

29 de octubre de 2025

Estimados partícipes:

En el tercer trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 9,1% y un 14,7% en el año (frente al 7,5% y 4,4% del MSCI ACWI NR Eur).

La renta variable ha tenido un tercer trimestre tranquilo. Los tipos de interés americanos han iniciado un ciclo de bajadas a pesar de que el PIB sigue mostrando fortaleza y el mercado laboral da señales de enfriarse. De la misma forma, los tipos a largo plazo también muestran signos de reducirse, mientras que Europa mantiene tipos en un contexto macroeconómico estable. La renta variable china ha sido de las más destacadas en el trimestre (+20%) y, en cuanto a temáticas, la Inteligencia Artificial ha vuelto a dominar el apetito inversor, en un contexto donde las empresas especulativas han tenido grandes revalorizaciones.

El fondo ha tenido un trimestre favorable, donde se han notado mayores entradas de capital en pequeñas empresas. En cuanto a rentabilidad destacan las tres empresas de ingeniería australianas (GenusPlus, Duratec y SCEE), con buenos resultados y revalorizaciones notables en todos los casos. También destacan ABP Nocivelli con su segundo contrato para construir un hospital y la OPA a Petershill Partners. Entre los detractores se encuentran Medley y North American Construction Group, con resultados más decepcionantes.

Movimientos

El fondo ha rebajado sustancialmente Adesso (de 5% a cerca de un 1%). El retorno esperado cuando se realizó esta inversión era más alto del que ha acabado siendo (cerca del 6% anualizado). Sin embargo, en este periodo nos hemos encontrado con una disrupción en el sector de consultoría IT provocada por la IA. Aun en esta situación las cifras de Adesso han seguido siendo sobresalientes, e incluso la propia acción ha tenido una rentabilidad un 30-40% mejor que sus comparables del sector. No creemos que la IA vaya a deteriorar el negocio de Adesso, aunque admitimos que el rango de escenarios se ha vuelto muy amplio y hemos preferido reducir exposición.

El fondo vendió Willdan para dar entrada a SCEE y mantener exposición al crecimiento de la IA de forma más conservadora. También ha habido ventas de Antin, Integral y Petershill para comprar Eurazeo en cuanto a gestoras de *private equity*.

Petershill Partners

Con la OPA se cierra la posición en Petershill con una rentabilidad excelente. La tesis original fue que este *trust*, constituido por una cesta de gestoras de *private equity*, valía más que los 10-15x beneficios a los que estuvo cotizando (ya neto de comisiones del *trust*). Principalmente por la calidad de los integrantes de esta cesta: General Catalyst, Francisco Partners o Clearlake son gestoras del más alto prestigio, márgenes EBIT del 60% y crecimientos de doble dígito esperados durante años. Claramente, estas empresas habrían cotizado a múltiplos muy altos de no haber sido parte de una cesta que los inversores nunca llegaron a apreciar, y de la que hemos conseguido sacar provecho.

Aunque los niveles de especulación en renta variable han aumentado notablemente, seguimos optimistas con la cartera a medio y largo plazo.

Querría agradecer la confianza de todos los partícipes y todo el apoyo. Quedo a vuestra disposición ante cualquier duda o comentario.

Carlos Aizpurua

Comentario de empresas

Southern Cross Electrical Engineering (3,7% de exposición) - Capitalización 300 M€

Nuestra experiencia con contratistas australianos ha sido francamente buena: en Duratec (contratista especializado en rehabilitación de infraestructuras y defensa) hemos cuadruplicado nuestra inversión y en GenusPlus (especializado en infraestructura eléctrica) hemos casi triplicado en poco más de un año. Este año hemos ido construyendo posición en SCEE, un contratista australiano especializado en electricidad e instalaciones mecánicas.

Se trata de una empresa que realiza las instalaciones eléctricas y mecánicas de aeropuertos, supermercados o centros de datos. Una plantilla de ingenieros y técnicos especializados en la construcción de instalaciones y su mantenimiento. Se trata de un sector tradicional, pero que está teniendo un auge importante en Estados Unidos por los centros de datos. De ahí que empresas similares a SCEE como Comfort Systems o IES Holdings hayan multiplicado hasta 10 veces su cotización en los últimos años.

La realidad en Australia es diferente – aunque el gasto en centros de datos ha aumentado, sigue siendo un orden de magnitud menor que en Estados Unidos. SCEE ha ganado contratos para la construcción de centros de datos para NextDC, que prevé seguir aumentando sus inversiones. No obstante, los principales inversores en data centers siguen siendo los hiperescaladores, los cuales no tienen su foco en Australia por ahora.

