

Estimados partícipes:

En el segundo trimestre el fondo ha obtenido una rentabilidad del 4.8% y un 16.96% en el año (frente al 5.74% y 11.45%, respectivamente, del MSCI ACWI NR Eur).

El segundo trimestre del año se ha caracterizado por un mercado bifurcado – las acciones tecnológicas han continuado con revalorizaciones notables, mientras que el resto del mercado ha tenido retornos más modestos.

Nasdaq	Russel 2000	MSCI EURO Small Cap	MSCI ACWI Small Cap
29.3%	6.2%	3.8%	5.0%

*Tabla 1. Retornos en el primer semestre de 2023 en euros.*

La actuación de bancos centrales ha capturado la atención de los inversores. Frente a unas palabras que anticipan más subidas de tipos, el mercado ha vislumbrado una inflexión hacia una política más laxa. Asimismo, se empieza a descontar que la economía va a tener un “no aterrizaje” en vez de los aterrizajes suaves o fuertes esperados previamente.

Este ha sido un trimestre mixto para el fondo. Muchas de las acciones de la cartera han tenido una recepción apática a sus resultados. Destaca el buen desempeño de Space Hellas, Bel Fuse, Upbound, FAE o Duratec. Por el contrario, Incap ha sido el principal detractor en el trimestre y otras empresas como Digital Value o Awardit han tenido la mencionada recepción apática.

### **Gestión de portfolio**

El fondo ha reducido posiciones en empresas favorecidas por la inflación y que se han revalorizado (Bel Fuse, TIM, Auto Partner) a la vez que añade peso en otras empresas como Coastal Financial, Willdan Group y Leatt. Adicionalmente, se ha acentuado la diversificación geográfica de la cartera con empresas en países emergentes (Sendas Distribuidora, IGI) y de Australia (servicios financieros).

El fondo sigue posicionado en empresas alejadas del índice. Se podría decir que la cartera es una colección de rarezas: programas de fidelidad y tarjetas regalo, software griego, fibra óptica en Italia, supermercados brasileños, dos bancos regionales americanos, una aseguradora jordana... Esto, para bien y para mal, alejará el comportamiento del fondo del índice.

### **Inteligencia Artificial**

De la misma forma que la crisis bancaria fue el tema candente hace tres meses, ahora se han popularizado los avances en inteligencia artificial. Se trata de un avance tecnológico de un potencial gran impacto para gran parte de la economía. Sin embargo, actualmente no es posible determinar su alcance e impacto económico, ya que, de la misma forma que es una tecnología todavía inmadura, ésta tiene la capacidad de avanzar de forma exponencial. Por esta razón el fondo no se ha posicionado en las empresas impactadas por esta tecnología en primera instancia (tanto a favor como en contra).

### **Circulante negativo con tipos de interés positivos**

Más allá de si la inflación es un fenómeno transitorio, el consenso actual es que el entorno de tipos reales cero/negativos ha terminado (esto también se podría revertir). En consecuencia, el mercado ha empezado a mirar con más detalle el retorno sobre el capital y la deuda de las empresas.

Una parte que compone el capital empleado de una empresa es su capital circulante. Algunas compañías tienen la característica de cobrar a sus clientes por adelantado, pudiendo ser su capital circulante operativo negativo. En estos casos la empresa suele mantener una liquidez mínima para cubrir las variaciones de ese circulante. Sin embargo, en el entorno actual esa caja operativa puede tener retornos superiores al 3% (una caja que no deja de ser un adelanto del cliente). Es por ello por lo que las empresas con capital circulante negativo se vuelven más atractivas en el entorno actual.

Como ejemplo, Awardit adquirió en el primer trimestre a la austríaca Connex por un precio de 82MSEK pagado al contado (y algo más en acciones). Esta adquisición supuso una *entrada* neta de caja de unos

21MSEK – Connex tenía cerca de 109MSEK de caja, necesaria para dar respuesta a las “deudas” con sus clientes (tarjetas de regalo y fidelidad). Este sería un caso extremo de adelanto de caja de clientes (57% de las ventas en caja), a la cual la empresa ahora puede sacar rentabilidad.

