

30 de julio de 2026

Estimados partícipes:

En el segundo trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 19,9% frente al 15,6% del MSCI ACWI NR Eur.

En el segundo trimestre la guerra en Irán y el cierre del estrecho de Ormuz dispararon el crudo hasta cerca de 120 dólares, pero el acercamiento a un alto el fuego devolvió el petróleo a niveles previos a la guerra y los índices recuperaron máximos. Por otro lado, el BCE subió tipos 25 puntos básicos en junio y la Fed retiró el sesgo hacia bajadas, ante una expectativa de mayor inflación. La inteligencia artificial siguió liderando las bolsas, con memorias y semiconductores al frente, hecho que vemos en Corea empujando +2% el MSCI ACWI frente al World. Los percibidos como perdedores de la IA siguen con bajadas notables.

El fondo ha tenido un trimestre positivo. En cuanto a rentabilidad destacan posiciones importantes: NextGeo, Metlen, SCEE, GenusPlus y Asbis. También ha habido detractores significativos como EGL.

Movimientos

Durante el trimestre, el fondo ha vendido Toya, Kontron y Nagarro (OPA). Se redujo en SCEE para invertir en Symal, se invirtió en Next Geosolutions, Sygnity y se ha añadido a Stingray y Japan Eyewear.

Toya fue incorporada con la publicación del 22T4 con 215M zlotis de ventas que se han convertido en 245M zlotis en 26T1, crecimiento por debajo del 5% en ventas y con algo de deterioro de márgenes. Por el contrario, la acción ha compuesto a más del 14% anual (acción a 9,5 zlotis frente a 6). Aun cotizando a un precio barato, éste es menos atractivo que el de nuestra compra original.

Caso similar al de Kontron, incorporada en el 2024, con la idea de que habían hecho una adquisición que se les iba a complicar, pero que los 140M€ de beneficio eran factibles a medio plazo. Este año, estamos más cerca de los 110M€ de beneficio, muy por debajo de nuestras expectativas. El precio, sin embargo, ha pasado de 16€ a 23€, cerca de un 20% anualizado. Aquí también, el precio actual es notablemente menos atractivo que nuestro punto de partida, por lo que se ha deshecho la posición.

IA y guerra

El reto de no tener una cartera muy "direccional" a las dos temáticas del momento sigue siendo un reto. Nuestra cartera tiene tanto beneficiarias como perdedoras de la IA y la guerra, y esto se refleja en que cuando ha habido algún gran cambio en estas temáticas, nuestro rendimiento no se ha distanciado demasiado de los índices.

Este ha sido un trimestre con rentabilidades muy altas, que no hay que extrapolar al futuro. El proceso de reciclaje de la cartera continúa, con la intención de que el potencial del fondo siga intacto. El fondo casi duplica su valor liquidativo desde su comienzo hace algo más de 5 años, un hito que esperemos poder replicar en los periodos siguientes.

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

Next Geosolutions (3,5% de exposición) - Capitalización 660M€

Next Geosolutions no apareció en ningún informe pasado, pero estuvo presente en cartera en 2025 con muy buenas rentabilidades. Este trimestre ha vuelto a la cartera, cerca de los niveles de salida del año pasado.

Next Geosolutions es una compañía italiana de geociencia marina y servicios submarinos: realiza estudios geofísicos y geotécnicos para el tendido de interconectores eléctricos submarinos y la construcción de parques eólicos marinos. La propietaria, la naviera Marnavi, la sacó a cotizar en 2024 y sigue siendo controlada por dicha compañía.

La incorporación a cartera del año pasado se produjo por lo atractivo del crecimiento de interconectores para los siguientes años (aumento de la capacidad de red eléctrica entre países). Aun así, acabamos vendiendo la posición por posibles problemas en el sector de viento offshore, los cuales acabaron dándose. En este periodo, se produjo la adquisición de Rana, dándole exposición al sector O&G, algo a lo que en ese momento no veíamos tanto atractivo.

Sin embargo, la guerra de Irán nos hizo replantearnos la posición otra vez. El segmento de interconectores eléctricos es más atractivo que nunca, los molinos offshore no están en su mejor momento, pero no deberían decrecer y, finalmente, la adquisición de Rana adquiere un nuevo valor ante unas perspectivas de O&G mejores. A respecto de este último sector, vemos las fuertes revalorizaciones del sector offshore en los últimos meses (Saipem, TGS, Subsea 7, ...).

