

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el trimestre ha sido del +1.74% (Eurostoxx +6.10%, S&P 500 +10.65%, MSCI World Total Return +7.77%) acumulando una rentabilidad desde constitución del fondo del +9.90% (Eurostoxx +7.10%, S&P 500 +14.02%, MSCI World Total Return +10.70%).

Termina un año extraordinario para los principales índices caracterizado por las altas rentabilidades con una baja volatilidad. La persistencia de la pandemia con la nueva variante Omicron o el inicio de una política restrictiva por parte de la FED apenas han tenido impacto negativo en los índices. Por sorprendente que parezca, la realidad es que el S&P 500 sólo ha tenido una corrección máxima del 5% durante el año, una de las menores correcciones intra- anuales de su historia. Sin embargo, estos datos contrastan fuertemente con el hecho de que el 40% de los constituyentes del índice tecnológico Nasdaq Composite cotizan un 50% por debajo de sus máximos, acumulando la mayor parte de la corrección en la última parte del año, o que el índice Russell 2000, compuesto por las principales acciones de pequeña capitalización, ha cerrado en negativo desde finales de mayo, fecha de inicio de las primeras inversiones en Sigma Internacional.

En contra a la dinámica de 2021, los primeros días de 2022 han empezado con un sentimiento completamente distinto. La inflación se mantiene elevada en contra de lo que inicialmente se esperaba y ya son varias voces reputadas las que consideran esta situación estructural. Para intentar contener la inflación, los bancos centrales se han visto obligados a reaccionar acelerando la retirada de liquidez del sistema. Así, la FED dejará de comprar bonos en primavera, en vez de en verano, para seguidamente iniciar la normalización de los tipos de interés. Las previsiones actuales apuntan a por lo menos tres subidas durante el 2022.

Este cambio en la política de los bancos centrales ha tenido una consecuencia inmediata en los mercados. Las empresas "growth" cuyas valoraciones dependen excesivamente de los beneficios futuros han experimentado correcciones importantes, sin que las perspectivas de sus negocios hayan variado significativamente. De repente, el mercado ha vuelto a recordar que el precio que pagamos es una variable muy importante de la rentabilidad futura.

En este entorno nos mantenemos muy optimistas y bien posicionados con la cartera de Sigma Internacional. Por una parte, el grueso de la cartera está formado por excelentes negocios que tienen la capacidad de componer en el largo plazo independientemente de la evolución del ciclo. Empresas como Golar, Pax Global, Franklin Covey, Embracer o Nagacorp generan retornos sobre el capital invertido superiores al 30%, siendo capaces de reinvertir sus beneficios para mantener el elevado crecimiento. Además, el mercado aún no ha reflejado la calidad del negocio, dejando margen a un potencial re-rating de múltiplo.

Por otra parte, mantenemos una serie de inversiones oportunistas con un perfil de carácter más cíclico. Consideramos que existe una oportunidad única derivada de una insuficiente inversión en el lado de la oferta. Empresas como ZIM, Navios o IPCO formarían parte de estas inversiones más ligadas al ciclo. Aunque a menudo se tiende a desmerecer estas inversiones, consideramos que tenemos un amplio margen de seguridad ya que el mercado no ha terminado de reconocer el cambio radical que han experimentado estos sectores en los últimos años. Por ejemplo, Navios ha fijado los beneficios de uno de sus barcos para los próximos cuatro años a razón de 42.000\$ diarios, lo que implica un beneficio total garantizado de 50 millones sobre un activo que adquirió por 12 millones en diciembre del 2018. Por tanto, la rentabilidad neta de los próximos cuatro años equivaldrá a casi 5 veces su inversión, y esto sin tener en cuenta que el contenedor seguirá teniendo una vida útil de 10 años cuando termine el contrato y un valor de desguace material en el momento de su retirada. De esta manera, poseemos una compañía de naturaleza cíclica que se garantiza retornos elevados para los próximos años independientemente del momento del ciclo y que antes o después captará la atención del mercado.

## Destacados del trimestre:

**Vistra Corp (+1,1%):** Vistra es una de las mayores compañías independientes de generación y distribución de energía en Estados Unidos. Mientras que en Europa este negocio se encuentra regulado y las compañías obtienen unos retornos fijos, el mercado americano es completamente diferente permitiendo la competitividad, lo que conlleva una mayor volatilidad en los resultados a cambio de unos retornos más altos. El negocio es muy simple de entender, Vistra genera electricidad mediante energías renovables, gas y carbón para venderla al por mayor o a sus clientes retail. La compañía había funcionado muy bien hasta febrero de 2021 donde la inesperada tormenta de invierno Uri provocó grandes pérdidas. Esta tormenta causó las temperaturas más bajas en 30 años alcanzando los -18 °C en una región característica por su clima cálido. En un entorno tan complicado, Vistra decidió asumir pérdidas extraordinarias para suministrar electricidad cuando otros operadores se retiraron. Para mantener su actividad sin cortes a sus clientes, Vistra se vio obligada a recurrir al mercado, teniendo que pagar unos precios muy altos por el gas y el carbón para generar dicha electricidad. Cuando la compañía reportó los resultados a final de febrero, el mercado le castigó con una caída del 30%, generando una reducción en la capitalización tres veces superior a la pérdida extraordinaria en la que había incurrido la compañía. Estas oportunidades son las que más nos gustan, situaciones en que excelentes compañías tienen un problema temporal y son fuertemente castigadas por el mercado. Como era de esperar, los resultados se han normalizado desde entonces, pero al ver que el mercado no reaccionaba, el management anunció la intención de devolver el 60% de la capitalización durante los próximos 4 años entre dividendos y recompras, empezando por un agresivo plan de recompra del 20% de la capitalización durante el próximo año. En ese momento los inversores entendieron la capacidad de generación de este negocio provocando una fuerte reacción al alza de la acción. Aunque el potencial actual es menor, mantenemos las perspectivas positivas sobre la compañía.