Este fenómeno también ocurre con TWT (-15% NWC/Revenue), la adquisición de Unidata, y otras empresas como Diverger, Sequoia, IGI o Duratec.

En caso de que los tipos de interés finalmente bajen más de lo esperado, estas empresas deberían funcionar como una cobertura frente a las posiciones más apalancadas de la cartera: Space Hellas, Global Blue, Willdan y otras.

### **Perspectivas**

Las perspectivas sobre la cartera son positivas. Aun siendo aceptable la rentabilidad obtenida este año, la impresión sigue siendo que la mayoría de las acciones del fondo no han “funcionado” todavía. Adicionalmente, fuera de los grandes índices sigue habiendo empresas atractivas fuera de las modas y flujos de dinero del momento.

Finalmente, querría agradecer la confianza de todos los partícipes y todo el apoyo recibido.

Quedo a vuestra disposición ante cualquier duda o comentario.

Carlos Aizpurua

---

## Comentario de empresas

### *Willdan Group (3.5%) - Capitalización 265M\$*

Una acción incorporada durante el trimestre ha sido Willdan Group. Se trata de una empresa de consultoría a administraciones y empresas de servicios públicos, principalmente, en el sector energético. La compañía tiene orígenes en el sector de construcción, aunque con el tiempo ha ido pivotando a la consultoría energética buscando mayor valor añadido, crecimiento y márgenes.

Esta transición, que se realizó también mediante adquisiciones, captó la atención de los inversores en los años 2012-2020, convirtiéndola en una “*microcap darling*”. Sin embargo, en los últimos tres años, la compañía ha tenido una serie de tropiezos que la han llevado a perder la confianza de los inversores: 1) El covid paró el crecimiento orgánico por retrasos en las licitaciones públicas y afectó a los márgenes de la compañía, 2) Cuando las licitaciones empezaron a acelerarse, algunos de los proyectos en California tuvieron grandes sobrecostos iniciales, dañando el margen en 2022, 3) El crecimiento por adquisiciones se ha parado completamente.



Figura 1. Cotización de Willdan Group y sus fases.

A pesar de esta dura travesía, Willdan debería encontrarse en el mejor momento de su historia. La empresa ofrece consultoría sobre la gestión de las ayudas públicas como la IRA (Inflation Reduction Act) la cual debería constituir un Plan Marshall moderno, que tendrá foco especial en el sector energético y eléctrico (así lo confirman Aecom, Tetratex o Jacobs). Algunas adjudicaciones recientes de Willdan:

- La administración municipal de Sacramento elige el software LoadSEER de Willdan para la gestión de las redes de distribución eléctrica ante el crecimiento de la electrificación y el número de coches eléctricos.
- El condado de Merced adjudica el contrato de “Preparación para el coche eléctrico” a Willdan para diseñar su red de cargadores.
- La NPLSF elige a Willdan para un plan de descarbonización de cinco parques nacionales.

Los estados financieros de la empresa no invitan a ilusionarse. Sin embargo, una vez que las pérdidas de contratos IOU han empezado a depurarse y los crecimientos orgánicos ya han superado el 20% por dos trimestres (sin apenas impacto del IRA), los siguientes trimestres deberían mostrar una imagen diferente al pasado.

M\$	2022	2023Q1LTM	2023 Guidance	2023 Upside
EBITDA Aj.	23.3	30.9	37	45
Retrib. En Acciones	8.4	6.6	6.5	6.5
CapEx	9.6	11	12	12
Intereses	5.3	7	9	9
Beneficio antes de impuestos	0	6.3	9.5	17.5

Tabla 2. Tabla con estados financieros de WLDN y estimaciones

### International General Insurance (2.5%) – Capitalización \$420M

International General Insurance Holdings es una aseguradora y reaseguradora especialista originada en Amman (Jordania) y que salió a cotizar en Estados Unidos a través de una SPAC. La sola descripción de la empresa invita a alejarse de ella lo máximo posible.

Sin embargo, se trata de una aseguradora con más de veinte años de experiencia, con un ratio combinado medio de 88% en sectores especialistas (energía, puertos, violencia política, etc.), muy por encima del sector e incluso de muchas aseguradoras “bandera” (Markel, Alleghany, Fairfax, ...). Actualmente el ratio combinado está incluso por debajo de 80%, aunque se trata de una época favorable. Esto, con la ayuda de la tributación en Bermuda, ha hecho que la rentabilidad de la empresa sea excepcional en los últimos años incluso sin empleo de deuda (probablemente con exceso de liquidez). Aunque el ratio combinado se normalice en los siguientes trimestres, la mejora del retorno sobre inversiones debería

mantener el ROE alto - el flotante es de cerca de 2.3x valor en libros, con un 5% de retorno sobre inversiones, sin contar la parte aseguradora, ya se obtiene cerca de 12.2% de ROE al no pagar impuesto de sociedades).

	31/3/21	30/6/21	30/9/21	31/12/21	31/3/22	30/6/22	30/9/22	31/12/22	31/3/23
Primas netas adquiridas (M)	\$77.1	\$109.5	\$85.1	\$110.8	\$93.7	\$116.2	\$81.6	\$106.6	\$141
Retorno inversiones	1.7%	2.4%	1.9%	1.0%	1.8%	2.3%	2.3%	2.6%	3.5%
Ratio Combinado	84.6%	92.3%	73.8%	83.8%	71.8%	74.8%	85.0%	92.4%	78.4%
ROE	14.9%	9.1%	16.2%	13.0%	24.7%	30.0%	27.8%	13.0%	27.9%
Deuda	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabla 3. Tabla de algunos indicadores de IGI en los nueve últimos trimestres

Históricamente, el problema de IGI era su política de inversión excesivamente conservadora al casi exclusivamente invertir en renta fija de alta calidad (también el hecho de no emplear deuda). En este nuevo entorno de tipos mayor que cero, este sesgo a la renta fija deja de ser un problema.

La familia Jabseh posee de forma diluida más del 40% de la empresa, cuota que gracias a sus compras a mercado y recompras sigue subiendo con el paso del tiempo. El control familiar ha hecho que en el pasado la empresa decidiese pausar el crecimiento en algunos años, al considerar el riesgo-rentabilidad desfavorable. Este hecho hace que se pueda ganar confianza en que el crecimiento actual no está siendo a costa de incurrir en riesgos excesivos.

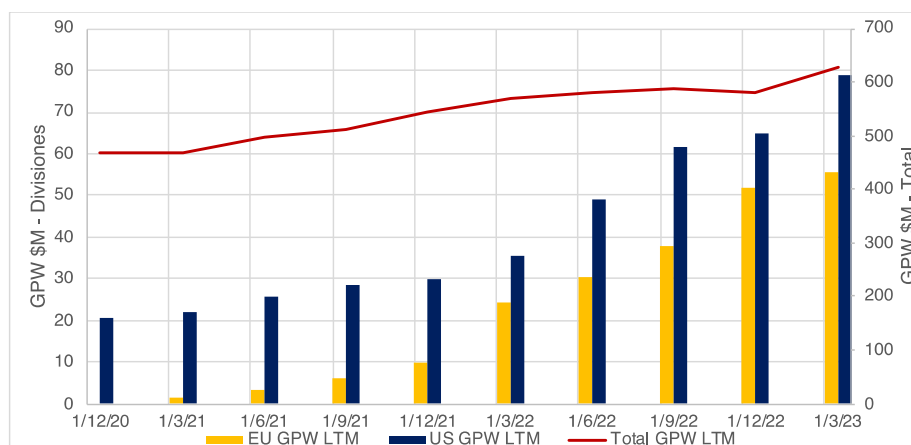


Figura 2. Las nuevas divisiones de Europa y Estados Unidos son la fuente de mayor crecimiento en los últimos años.

