

24 de abril de 2026

Estimados partícipes:

En el primer trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 1,6% frente al -1,3% del MSCI ACWI NR Eur.

El primer trimestre del año ha sido más volátil de lo habitual debido a los conflictos geopolíticos. El comienzo de año daba continuidad a los temas más importantes del pasado: la IA y su impacto en las empresas de software. En paralelo, los tipos de interés a largo plazo y la inflación parecían relajarse. El conflicto con Irán cambiaba la situación, al generar una subida importante en las materias primas. Hemos pasado de esperar bajadas de tipos a plantearnos subidas en algunas geografías.

El fondo ha tenido un trimestre positivo. En cuanto a rentabilidad destacan las primeras posiciones: Duratec, IEG, SCEE, GenusPlus y Asbis, con resultados positivos y un futuro prometedor. También ha habido detractores como Eurazeo, Pluxee, Austin o ADF, aunque con pesos más bajos.

Movimientos

Durante el trimestre, el fondo ha vendido Info-Tech Systems y Aecon. El primero por reducir exposición a software y el segundo por la revalorización. Se han rebajado también Unidata y Antin.

En compras destacan Japan Eyeware Holdings, RS Technology y Metlen – un fabricante de monturas de gafas de lujo, un fabricante de obleas de chips recicladas y un conglomerado de aluminio y energía.

Átomos en cartera y guerra en Irán

Hay dos temas importantes de actualidad: impacto de la IA a medio plazo en los negocios y la duración de la guerra de Irán. Aun siendo importantes, nuestra opinión en ambos temas no es especialmente sofisticada.

En caso de que el futuro optimista de la IA se cumpliera (creación de una IA superior a la inteligencia humana que acabase con la mayoría de los trabajos intelectuales), habría un 12% de la cartera afectado muy negativamente, aunque no valdría cero. En este supuesto, no asumimos la llegada de la IA al mundo físico (robots), ya que este impacto es difícil de valorar.

En caso de que la guerra en Irán se alargase y los precios del petróleo llegasen a niveles todavía más altos, el impacto sería más generalizado. Aun así, el impacto más directo en las empresas de la cartera sería de cerca de un 15%. Ahora bien, se trataría de un impacto no estructural, a diferencia del efecto de la IA.

En ambos casos, se trata de impactos asumibles, y cerca de donde queremos estar para no hacer una apuesta en ninguno de los sentidos. Este hecho se refleja en los resultados del trimestre - con estos dos factores afectando a los mercados, la cartera lo ha hecho algo mejor que el índice.

Los conflictos geopolíticos que ahora copan los titulares de prensa pasarán a ser una anécdota dentro de cinco años. Para ese entonces, los índices, y esperemos que Cornamusa, estarán a niveles más altos que los actuales.

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

Metlen Energy and Metals (4% de exposición) - Capitalización 5000M€

Incorporamos Metlen a la cartera durante el primer trimestre de 2026. Se trata de un fabricante griego de aluminio y una empresa productora de energía. Aunque el entorno macroeconómico ha sido progresivamente más favorable para la empresa, nuestra inversión sigue en números rojos.

Metlen, por aquel entonces Mytilineos, fue listada en 1995 en Atenas. Desde entonces, la acción ha compuesto cerca del 20% y el EBITDA al 16,5% anualizado. La empresa empezó siendo un conglomerado de negocios metalúrgicos y minería, para luego pivotar a la fabricación de aluminio y negocios de energía. En este periodo, Evangelos Mytilineos haría múltiples movimientos inteligentes, como la OPA hostil a METKA, que en 20 años multiplicaría su facturación por 17.

En su plan industrial de 2025, la compañía anunciaba que esperaba crecer desde 1000M€ de EBITDA en 2024 a 2000M€ en 2029. Este crecimiento vendría dado por un aumento moderado de las divisiones tradicionales de aluminio y energía, y el salto de los segmentos incipientes: metales para defensa (de 11 a 150M€), concesiones e infraestructura (de 50 a 150M€), reciclaje de metales (de 0 a 220M€), producción de galio a partir de residuos (de 0 a 40M€).

Metales para defensa: transforman metales para la producción de tanques y vehículos similares. Para 2029 esperaban tener 5 fábricas operando, para 2026 ya tienen 6 en fase de creación. Por lo tanto, los 150M en 2029 parecen conservadores – adicionalmente, el entorno macro ha mejorado.

Infraestructura y concesiones: METKA ha pasado de 50 a 100M€ en EBITDA en 2025 y espera hacer 140M€ en 2026 y una posible IPO en Atenas. Los 150M€ de EBITDA en 2029 parecen muy conservadores.

