

30 de enero de 2026

Estimados partícipes:

En el cuarto trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 1,5% y un 16,4% en el año (frente al 3,3% y 7,8% del MSCI ACWI NR Eur).

A pesar de los vaivenes geopolíticos, la renta variable ha tenido un cuarto trimestre con pocas novedades: una inflación contenida, crecimiento económico estable y bajadas de tipos. Destaca la subida del precio de los metales preciosos, alimentado por los déficits presupuestarios de los estados. Esto mismo se ha traducido, también, en tipos de interés a largo plazo persistentemente altos. En cuanto a temáticas, destacan el mal año del software (amenazado por la IA) y el factor "quality".

El fondo ha tenido un trimestre sin grandes novedades. En cuanto a rentabilidad destacan Nagarro, Stingray, Aecon y CYND con resultados positivos. Sin embargo, ha habido detractores importantes. Lakeland presentaba malos resultados que decepcionaban, llevando a una bajada del 50%. Pluxee, de la cual incrementamos al principio del trimestre, tuvo un mal desenlace regulatorio en Brasil, que llevaría a bajadas importantes. Austin Engineering decepcionaba al tener que cancelar un contrato deficitario para Komatsu.

Movimientos

El fondo ha vendido ABP Nocivelli, tras dos años en cartera y haber duplicado el valor de las acciones. La inversión original combinaba una valoración barata junto a la posible adjudicación de la construcción hospital de Turín. Después de la adjudicación el fondo rebajo la exposición para posteriormente aumentarla ante la posible adjudicación del hospital de Novara. Hecho que finalmente ocurrió y dio lugar a la revalorización final. Aun con una valoración razonable, no tenemos visibilidad de más crecimiento futuro, por lo que decidimos vender la posición.

El fondo compró más Versabank, Pluxee y abrió pequeñas posiciones en Stmn, Magnora y Kaspi.

Evaluación 2025

No se puede decir que haya sido un mal año para el fondo. Ha habido varios factores que han ayudado a superar al índice, principalmente la depreciación del dólar (aunque el yen japonés nos ha restado rentabilidad). Tuvimos algo de ayuda de la revalorización de la bolsa europea a principio de año, aunque realmente han sido las compañías de ingeniería australianas las que más rentabilidad nos han aportado, junto a Willdan, muy favorecida por la Inteligencia Artificial.

Sin embargo, ha habido muchos puntos de mejora - ADF, Close the Loop, Austin Engineering y Lakeland han caído más del 50% (alguno hasta más de un 80%). En todos los casos hay algo de mala suerte. En Austin Engineering, por ejemplo, el contrato que apuntaba a valer toda su capitalización acabó siendo un imposible de ejecutar de forma rentable, algo que pocos inversores podrían haber detectado (no lo detectaron los propios trabajadores...). Aun así, en muchos de estos casos había signos para tener cautela, que nosotros decidimos ignorar. En conjunto han generado unas pérdidas del 5% del valor liquidativo, algo que debemos intentar minimizar en futuros periodos.

El fondo se ha revalorizado más del 60% desde el comienzo, aunque la cartera se recicla continuamente para mantener un buen potencial de revalorización.

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

Medley Inc (2,5% de exposición) - Capitalización 420 M€

Incorporamos Medley a la cartera durante el 2025. Se trata de una empresa del sector salud en Japón. Aunque no somos expertos de esta industria, se trata de un caso de inversión que reúne características suficientes para ganar convicción.

Todos los beneficios de la empresa vienen de JobMedley, la plataforma de recursos humanos líder para el sector sanitario. Se trata de un portal de empleo para médicos, enfermeros, dentistas y otros profesionales de la salud (especialmente puestos secundarios, no tanto en médicos). Es un portal que cobra una pequeña comisión por contratación (3%) que es muy competitiva frente a las agencias de empleo tradicionales que cobran comisiones más altas (30%). La empresa ha crecido al 34% anualizado desde 2019, convirtiéndose en líder absoluto del sector (la necesidad por profesionales sanitarios en pandemia fue un impulso adicional). A partir de ahora JobMedley podría seguir creciendo al 20%, en un sector no cíclico, sin emplear capital y márgenes EBITDA mayores que el 40%. El principal riesgo son los cambios regulatorios en comisiones de reclutamiento.

Por otro lado, 25% de las ventas de Medley vienen de su negocio de software. Se trata de un conjunto de programas que incluyen el historial clínico en la nube, telemedicina, software para farmacias y dentistas. Desde una base pequeña, esta división ha crecido más rápido que el resto de la compañía de forma orgánica y adquisiciones. Aunque actualmente sea un segmento de poco margen, como casi todos los negocios de software, es de esperar un apalancamiento operativo significativo a futuro.

El fundador, de 41 años, tiene el 20% del accionariado de la empresa, y ha demostrado una gestión del capital sin precedentes para una empresa de crecimiento japonesa – emitió acciones varias veces al calor de las subidas provocadas por la pandemia, y posteriormente, ha recomprado acciones de forma significativa. Se encuentran pocas compañías de crecimiento que en un año como 2025 recompren el 9% de su capitalización.