Enfocamos esta inversión como una base actual creciente de ventas gracias a la inversión en infraestructura (aeropuertos, metros...) y centros de datos con empresas locales. Adicionalmente, existe la opcionalidad de que los hiperescaladores diversifiquen más su inversión a nivel geográfico, dando un impulso importante a las ventas de SCEE. Finalmente, la otra área de gran crecimiento es la construcción de infraestructura BESS (sistemas de baterías para almacenamiento de energía) donde SCEE es uno de los constructores más importantes.

Se trata de una inversión por debajo de 14x beneficios (menos de 10x cuando invertimos) en una empresa con una base sólida y opcionalidad, todo ello con circulante negativo – el flujo de caja es mayor que el beneficio y el capital tangible empleado es nulo/negativo. Adicionalmente el historial de adquisiciones de la empresa es muy bueno:

Fecha	Nombre	Descripción sector	Consideración (AUD)	Múltiplo EBIT
Jun 2016	Datatel	Comunicaciones y telecomunicaciones	6,2 M	4,3×
Mar 2017	Heyday Group	Comercial e infraestructura (NSW, ACT)	54,1 M	2,9×
Dic 2020	Trivantage	Servicios a supermercados, seguridad y cuadros eléctricos	53,5 M	3,4×
May 2024	MDE	Comunicaciones multisector (NSW)	10,6 M (máx.)	~3× (est.)
Abr 2025	Force Fire	Soluciones contra incendios (NSW, QLD)	53,5 M (máx.)	4–5× (est.)

En resumen, creemos que SCEE es una buena forma de tener exposición al crecimiento de centros de datos (20% de ventas), pero sin correr un riesgo alto si este gasto se revertiese.

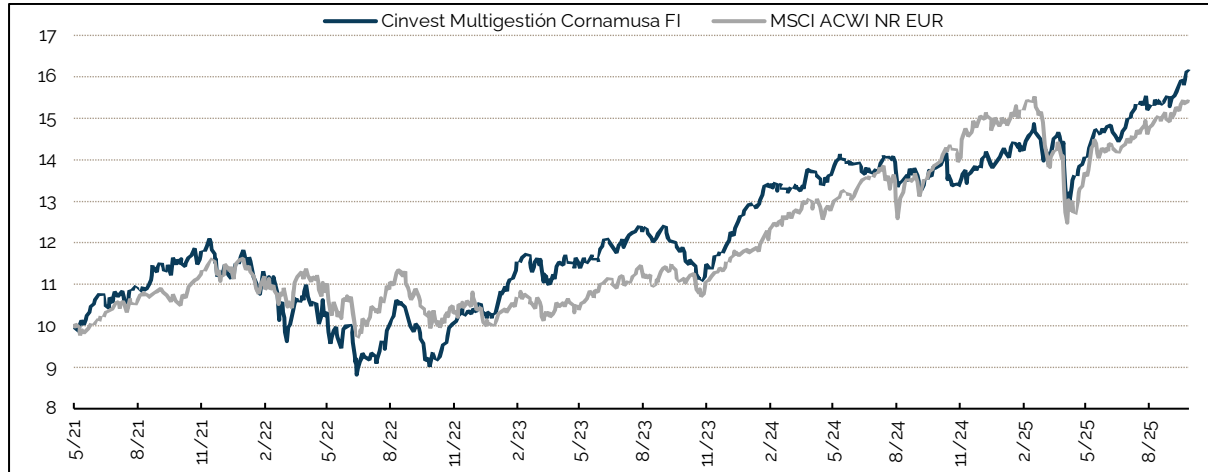


Factsheet 2025T3

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-sep	14,7%	4,4%	+10,3%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+61,4% 11,4%	+54,5% 10,4%	+6,8% 1,5%

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



Cartera

Geografías

Australia	23%
Italia	18%
EEUU	11%
Canadá	8%
Emergentes	7%
Polonia	7%
Alemania	5%
Japón	5%
Francia	4%
Otros	12%

Sectores

Industrial	34%
Servicios	26%
Financiero	12%
IT	7%
Telecomunicaciones	6%
Otros	16%

Primeras posiciones

ABP Nocivelli
Duratec
GenusPlus
IEG
Kontron
Lakeland
Petershill Pts.
SCEE
Toya
Unidata

Orden alfabético. 30/09/2025

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 €
Plazo mínimo de inversión recomendado	5 años

Gestora	Gesalcalá, SA, SGIIC
Depositario	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	10,3 M€
Cálculo VL	Diario
Liquidación	D + 2