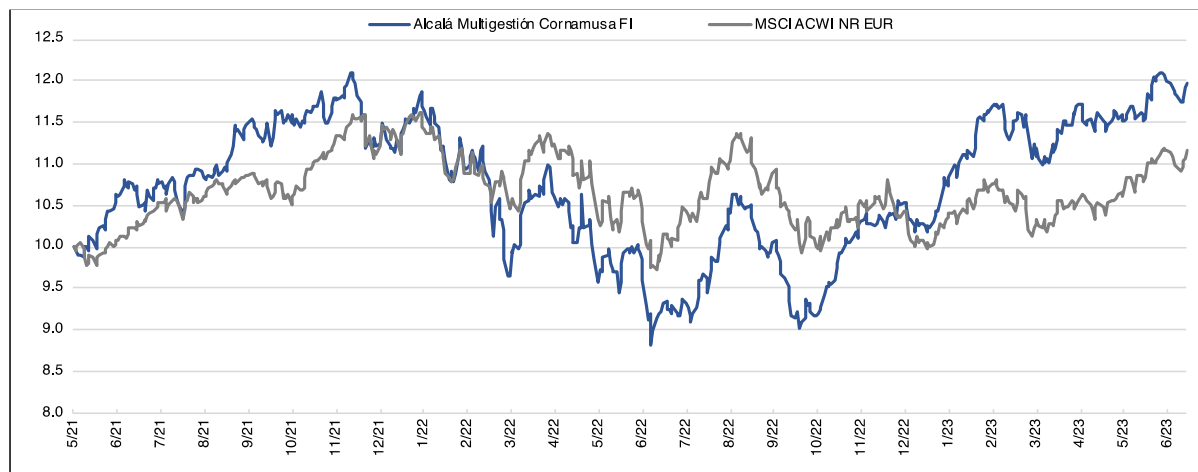
Finalmente, IGI ha recomprado el 5% de la empresa en los primeros 6 meses del año. Adicionalmente, en los últimos días ha decidido recomprar todas sus warrants, lo cual equivale a un retorno al accionista de cerca del 4% de la capitalización. Este cerca de 9% de la capitalización recomprada en estos 7 meses, parece indicar que la familia Jabseh ve la acción infravalorada por debajo del 1x valor en libros que cotiza actualmente.

# Factsheet 2023T2

## Rentabilidad

	Alc. Multig. Cornamusa	MSCI ACWI NR Eur	Δ
2021*	16.28%	15.07%	+1.21%
2022	-12.03%	-13.01%	+0.98%
2023, 30-jun	16.96%	11.45%	+5.51%

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



## Portfolio

### Geografías

EEUU	20%
Italia	19%
Polonia	12%
Australia	12%
Emergentes	10%
Grecia	9%
Suecia	6%
Alemania	3%
Finlandia	3%
Otros	4%

### Sectores

Servicios	24%
Industrial	15%
IT	14%
Financiero	11%
Consumo	11%
Software	8%
Telecomunicaciones	7%
Juego y apuestas	4%

### Primeras posiciones

Asbis
Auto Partner SA
Awardit AB
Bel Fuse
Digital Value SpA
Duratec Limited
Epsilon Net
Grodno SA
Unidata SpA
Willdan Group

Orden alfabético. 30/06/2023

## Datos

Comisión Gestión Fija	0.9%
Comisión Gestión Resultados	9%
Límite Comisión Gestión Anual (Fija+Resultados)	2.15%
Comisión depositaria	0.06%
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 eur
Plazo mínimo de inversión recomendado	5 años

Gestora	Gesalcalá, SA, SGIIC
Depositario	Banco Inversis SA
Auditor	PricewaterhouseCoopers Auditores SL
Estructura legal	UCITS
Categoría	Mixto flexible
Dividendos	Acumulación
Divisa	EUR
Denominación	Alcalá Multigestión Cornamusa FI
ISIN	ES0107696066
Allfunds	Si
Patrimonio	6M Eur
Calculo VL	Diario
Liquidación	D+2