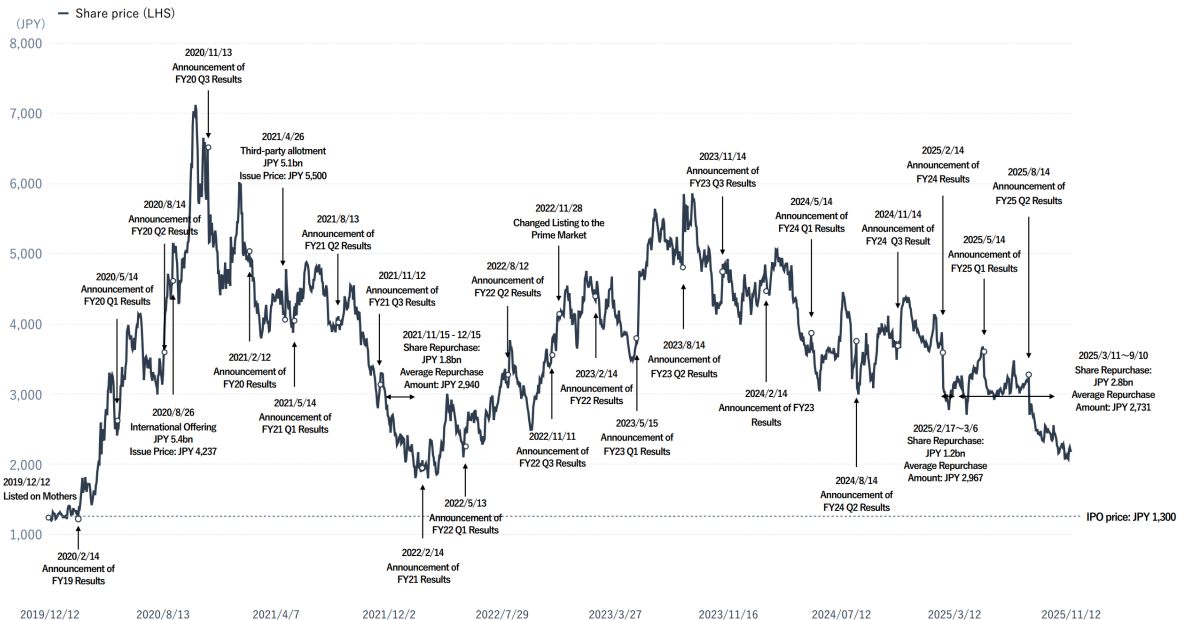


Figura 1. Resultados, ampliaciones y recompras de Medley Inc.

La valoración de 16xEBITDA (aprox. 24x EPS 2025) no parece tener en cuenta el crecimiento futuro, ni el apalancamiento operativo inherente al negocio, siendo el margen EBITDA actual de sólo el 13%.

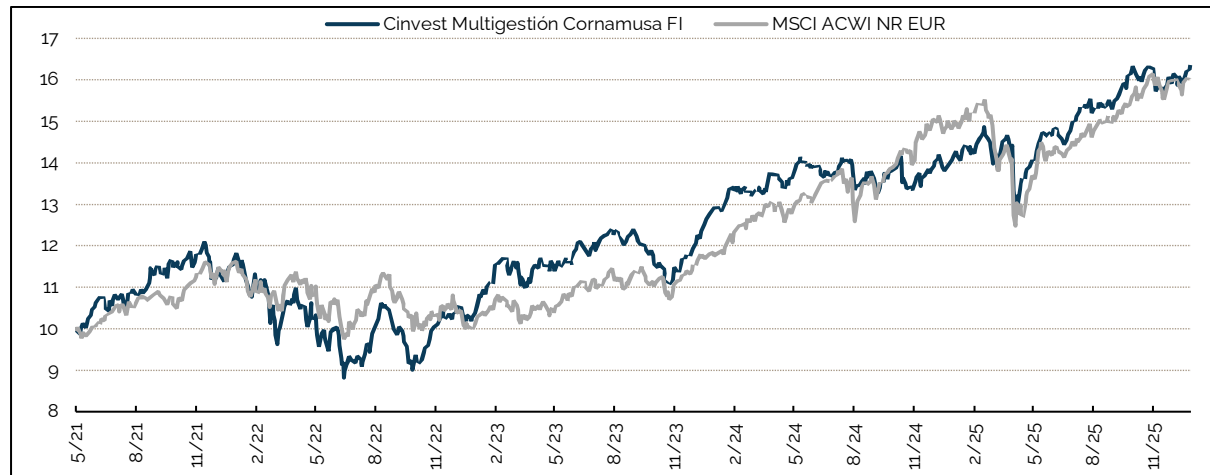


Factsheet 2025T4

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	16,4%	7,9%	+8,6%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+63,8% 11,2%	+59,8% 10,6%	+4,0% +1,0%

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



Cartera

Geografías

Australia	22%
Italia	12%
EEUU	10%
Canadá	9%
Japón	9%
Emergentes	8%
Polonia	7%
Alemania	6%
Francia	5%
Otros	12%

Sectores

Industrial	30%
Servicios	28%
Financiero	14%
Software	7%
IT	7%
Telecomunicaciones	5%
Otros	9%

Primeras posiciones

Asbis
Duratec
GenusPlus
IEG
Kontron
N. American Cons.
Prime Financial
SCEE
Toya
Unidata

Orden alfabético. 31/12/2025

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	11,1 M€
Cálculo VL	Diario
Liquidación	D + 2