

28 de octubre de 2026

Estimados partícipes:

En el tercer trimestre del año el fondo ha obtenido una rentabilidad del 4,9% y un 27,8% en el año, frente al 2,2% y 16,9% del MSCI ACWI NR EUR.

Durante este periodo los ataques estadounidenses contra Irán reabrieron el conflicto en julio y el crudo volvió a superar los 100 dólares, con gasolina y diésel en máximos históricos. Los tipos de interés a largo plazo se sitúan en máximos de casi 20 años. El BCE subió tipos otros 25 puntos básicos en septiembre hasta el 2,50%, y la Fed los mantuvo en julio, aunque se estima probable una subida más adelante. La inteligencia artificial ha tenido avances muy importantes durante el trimestre, aunque la evolución de las acciones de semiconductores ha sido débil. En cambio, las acciones de empresas de software han tenido una evolución positiva después de muchos meses de castigo.

El fondo ha tenido un trimestre positivo. En cuanto a rentabilidad destacan las posiciones: Ashtead Technology (OPA), Asbis e IEG. En el lado negativo, las posiciones que más han restado han sido EGL y Acrobatica.

Movimientos

Durante el trimestre, el fondo ha vendido Asbis, Ashtead Technology y Evolution, y ha invertido en Sanyo Engineering, Japan Electronic Materials (JEM), Kitazato, Sygnity, Willdan, Limbach y LINK Mobility.

El fondo ha multiplicado su inversión de Asbis por cerca de 14, dividendos incluidos. La decisión de venta se hace a pesar de que las estimaciones de este año deberían superarse ampliamente y el múltiplo actual es bajo (incluso respecto a comparables). Sin embargo, el segmento de centros de datos deja dudas sobre su durabilidad. Asbis era el proveedor de servidores de Yandex en el pasado, y de ahí que se esté beneficiando tanto de las inversiones de neoclouds actuales como de Nebius (creada a partir de Yandex). Las rentabilidades de las neoclouds son buenas (y mejorando), pero ¿cuál es la durabilidad de su capex? Difícil de saber. Se trata del segmento de proveedores en la nube más sensible a cambios de demanda de IA. Por otro lado, siempre existe la posibilidad de que estas neoclouds estimen que Asbis está ganando demasiado dinero —no hay ventajas competitivas claras en esta parte de negocio. Por lo tanto, este gran nuevo mercado de alto crecimiento podría desvanecerse para Asbis antes de que pudiésemos anticiparnos. El fondo ha preferido rotar la exposición a empresas con menos crecimiento, pero con más certidumbre de ingresos como Sanyo, JEM, Willdan o Limbach.

IA

Aunque la IA no está descubriendo nuevas leyes físicas, como vaticinaban algunos, ya ha contribuido al desarrollo de nuevas vacunas contra el cáncer y a resolver problemas científicos. Parece evidente que, con sólo la difusión de la tecnología actual, queda recorrido para más avances en muchas partes de la economía. Este hecho contrasta con las nuevas dudas de los mercados de crédito sobre la inversión en centros de datos, lo cual ha llevado a importantes bajadas en empresas relacionadas. La exposición actual del fondo es incrementalmente más favorable a los avances de la IA.

El fondo ha encadenado algunos trimestres buenos. No obstante, no vamos a poder superar al índice todos los trimestres ni años.

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

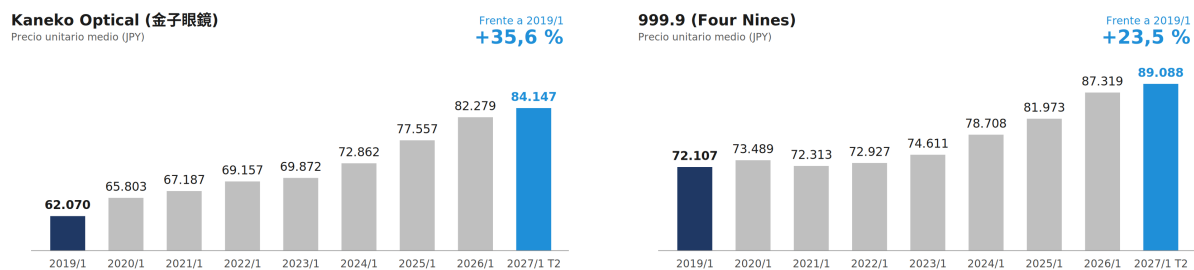
Japan Eyewear Holdings (4,5% de exposición) - Capitalización 300 M€

Incorporamos Japan Eyewear Holdings a la cartera durante el primer trimestre de 2026. Es una empresa japonesa fabricante de monturas de gafas de gama alta, con sede en Sabae, uno de los tres grandes polos mundiales de fabricación de monturas de gafas.

Desde 2021, la compañía agrupa dos marcas, Kaneko Optical y Four Nines/999.9, ambas verticalmente integradas: fabricación artesanal en Sabae (más del 90% del producto es de diseño y fabricación propios) y venta directa en tiendas propias. Son monturas de 500 euros (el doble en las tiendas fuera de Japón), diseñadas específicamente para rostros asiáticos.