Reciclaje de metales: la compañía espera reciclar residuos de terceros para producir derivados de metales. Si actualizamos los precios a 2026 frente a la guía de 2025, nos saldría que el EBITDA sería de 285M€ frente a los 220M€ guiados. Tabla de productos y diferencia respecto a la guía:

Producto	kt	Δ \$/t	Δ %	EBITDA Δ €m
Óxido de cobalto	4	+\$12,200	+124%	+€42m
Óxido de cobre	28	+\$850	+9%	+€20m
Óxido de níquel	2	+\$4,000	+25%	+€7m
Óxido de zinc	35	+\$300	+20%	+€9m
Silicio metal	54	\$-100	-7%	-€5m
Óxido de hierro	147	\$-77	-7%	-€10m
Neto				+65€m

Galio: tierra rara que esperan conseguir de los desechos de producción de aluminio en fábricas propias. Con los precios actuales, los 40M€ guiados se quedarían en cerca de 80M€.

Adicionalmente, la guerra en Irán está provocando un repunte histórico del aluminio que veremos en los resultados de Metlen cerca de 2028 (a medida que vayan venciendo las coberturas). De forma similar, el segmento de energía también se beneficia del entorno actual de altos precios del gas.

Una serie de errores no forzados en su división de proyectos ha minado la confianza de los inversores en Metlen, especialmente después de su salida a bolsa en Londres. Las pérdidas en esta división en 2025 han sido muy graves – podríamos estar hablando de unos 400M€ de provisiones, un orden de magnitud por encima de lo que podría ser un error normal.

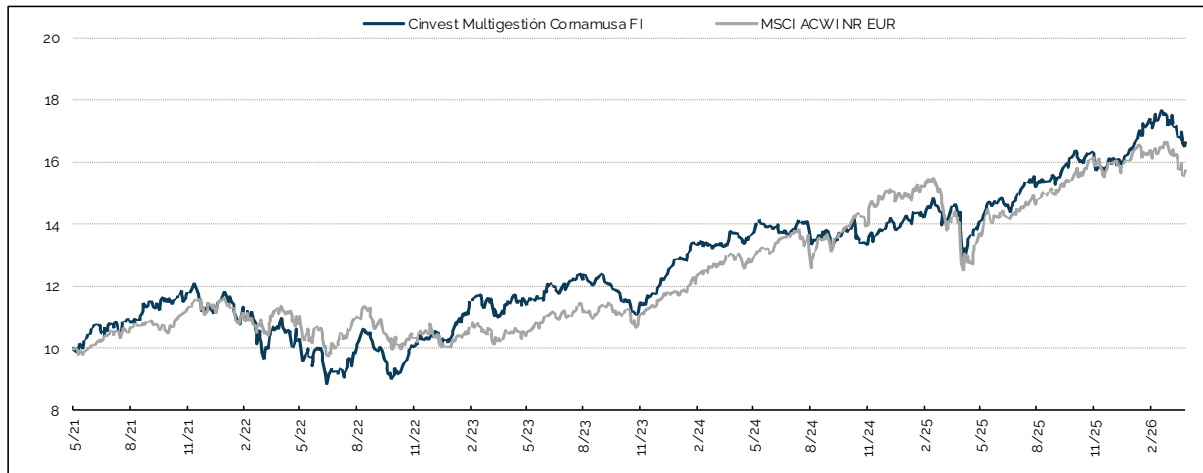
Somos conscientes de la gravedad de estos sobrecostos. Pero sabemos que, en empresas con proyectos, este tipo de problemas surge con cierta periodicidad. Asumimos que estos problemas excepcionales no volverán a ocurrir. De hecho, estos problemas nos permiten comprar una empresa muy favorecida por el contexto actual, que parece que puede superar su guía con amplitud a algo más de 2x EBITDA de 2029 - asumimos 2500M€ de EBITDA y que la generación de caja en estos cuatro años elimina prácticamente la deuda. El capex de mantenimiento estimamos que será más alto que los 100M€ guiados, pero eso no cambia el atractivo precio de la acción a una valoración de cerca de 5000M€.

Factsheet 2026T1

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%
2026	1,6%	-1,3%	+2,9%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+66,5% 10,9%	+57,6% 9,2%	+8,9% +1,7%

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



Cartera

Geografías

Australia	24%
Italia	12%
Japón	10%
EEUU	9%
Emergentes	8%
Canadá	7%
Polonia	6%
Francia	5%
Alemania	4%
Otros	15%

Sectores

Industrial	34%
Servicios	27%
Financiero	12%
Software	5%
IT	7%
Telecomunicaciones	5%
Otros	9%

Primeras posiciones

Asbis
Duratec
GenusPlus
Grodno
ICF International
IEG
Metlen
N. American Cons.
SCEE
Toya

Orden alfabético. 31/03/2026

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, SGIC
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	Si
Patrimonio	12 M€
Cálculo VL	Diario
Liquidación	D + 2