Tomando una visión más general, sabemos que cualquier empresa relacionada con la inversión en redes eléctricas cotiza a múltiplos muy elevados debido al ciclo actual de renovación que no tiene precedentes. El segmento de interconectores, el más importante para NextGeo, tiene esos mismos vientos de cola. Con las estimaciones actuales, que deberían revisarse al alza debido al contexto macroeconómico, la empresa cotiza a 11x beneficios, un descuento significativo frente a cualquier empresa de este sector.

El principal riesgo de la empresa es el hecho de tratarse de una empresa controlada. Marnavi es propietaria y le arrienda parte de los barcos que usa para sus operaciones. La matriz podría hacer algún movimiento en contra del resto de los accionistas. A día de hoy, no ha habido ninguna señal en ese sentido, y a nivel operativo, cada vez la empresa cuenta con más barcos propios, desligándose de la matriz.

Con el alto el fuego, existe el riesgo de que el ciclo en el petróleo offshore no repunte. Sin embargo, el crecimiento en interconectores y la baja valoración de la compañía hace que tenga sentido mantener la posición.

Después del final del trimestre, NextGeo ha sido opada por Fincantieri y hemos vendido la posición.

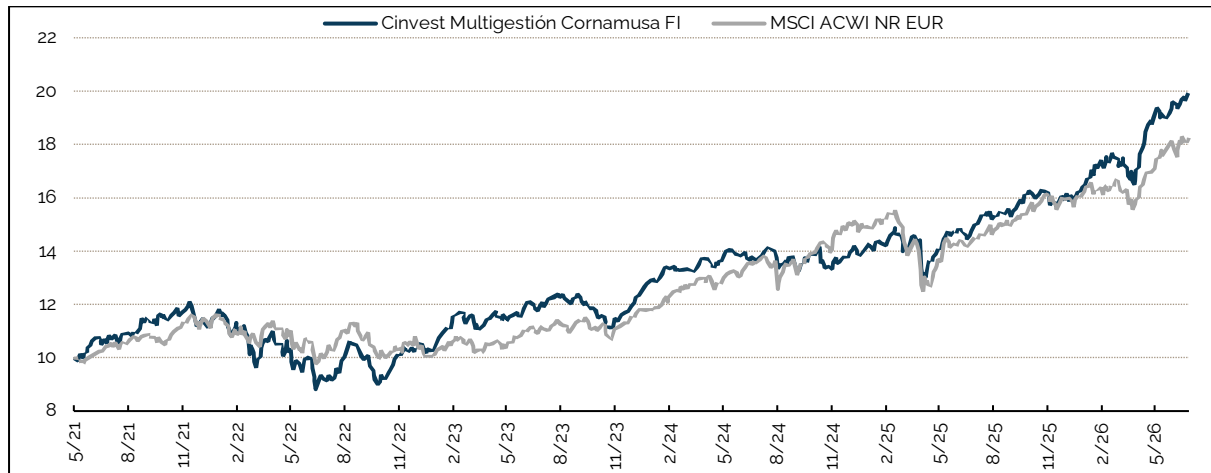


Factsheet 2026T2

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%	+8,5%
2026	21,8%	14,3%	+7,5%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+99,5% 14,3%	+82,8% 12,4%	+17,0% +1,9%

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



Cartera

Geografías

Australia	22%
Italia	14%
Japón	12%
EEUU	9%
Emergentes	9%
Canadá	8%
Polonia	6%
Francia	4%
Grecia	4%
Otros	12%

Sectores

Industrial	32%
Servicios	28%
Financiero	13%
Software	7%
IT	7%
Consumo	5%
Otros	8%

Primeras posiciones

Asbis
Duratec
GenusPlus
Grodno
IEG
Japan Eyewear
Metlen
Next Geosolutions
Stingray
Symal

Orden alfabético. 30/06/2026

Datos

Comisión gestión fija	0,9%
Comisión gestión resultados	9%
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
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	Si
Patrimonio	14,8 M€
Cálculo VL	Diario
Liquidación	D + 2



Cornamusa

Cinvest Multigestión Cornamusa - ISIN ES0107696066 | cornamusacapital.com