

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el primer trimestre de 2022 ha sido del +15.3% (Eurostoxx -9.2%, S&P 500 -4.9%, MSCI World Total Return -5.1%), acumulando una rentabilidad desde la constitución del fondo (abril 2021) del +26.8%.

El trimestre ha estado marcado por la invasión rusa, que ha acrecentado el problema de la inflación. Este desgraciado evento ha obligado a los bancos centrales a acelerar su transición hacia una política más restrictiva, reconociendo de esta manera que el aumento generalizado de los precios no se puede achacar a factores temporales. Así, la Reserva Federal de EEUU llevó a cabo la mayor subida de tipos de interés en 22 años, desatando fuertes correcciones en los mercados que se han amplificado durante el mes de abril. Sin embargo, contrastando con las fuertes caídas de las bolsas, la cartera de Sigma Internacional ha tenido una evolución muy positiva con 28 de los 40 valores contribuyendo positivamente.

A pesar de que destaca la contribución de Golar, empresa que ha multiplicado su capitalización por dos en tan solo tres meses, el excelente comportamiento del fondo no se explica únicamente por valores relacionados con las materias primas y energía. Empresas como Carrefour, cadena de supermercados global, fabricantes de terminales de pago como PAX Global, Teva Pharmaceutical, compañía farmacéutica líder especializada en medicamentos genéricos, Semapa, holding familiar cuyo principal activo es Navigator, o Nagacorp, empresa propietaria de casinos en Camboya, son algunas de las empresas que se han revalorizado notablemente durante el trimestre. Estas compañías son negocios de naturaleza muy diferente y están expuestos a geografías distintas, sin embargo, todas estas empresas mantenían una característica en común, el mercado había ignorado la excelente evolución y calidad del negocio y se podían comprar a precios extremadamente atractivos.

La nueva política de los bancos centrales ha recordado al mercado que el precio pagado es una variable fundamental de la rentabilidad futura. Durante los últimos años, hemos experimentado a nivel global una política extraordinaria de bajos tipos de interés, que había propiciado un mercado complaciente que premiaba a los inversores que buscaban excelentes negocios, pero que cuya valoración ya reflejaba las bondades de estas compañías. Así, la calidad del negocio o la capacidad de disrupción, eran las características más deseadas, ignorando en muchos casos el precio pagado.

Sin embargo, la historia nos ha enseñado que la barra libre no puede durar siempre, y esta vez no ha sido diferente. En el momento en el que se ha evidenciado que el entorno ha cambiado, los inversores se tornan más exigentes con el precio que estaban dispuestos a pagar, penalizando a aquellas compañías que cotizaban a múltiplos muy exigentes, a pesar de que la calidad del negocio y sus perspectivas siguen siendo las mismas. Hay que recordar que, eventualmente, todos los excelentes negocios terminan cotizando a 12 veces beneficios. Apple o Microsoft son la prueba de ello y no hay que remontarse muchos años atrás para comprobarlo.

En Sigma Internacional, la calidad del negocio es una pata fundamental en nuestro proceso de selección de compañías, pero no olvidamos que el precio pagado juega un papel clave en la rentabilidad futura. A pesar del excelente comportamiento del fondo, nos mantenemos muy optimistas con la cartera en este entorno. De hecho, si reflexionamos profundamente, llegaremos a la conclusión de que no ha habido un mejor momento en la historia para ser inversor en valor. El elevado peso de la inversión pasiva, inversión cuantitativa, en momentum, inversión macro, ESG e inversión retail (Reddit), han creado fuertes discrepancias en el mercado actual, que generan oportunidades para obtener extraordinarias rentabilidades para los inversores pacientes y con un enfoque empresarial.

Como decía Warren Buffett, la bolsa es un mecanismo por el cual se transfiere dinero del inversor impaciente al paciente y la mayor parte de las filosofías anteriormente descritas, están basadas en el cortoplacismo y en otras variables diferentes a la evolución fundamental de los negocios, por lo que tenemos una firme convicción en que nuestra filosofía de inversión nos proporciona una ventaja competitiva, en el objetivo de alcanzar rentabilidades atractivas durante los próximos años.

## Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre, hemos tomado una pequeña posición en **CIE Automotive, Facebook, Navigator y Millennium Sustainable Ventures Corp.** Además, hemos tomado posiciones relevantes en Activision y la compañía europea productora de gas Kistos.

Activision es una situación especial, ya que cotiza con un descuento del 20% frente a su precio de OPA por parte de Microsoft. La incertidumbre regulatoria y el hecho de que la transacción no se cerrará hasta mediados de 2023, explican este descuento. Consideramos que el potencial de revalorización es suficientemente atractivo para tomar una posición y que el mercado sobrevalora los riesgos, ya que Microsoft no tiene posición de monopolio en el sector de videojuegos. Por otra parte, en el caso de que no prosperase la adquisición por parte de Microsoft, seríamos propietarios de una excelente compañía que posee IPs de gran valor como Call of Duty a 15 veces beneficios de 2023.

En el apartado de las ventas, hemos vendido completamente nuestra posición en Indra por riesgos de gobierno corporativo y en las empresas de Shipping Eagle Bulk y Zim debido a sus fuertes revalorizaciones. También hemos reducido nuestra exposición a combustibles fósiles con la venta de Devon Energy, IPCO, Galp y Shell Global.

Nos mantenemos muy optimistas con las perspectivas de la cartera de Sigma Internacional. La elevada volatilidad del trimestre nos ha permitido rotar y rebalancear la cartera, manteniendo un potencial de revalorización muy atractivo para los próximos años.

## Destacados del trimestre:

**Golar (+7.1%):** La compañía se ha revalorizado un extraordinario 100% en el periodo, siendo el activo que más ha contribuido al rendimiento del fondo. En febrero, Golar completó con éxito la escisión del negocio de transporte de LNG. De esta manera, Golar simplifica la estructura a la vez que mejora el balance y el perfil del negocio. Esta operación aportó más de 200 millones en efectivo, mientras que Golar aún mantiene un 31% de la nueva compañía ("Cool Company"), que esperamos que venda en los próximos 18 meses para reinvertir en nuevos proyectos de infraestructuras FLNG (Floating Liquefied Natural Gas). Por otra parte, la decisión de Europa de reducir la independencia del gas ruso ha puesto a la compañía en el radar de todos los inversores, ya que su tecnología es la manera más rápida y eficiente para aumentar la oferta de gas. A pesar del buen comportamiento de la acción, creemos que el mercado no descuenta nuevos proyectos que esperamos que se materialicen en los próximos 12 meses.

**Pax Global (+1.3%):** Pax presentó unos excelentes resultados creciendo al 20% gracias a sus terminales Android y su solución SaaS PaxStore. Al mismo tiempo, la compañía incrementó un 50% el dividendo y anunció que espera crecer a más del 15% durante 2022, demostrando que el impacto del FBI en el negocio ha sido muy limitado. De hecho, el prestigioso Bank Of America, uno de los bancos retailers más grandes de Estados Unidos, esta haciendo una campaña a nivel nacional utilizando toda la gama de terminales Pax. Creemos que Pax ha sido excesivamente conservador en sus previsiones de crecer al 15% en 2022, ya que, por ejemplo, la compañía factoriza un crecimiento nulo en EEUU. Hemos aumentado nuestra participación convirtiéndose en la primera posición del fondo. Pax cotiza a menos de 5.5x beneficios creciendo a doble

dígito, a la vez que mantiene una fuerte posición en caja y un compromiso de seguir aumentando la remuneración al accionista, a través de recompras o incrementos de dividendo.

**Associated British Foods (-0.5%):** El holding empresarial alimenticio y retail que destaca por marcas como Twinings, Ovaltine o Azucarera, pero especialmente por Primark, presentó unos buenos resultados, entre los que hay que destacar la fuerte recuperación de Primark con crecimientos del 60% frente al año pasado y con unas ventas comparables, tan solo un 9% inferiores a la situación antes del Covid. Además, la compañía ha guiado que espera estar por encima de los números pre-Covid en la segunda parte del año, a pesar del entorno complicado en Europa. Sin embargo, estos resultados contrastan con su cotización que se encuentra en niveles de los peores momentos de la pandemia en 2020. La presión competitiva de la firma china low cost Shein, la falta de estructura para aplicar el modelo online y el complejo entorno inflacionario y logístico, han llevado a Primark a cotizar por primera vez por debajo de PER 10x. Nos mantenemos optimistas con el futuro de la compañía, ya que consideramos que el mercado está poniendo excesivo énfasis en los problemas de corto plazo y no valora correctamente el fuerte balance de la compañía, la cuota de mercado en Europa y el crecimiento potencial en Estados Unidos.

**Indra (-0.1%):** Durante el trimestre vendimos completamente nuestra posición, a pesar de las buenas perspectivas del negocio. La decisión se produce después de que el gobierno español anunciase la intención de aumentar su participación en la compañía de defensa desde el 18.6% actual al 28%. Este movimiento accionarial empeora sensiblemente el gobierno corporativo de la compañía y abre la vía a que Indra tome una posición relevante en el grupo vasco de motores de aviación ITP. Consideramos que, de producirse, sería una mala gestión del capital, ya que no tiene sentido desde un punto de vista empresarial, ni existen sinergias entre ambas compañías que justifiquen el elevado desembolso. Además, esta transacción, probablemente conllevará la salida del management por sus discrepancias con la dirección y su negativa a llevarla a cabo en el pasado. Hay que destacar que este equipo es el artífice de convertir una compañía mediocre en una excelente empresa con una elevada visibilidad y rentabilidad. De hecho, posteriormente a nuestra venta, Javier Lázaro, el actual director financiero y director general corporativo, presentó su dimisión para iniciar una nueva etapa profesional fuera de la empresa. Unas semanas más tarde Cristina Ruíz, la responsable de Minsait, seguía los pasos de Javier.

Nos enorgullece saber que ya somos casi 600 co-inversores en Sigma Internacional.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro  
SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC