

La cartera se ha comportado mejor que el índice en lo que va de año, aunque hay que admitir que ha sido un año propicio para ello, especialmente por la caída del dólar. De hecho, nuestra percepción es que no lo hemos hecho tan bien como cabría esperar en este entorno. No obstante, seguimos optimistas con la cartera a medio y largo plazo.

-

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

ASA International (2% de exposición) - Capitalización 150MEur

ASA International ha sido una posición pequeña desde el 2023, donde sufrimos una caída del 80% pero que ahora más que duplica nuestro precio medio. Se trata de un buen ejemplo del peligro de invertir en países emergentes y de la cautela que debemos tener con estas posiciones.

Se trata de una empresa atípica: una antigua ONG de microfinanzas que da préstamos de unos 200€ a emprendedoras (95% de los clientes son mujeres) de Pakistán, Tanzania, Nigeria y otros países subdesarrollados.

Aunque muchos se ven atraídos por las rentabilidades de los microcréditos, es un modelo de negocio difícil. ASAI no fue la pionera del sector, aunque fue la que creó un modelo de bajo coste que luego exportó a otros países. Durante los últimos 15 años ha recibido múltiples premios nombrándola la empresa de microfinanzas más eficiente del mundo.

La empresa sólo financia negocios rentables. Un ejemplo habitual es el de mujeres que tengan un pequeño comercio donde tengan que financiar la compra de inventario. Se hacen reuniones semanales de unas 20 mujeres donde devuelven parte del préstamo y donde se hace el seguimiento del negocio. Las reuniones sirven para ejercer presión para pagar y para que compartan información de sus negocios.

¿Por qué es este negocio atractivo? En esencia, son préstamos al 40% de tipo de interés donde los impagos están cerca del 0,5% (pre-covid). Ratios que no encontraríamos en ningún otro negocio financiero. Cuando salió a cotizar en 2018 lo hizo a 6x valor en libros, 40% ROE y 25% de crecimiento.

El covid fue muy duro para ASAI. Las reuniones semanales se cancelaron y la morosidad se disparó. Nuestra idea original era que, comprando cerca de valor en libros, sólo teníamos que esperar a la normalización de la pandemia para la recuperación del negocio. Aun siendo esta tesis válida (es lo que ha acabado pasando), tras la inversión nos encontramos con varios problemas:

- El banco central de Nigeria eliminó el cambio fijo del naira en 2023. La divisa acabaría depreciándose un 60% en 2023, y un 50% en 2024. ASAI perdería más del 20% de su valor en libros en el primer semestre de 2023 aun teniendo unas operaciones rentables. Por si fuese poco, la situación provocó que sacar dinero del país fuese muy difícil.
- India siguió con cambios regulatorios erráticos que hacían que el negocio de ASAI no fuese rentable: techo de interés para micropréstamos, fomentar los impagos ante dificultades...
- El fundador de la compañía se retiró y la persona elegida como sustituta no nos convenció.

Aun siendo nuestra idea original válida, la acción cayó cerca de un 80% mostrando la dificultad de los mercados emergentes.

Dos años después, la situación ha cambiado completamente. Nigeria es una de las economías más prometedoras del mundo, y otros países africanos también han girado el rumbo. ASAI va a salir del mercado indio, dejando de perder 6 millones de dólares al año. Y finalmente, la compañía ha cambiado a un CEO que nos genera ilusión, en sus palabras: "Desde que entré en ASAI he dicho que este es un coche de 1000 caballos que va en primera marcha".

La empresa espera crecer más de un 30% (en dólares), excluyendo India, por varios años. El ROE debería pronto sobrepasar sus máximos históricos del 40%, más que justificando una valoración actual de menos de 2x valor en libros de este año.

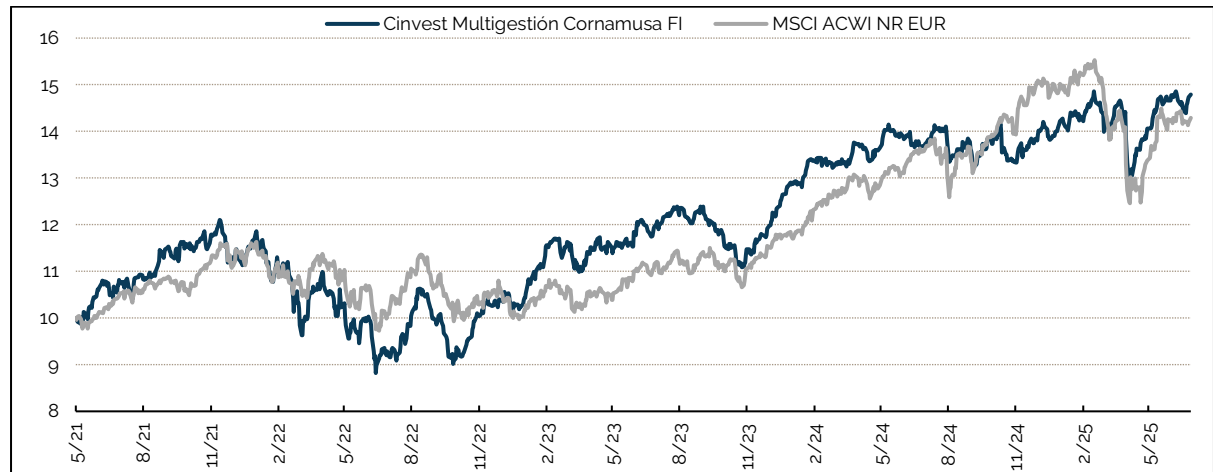


Factsheet 2025T2

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-jun	5,1%	-3,5%	+8,6%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+47,9% 9,8%	+42,9% 8,9%	+5,0% 0,9%

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



Cartera

Geografías

Italia	18%
Australia	18%
EEUU	16%
Japón	8%
Emergentes	8%
Canadá	7%
Polonia	7%
Alemania	4%
Francia	3%
Otros	11%

Sectores

Industrial	27%
Servicios	26%
Financiero	16%
IT	8%
Telecomunicaciones	7%
Otros	16%

Primeras posiciones

ABP Nocivelli
Adesso
Duratec
GenusPlus
IEG
Petershill Pts.
Toya
Unidata
Upbound
Willdan

Orden alfabético. 30/06/2025

Datos

Comisión gestión fija	0,9%
Comisión gestión resultados	9%
Límite comisión gestión anual (fija+resultados)	2,25%
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	PwC Auditores SL
Estructura legal	UCITS
Categoría	Mixto flexible
Dividendos	Acumulación
Divisa	EUR
Denominación	Cinvest Multigestión Cornamusa FI
ISIN	ES0107696066
Allfunds	Sí
Patrimonio	9,2M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2