Sabae fue un polo histórico de fabricación de monturas hasta que, en los años 2000, la competencia china con gafas hasta un 80% más baratas le hizo mucho daño durante más de una década. Casi 20 años después, la producción en Sabae se había reducido a la mitad, y de ahí nacieron marcas propias que dejaron de competir en el segmento bajo y empezaron a subir precios, posicionándose en gama alta. En este contexto, se puede decir que Kaneko y Four Nines no compiten con marcas baratas y pueden subir precios todos los años.

Incremento constante del precio unitario



Desde su salida a bolsa en noviembre de 2023, la empresa ha compuesto ventas al 17% anualizado, y el margen operativo ha pasado del 27% al 33% (ROE del 25%). El crecimiento viene de tres palancas: subida del precio medio por unidad, apertura de tiendas propias y demanda de turistas extranjeros.

Se podría comparar JEH con EssilorLuxottica (propietaria de Ray-Ban), también integrada verticalmente, aunque la japonesa sale ganando en casi todo: 100% marca propia frente a un peso relevante de licencias de terceros, crecimiento orgánico de doble dígito frente a dígito simple, y el doble de margen con mayor rentabilidad. Salvando las distancias, también tiene paralelismos con Brunello Cucinelli (o, en su capacidad de subir precios, con See's Candies): control familiar, producción concentrada en un único lugar con fuerte identidad artesanal (Solomeo frente a Sabae), y crecimiento deliberadamente moderado vía subidas de precio antes que volumen, para no sacrificar exclusividad ni margen.

Se espera que la empresa crezca más de un 12% este año, expandiendo un margen ya alto del 33%, cifras aún más meritorias considerando que el turismo chino a Japón ha caído cerca de un 50% por el boicot tras las tensiones diplomáticas entre ambos países por Taiwán: las ventas a turistas chinos han pasado del 10% al 7% del total. En un entorno normalizado de turistas chinos, las ventas subirían un 3% adicional y el beneficio neto un 6% (márgenes incrementales muy altos).

La empresa parece lejos de agotar su recorrido, sobre todo fuera de Japón. En el propio Japón, con sólo 105 tiendas (120 en total) y un EV de 400 M€, cada tienda resulta muy rentable. Cotiza cerca de 11x beneficio de los próximos 12 meses, con crecimiento orgánico de doble dígito que consume poco capital tangible —y el poco que emplea está financiado con deuda, algo inusual en un país tan conservador financieramente como Japón.

Es un negocio fácil de entender y que, previsiblemente, dentro de diez años no habrá cambiado mucho. Si hemos acertado con sus características, con perspectiva el múltiplo actual debería parecer muy bajo.

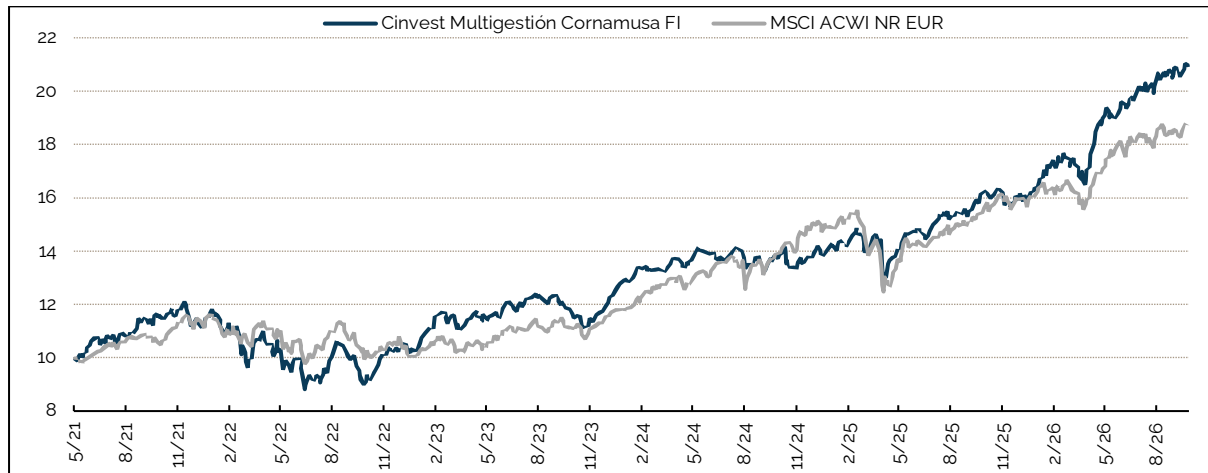


Factsheet 2026T3

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 (hasta 30/09)	27,8%	16,9%	+10,9%
Retorno (Acumulado, Anualizado)	+109,4% 14,6%	+86,7% 12,2%	+22,7% +2,4%

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



Cartera

Geografías

Australia	19%
Japón	18%
Italia	10%
EEUU	9%
Canadá	8%
Polonia	8%
Grecia	5%
Francia	4%
Alemania	4%
Reino Unido	4%
Otros	11%

Sectores

Industrial	30%
Servicios	24%
Financiero	14%
Software	9%
IT	7%
Otros	16%

Primeras posiciones

Duratec
GenusPlus
IEG
Japan Eyewear
Kitazato
Metlen
Stingray
Symal
VersaBank
Willdan

Orden alfabético. 30/09/2026

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
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	18,1 M€
Cálculo VL	Diario
Liquidación	D + 2