**Opciones (+0.7%):** La estrategia de opciones consiste en vender opciones put y/o opciones call de aquellas empresas en las que queremos incrementar nuestra posición o reducirla. Queremos aclarar que en ningún caso utilizamos estrategias complejas o con el fin de obtener apalancamiento. Nuestra aproximación a las opciones es simple, utilizamos estos derivados con la intención de obtener mejores precios de compra y venta. Aplicando esta estrategia llevamos al máximo la filosofía del value investing que principalmente consiste en comprar barato y vender caro. Para ello, nos comprometemos a comprar o vender nuestras acciones si en un determinado periodo de tiempo la acción se encuentra al precio que nos gustaría comprar/vender, de lo contrario, ingresamos una prima por proporcionar dicha opcionalidad a la contrapartida. La estrategia ha contribuido muy positivamente tanto este trimestre como desde el inicio, aportando algo más del 10% de la rentabilidad desde el inicio del fondo y proporcionándonos mucha flexibilidad en la toma de decisiones.

**Golar LNG (-0.1%):** A mediados de diciembre la compañía anunciaba el spin off del negocio de transporte de LNG, el último paso en su plan para hacer una compañía más sencilla y práctica. Recordemos que Golar inició el proceso de simplificación a principios de año con la venta de su filial de barcos y su negocio de generación a New Fortress. Con este último movimiento, Golar mejorará significativamente el balance reduciendo el nivel de deuda a la vez que elimina la volatilidad y estacionalidad de sus resultados. Se espera que Golar retenga un tercio de la nueva entidad llamada "Cool Company" que debería de salir a cotizar en bolsa entre febrero y marzo apoyada por su mayor accionista Eastern Pacific Shipping. Nos mantenemos muy optimistas en la compañía para los siguientes trimestres. La simplificación de la estructura corporativa y el aumento de capacidad de Hilli hará evidente la infravaloración de su cotización actual.

**Teva Pharmaceuticals (-0.55%):** La compañía retrocedía un 17% en el trimestre restando un 0.55% al fondo por la debilidad del sector y el ruido mediático. Teva era declarada culpable por un juzgado de Nueva York de tener un papel importante en la epidemia de opioides recetados. Curiosamente, la compañía había sido declarada inocente por un juzgado de California en base al mismo caso unas semanas antes. A pesar del ruido y de la volatilidad en la cotización, nos mantenemos fieles a los datos. Teva ha llegado a varios

acuerdos muy favorables en los estados de Oklahoma en mayo del 2019 y en Ohio y Luisiana en octubre del 2021. Mediante estos acuerdos Teva se ha comprometido a pagar en efectivo un importe insignificante y suministrar determinados productos valorados a precio de coste durante los próximos años. Aunque hay que reconocer que a estas alturas esperábamos que Teva ya hubiese llegado a un acuerdo nacional, nos mantenemos optimistas con el timing, ya que todas las partes están interesadas en cerrar este caso cuanto más pronto mejor, y esperamos acuerdos similares a los de Ohio y Luisiana, donde Teva suministrará productos para terminar con la epidemia. Aprovechando la debilidad de la acción hemos incrementado ligeramente nuestra posición. Mantenemos la confianza en el plan de desapalancamiento de la compañía y no creemos que la cotización actual refleje los fundamentales de la compañía.

**Pax Global (-2.6%):** El pasado mes de octubre el FBI entraba en un almacén de Pax en Estados Unidos. Al parecer, uno de sus clientes americanos tenía sospechas sobre un tráfico de datos inusual en sus terminales y el FBI reaccionó abriendo una investigación. En una sociedad tan globalizada como la actual, la noticia corrió rápidamente causando una caída del 43% en una sola sesión y obligando a la compañía a detener la cotización hasta estar en disposición de proporcionar más información. Desde entonces no hemos tenido novedades por parte del FBI. Hay que destacar que en ningún momento se ha interrumpido el negocio de Pax en Estados Unidos, no se ha arrestado o presentado cargos formales contra ningún empleado. Entendemos que el FBI ha realizado su investigación concluyendo que las acusaciones no estaban fundamentadas. Además, el management de Pax reaccionó magníficamente contratando los servicios de una de las mejores compañías de ciberseguridad americanas (Palo Alto Networks) para que realizase una investigación externa independiente sobre lo sucedido y ha concluido que las terminales de Pax Global no tienen ni han tenido ningún problema de seguridad. Hemos tenido acceso al informe y mantenemos nuestra completa confianza en la compañía. Además, en base a nuestras conversaciones con clientes y distribuidores, creemos que el negocio no se ha visto negativamente afectado. A pesar de la incertidumbre actual hasta que los resultados y el tiempo demuestren nuestra tesis de inversión, hemos decidido incrementar significativamente nuestra posición pasando de un peso del 4.2% antes de las noticias hasta el 6.2% actual. Creemos que la reputación de Pax no se ha visto dañada y la compañía mantendrá su crecimiento de doble dígito en los próximos años. Según nuestras estimaciones Pax Global cotiza a 5.5 veces los beneficios de 2021 teniendo un 70% de su capitalización en caja, ante esta situación la compañía está retribuyendo al accionista, con recompra constante de acciones e incrementos de dividendo y en financiar el crecimiento de la compañía, con la construcción de instalaciones de última generación.

Nos enorgullece saber que ya somos casi 300 co-inversores en Sigma Internacional.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC