

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el segundo trimestre de 2022 ha sido del -3.3% (Eurostoxx -11.5%, S&P 500 -16.4%, MSCI World Total Return -16.2%), acumulando una rentabilidad desde la constitución del fondo (abril 2021) del +22.5% (Eurostoxx -13.9%, S&P500 -9.4%, MSCI World Total Return -13%)

Cerramos la primera mitad del año 2022 con un comportamiento muy negativo para los mercados. El S&P 500 ha iniciado un nuevo curso con caídas superiores al 20%, convirtiéndose en el peor inicio desde el año 1970. En Europa la situación no ha sido muy diferente y la mayoría de los índices acumulan caídas entre el -15% y -20%.

A pesar del mal inicio bursátil, las empresas siguen reportando unos resultados sólidos. De hecho, el consenso de analistas espera que los beneficios empresariales aumenten alrededor del 8% en Estados Unidos en 2022, proyectando crecimiento de doble dígito para Europa. Teniendo en cuenta las fechas en las que nos encontramos, deberíamos de dar por buenas dichas estimaciones.

De esta manera, las fuertes caídas generalizadas no se pueden achacar a un mal desempeño de los negocios, sino que se explican por la complacencia previa del mercado estimulada por los bancos centrales. Durante el último año, los bancos centrales se han equivocado constantemente en sus previsiones sobre la inflación y han terminado admitiendo que cometieron un grave error al considerarla temporal. Así, en un intento desesperado por enmendar su error, los bancos centrales, liderados por la FED, han aplicado la política más agresiva desde la década de 1980, subiendo los tipos de referencia desde el 0.25% hasta el 2.5% con cuatro subidas de tipos consecutivas.

Esta nueva política restrictiva ha tenido un impacto sobre las rentabilidades que los inversores exigen a sus inversiones y, por tanto, el mercado ha experimentado un fuerte de-rating. Dicho de una manera más sencilla, el mercado americano ha pasado de cotizar de 21.4 veces los beneficios forward (beneficios esperados en los próximos 12 meses) a cierre de 2021, a un múltiplo en línea con su media histórica de 15.9x a cierre del semestre, lo que implica una caída del 26%.

En este entorno, la cartera de Sigma Internacional se ha comportado muy bien, cosechando un rendimiento del 11.5% durante los primeros seis meses del año habiéndose incrementado notablemente hasta el 26.7% a fecha 11 de agosto. Aunque no se pueden sacar muchas conclusiones en un espacio tan corto de tiempo, podríamos concluir que el mercado ha valorado muy positivamente la ejecución, en un entorno complicado, de los negocios que componen la cartera, reconociendo que su valoración no estaba acorde con sus fundamentales.

Por otra parte, hay que destacar el excelente comportamiento del mercado desde el cierre de junio con subidas del 8.7% para el Eurostoxx y 11.1% para el S&P 500. Estas fuertes subidas se explican por una campaña de resultados menos mala de lo esperado y, especialmente, tienen su fundamento en la reciente caída de las materias primas que despierta la esperanza en los inversores de haber visto el pico en el aumento de la inflación, y, por tanto, una política monetaria menos agresiva en el futuro.

¿Qué hará el mercado en los próximos meses? Por una parte, los alcistas insisten en que vivimos en un mundo deflacionario y, por tanto, la inflación es temporal. Así, los toros sostienen que los bancos centrales volverán a implementar las políticas acomodaticias de los últimos años más pronto que tarde. Además, aunque técnicamente Estados Unidos se encuentre en recesión tras reportar dos trimestres consecutivos de decrecimiento del Producto Interior Bruto, esta contracción sólo se observa tomando como referencia el PIB real, mientras que la tasa de desempleo se mantiene muy baja. Dicho de otra manera, la recesión será suave y la economía se acelerará en el momento en que la inflación se reduzca. Por otra parte, los bajistas argumentan que a pesar de que es posible que la inflación haya hecho pico en cotas cercanas al 9%, esta inflación es acumulativa y se mantendrá elevada mermando el poder adquisitivo de los consumidores debido a que los bancos centrales no pueden solucionar los problemas de oferta causados por muchos años de inversión insuficiente. De esta manera, los osos apuestan por que los bancos centrales se verán obligados

a seguir aplicando políticas restrictivas más duras de lo que espera el mercado que, inevitablemente, derivarán en una fuerte contracción económica.

Honestamente, en Sigma Internacional desconocemos cual será el desenlace macroeconómico y la dirección que tomará el mercado en los próximos meses. Nosotros preferimos aislarnos del ruido que dirige los mercados en el corto plazo y centrarnos en adquirir excelentes negocios a precios muy atractivos que nos permitirán seguir componiendo a fuertes tasas junto con nuestros co-inversores.

Además, combinamos el stock picking, basado en la inversión en valor, con nuestra estrategia de venta de opciones que nos permite adquirir/vender compañías con descuento/prima. Durante el primer semestre, la venta recurrente de opciones nos ha generado una rentabilidad positiva del 1.3%.

Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre hemos aprovechado las fuertes caídas para tomar posiciones en compañías de alta calidad a un precio atractivo. De esta manera, hemos iniciado posición en empresas como **Inditex, Aercap, Airbus, Linamar o Gestamp**. También hemos tomado posiciones en negocios marítimos cuyas acciones han sufrido fuertes caídas sin que sus fundamentales se hayan deteriorado, ya que los contratos que han firmado en los últimos 18 meses les aseguran excelentes rentabilidades para los próximos años. Empresas como **Danaos, Textainer, Global Ship Lease o Cool Company** atienden a estas características.

Hay que destacar nuestra posición de alrededor del 5% del fondo en las empresas proveedoras de componentes para automóviles: Linamar, Gestamp y CIE Automotive. A pesar de que cada compañía ofrece unos servicios diferentes dentro sector, las tres compañías tienen unas características muy similares, destacando frente a sus competidores por su elevada eficiencia, disciplina y capacidad para generar caja en entornos muy complicados que probablemente tenga su explicación en la disciplina que se aplica gracias al fuerte control familiar en todas ellas.

Los dos grandes segmentos del sector automovilístico han experimentado comportamientos muy diferentes durante los últimos años. Por una parte, los OEMs se han beneficiado gracias a las elevadas ventas de automóviles que se han producido desde la pandemia, mientras que, por otra parte, los proveedores de componentes, cuyo beneficio depende de la producción de vehículos y no de su venta final, se han enfrentado a un entorno muy complicado por los problemas logísticos y escasez de semiconductores. Así, la producción global que era de alrededor de 95 millones en 2018 se ha reducido a poco más de 70 millones en la actualidad, provocando una fuerte reducción del inventario global. Sin embargo, empezamos a observar los primeros brotes verdes que nos indican que podríamos ver una normalización a partir de la segunda parte del año. La mejoría en las cadenas de suministro global y la nueva oferta de semiconductores que se espera que entre en funcionamiento en unas semanas deberían de tener un impacto muy positivo en el sector. Por tanto, a pesar de que modelizamos una reducción de ventas de coches debido a una ralentización económica, consideramos que la producción actual tiene que aumentar significativamente para satisfacer la demanda y reestablecer parcialmente los inventarios. A pesar de que esta tesis no está exenta de riesgos de corto plazo como las posibles disrupciones y parones en Europa causadas por la escasez en el suministro de gas, consideramos que la diversificación y fortaleza del balance de estas empresas les permitirán a estar en una mejor situación que los competidores en el caso de que el escenario negativo se materialice.

En lo referente a las ventas hemos salido completamente de **Sonaecom, New Fortress y Overseas Shipholding Group** por su excelente comportamiento. También hemos reducido nuestra posición en **Carrefour** con fuertes plusvalías y hemos vendido **Navigator**, manteniendo nuestra exposición al negocio a través del holding Semapa.

Destacados del trimestre:

Franklin Covey (contribución trimestral +0,22%): La compañía reportó unos excelentes resultados aumentando significativamente las previsiones de corto y medio plazo. Además, FC anunció que había aprovechado la corrección en sus acciones para recomprar \$20.3M, generando un fuerte valor para el accionista. En un entorno complejo de ralentización económica, el modelo de Franklin Covey basado en la suscripción se mantiene resiliente gracias a su oferta diferenciadora y que el 42% de los contratos son multianuales. A pesar de la fuerte revalorización, consideramos que la compañía sigue cotizando a unos múltiplos muy atractivos que no hacen justicia al nuevo modelo de negocio SaaS.

Pax Global (contribución trimestral +0,28%): Al cierre del trimestre, la empresa de terminales de pago anunciaba que los beneficios del primer semestre superaban ampliamente las expectativas que había comunicado al mercado. En concreto, el beneficio de Pax Global ha aumentado un 36% batiendo sus propias estimaciones de crecimiento que se situaban en el 15%, así como también al consenso, que esperaba incrementos de alrededor del 18-20%. Hay que destacar el fuerte crecimiento en Estados Unidos del 27%, tan solo unos meses después del infortunado evento con el FBI. Tal y como ha quedado patente después de estos resultados, este suceso que tuvo su origen en un malentendido no ha impactado en absoluto al desempeño del negocio. Además, la compañía aumentaba el dividendo un 42% enfatizando la confianza en las perspectivas futuras. En un contexto económico complejo, con una inflación elevada y escasez de semiconductores, Pax Global se desmarca de sus competidores con excelentes resultados demostrando la superioridad de sus productos y la fortaleza de su cadena de suministros.

Embracer (contribución trimestral +0,03%): La compañía de videojuegos sueca anunciaba la entrada en el accionariado de Savvy Gaming Group, el fondo de pensiones saudí. SGG adquiriría una posición del 8.1%, que se reducía al 5.4% tomando como referencia los derechos de voto. La operación es muy positiva para Embracer. Por una parte, SSG ha proporcionado 10.3bn de coronas suecas de liquidez inmediata a la compañía en un momento donde el entorno para realizar adquisiciones se ha vuelto más favorable, con el sector cotizando a unos múltiplos deprimidos después del boom causando por el COVID. Además, SSG ha pagado una fuerte prima sobre la cotización de mercado y se convierte en un accionista de largo plazo con un elevado conocimiento en la industria ya que tiene posiciones relevantes en las grandes compañías del sector; 5% en Activision, 5% en Electronic Arts, 6% en Nintendo, 7% en Take-Two... Por último, la entrada del grupo permitirá a Embracer desarrollarse en la región de Oriente Medio y el norte de África, donde la presencia de la compañía es limitada. Mantenemos nuestra posición en una compañía que nos permite participar en el crecimiento estructural del sector de videojuegos con un management sobresaliente y completamente alineado para crear valor a largo plazo.

Fairfax India (contribución trimestral -0,26%): El holding de inversión especializado en India y dirigido por Prem Watsa cotiza con un descuento cercano al 50% sobre el NAV a pesar de haber compuesto valor a tasas superiores al 10% desde su creación en 2015, superando al índice de referencia. La fuerte infravaloración de su cotización nos ofrece una rentabilidad prácticamente del 100% en el caso de que la compañía vuelva a cotizar a NAV, tal y como cotizó desde su fundación hasta 2019. La composición de la cartera de Fairfax India es muy atractiva y debería de seguir componiendo a tasas elevadas, siendo el aeropuerto de Bangalore su mayor inversión y representando un 42% de la cartera. BIAL es el tercer aeropuerto más grande de India. Este activo es prácticamente un monopolio que le permite generar unos retornos sobre el equity del 16%. El aeropuerto está en fase de crecimiento aumentando su tamaño para acoger 50 millones de pasajeros desde los 20 millones anteriores y con perspectiva de alcanzar los 90 millones en 2034. Además, Fairfax India está obteniendo los permisos correspondientes para sacar el aeropuerto a cotizar y creemos que después de la OPV, la valoración será superior a la que esta considerando la compañía en el cálculo del NAV. Por último, hay que añadir que Prem Watsa, al que se le considera como el Warren Buffett canadiense, es un excelente gestor de capital y, recientemente, ha incrementado su participación en la compañía con compras a mercado, a la vez que Fairfax India, continúa

con su agresivo plan de recompra de acciones. Este es un ejemplo del tipo de compañías que compone nuestra cartera, excelentes negocios dirigidos por equipos gestores obsesionados en generar valor para el accionista utilizando todas herramientas de las que disponen.

Nos orgullece saber que Sigma Internacional ha sido uno de los fondos españoles con un mayor incremento de patrimonio y número de partícipes durante el primer semestre. Agradecemos la confianza a los casi 1.000 co-inversores en Sigma Internacional

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC