

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el tercer trimestre de 2022 ha sido del +1.4% (Eurostoxx -4%, S&P 500 -5.3%, MSCI World Total Return -6.2%), acumulando una rentabilidad desde la constitución del fondo (abril 2021) del +24.3% (Eurostoxx -13,12%, S&P 500 -12,38%, MSCI World Total Return -12.91%).

Estamos viviendo un año extremadamente complejo con los índices globales en mercado bajista. El S&P 500 retrocede alrededor del 25%, mientras que el Eurostoxx corrige un 23%, siendo el Nasdaq, el índice representante del sector tecnológico, el que se lleva la peor parte con aproximadamente un 33% de corrección. En este entorno, Sigma Internacional acumula una revalorización superior al 13%, desmarcándose de la corriente bajista de los índices globales.

Las fuertes caídas de los principales índices son consecuencia directa del cambio radical en la política monetaria por parte de los bancos centrales. Los mismos organismos que habían fomentado burbujas en prácticamente todos los activos financieros, siendo las SPACs, los NFTs y las criptodivisas los más populares, se han apresurado a corregir la situación mediante agresivas subidas de tipos de interés. Así, este año ha habido 243 subidas de tipos a nivel global, prácticamente una cada día laboral. Además, este endurecimiento parece lejos de llegar a su fin. En la última intervención, Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, ha reconocido que su objetivo prioritario es frenar el avance de la inflación, sin importar la evolución de la economía en el corto plazo, ya que, según sus propias palabras, prefieren pasarse de frenada que quedarse cortos ya que consideran más sencillo reactivar una economía débil que gestionar una fuerte inflación. Además, el propio Powell reconocía que la posibilidad de experimentar una recesión severa se había incrementado notablemente.

De esta manera, la FED está intentado corregir el enorme error que ha cometido en los últimos dos años. Evidentemente, no podemos criticar las medidas extraordinarias que se tomaron para combatir la pandemia en marzo de 2020. Sin embargo, habría que pedir explicaciones a este organismo por seguir inyectando mensualmente 120 billones de dólares en el mercado en diciembre de 2020, una vez que ya se estaba aplicando con éxito la vacuna, el paro se situaba en mínimos históricos y la inflación se encontraba en el 1.7%, prácticamente el objetivo de los bancos centrales. Hay que destacar que la FED imprimió 2 trillones de dólares después del anuncio de la vacuna que sirvieron para financiar gratuitamente los desproporcionados estímulos del gobierno americano que han terminado siendo la causa principal de la fuerte inflación americana.

Fruto del endurecimiento de las condiciones financieras, las perspectivas de la economía americana empiezan a deteriorarse. Prueba de ello son los recientes resultados reportados por las mayores compañías americanas, también conocidas como las FAANG. Estos excelentes negocios, que hasta ahora habían permanecido inmunes a los periodos recesivos, se han visto obligados a reflejar la nueva situación económica y reducir las guías de beneficios anuales. De esta manera, los analistas se han apresurado a revisar a la baja las estimaciones de beneficios de las empresas que componen el S&P 500. Así, a mediados de 2022, el consenso de analistas esperaba un crecimiento de beneficios de doble dígito para 2023, proyectando unos beneficios por acción de 252 para el conjunto del índice, sin embargo, en estos momentos los beneficios esperados son de 233, representando una caída desde máximos del 7.5%. Desgraciadamente, atendiendo a los comentarios de la FED, parece que esta dinámica bajista se mantendrá en el corto plazo y los beneficios de 2023 terminarán siendo inferiores a las proyecciones actuales.

Por otra parte, la situación no es más optimista al otro lado del Atlántico. Europa se enfrenta a problemas más difíciles que Estados Unidos, pues hemos cometido los mismos errores que los Estados Unidos, con el añadido de la problemática energética.

La invasión rusa en Ucrania ha desencadenado un enfrentamiento en el viejo continente que ha supuesto un cambio radical en el mercado de gas. Hay que destacar que Europa se ha desmarcado del resto del mundo

acelerando la transición energética y poniendo muchas trabas a las inversiones en petróleo, carbón y energía nuclear, sin tener en cuenta que la tecnología necesaria para llevar a cabo tal movimiento aún no está disponible y, por tanto, cada paso que hemos dado en esa dirección nos ha hecho más dependientes de Rusia. Sin quererlo, Europa ha perdido la seguridad energética, y probablemente ha sido una de las razones por las que Putin decidió invadir Ucrania. Así, de los 500 billones de metros cúbicos que consumimos en Europa anualmente, 400 bcm son importados, haciendo posible el funcionamiento de la industria europea y, especialmente, calentar nuestros hogares en invierno. De estas importaciones, alrededor del 45% eran suministrados por Rusia. Sin embargo, la confrontación actual ha provocado que Rusia haya reducido significativamente el flujo de gas hacia el viejo continente, dejando un gran vacío obligando a Europa a salir al mercado y asegurar el suministro de la materia prima a cualquier coste, provocando históricos precios del gas. Aunque el precio pagado ha sido muy elevado, estas desesperadas medidas han surtido éxito y Europa ha conseguido llenar los inventarios de gas que, sumados a un otoño más cálido de lo normal, han reducido significativamente los precios. Sin embargo, consideramos que esta situación es temporal. La capacidad de los inventarios es muy limitada, únicamente cubre las necesidades de dos meses de demanda, y durante 2023 no podremos contar con la ayuda de Rusia que, a pesar de la confrontación, se ha mantenido como principal proveedor hasta este verano. Además, incluso siendo optimistas sobre el desenlace de la guerra, la capacidad de suministro de Rusia se ha visto seriamente dañada después de las explosiones en los gaseoductos Nord Stream. Dicho de otra manera, creemos que Europa se encuentra en la calma que proporciona el ojo del huracán, por lo que nuestra visión no es muy optimista para el próximo año.

Esta situación energética ha acelerado la inflación que ha alcanzado un récord del 10,7% en octubre. La elevada inflación, la desproporcionada deuda de los gobiernos y la debilidad económica son los grandes desafíos de Europa en 2023.

Movimientos de la cartera:

En este complejo entorno económico, en Sigma Internacional seguimos encontrando oportunidades de inversión en negocios cotizando a precios atractivos y que tienen menor dependencia del ciclo económico.

Durante el trimestre hemos iniciado una posición en **Ama Group**, cuyo peso hemos seguido incrementando durante el mes de octubre.

Ama Group es la mayor empresa de talleres de reparación de vehículos en Australia. Este sector es contracíclico, ya que en periodos recesivos se posponen las compras de vehículos nuevos. El mayor uso de vehículos antiguos inevitablemente nos lleva a un mayor número de visitas al taller. Sin embargo, Ama Group está cotizando en mínimos, habiendo sufrido una corrección del 83% desde máximos pre-Covid. Los problemas logísticos a raíz de la pandemia, la política de tolerancia cero que había aplicado el país y el elevado endeudamiento de la compañía explican el mal comportamiento de la acción. Llevamos siguiendo la compañía desde hace más de un año y, sin embargo, no habíamos tomado posición hasta ahora. El aumento del volumen de negocio de la mano del fin de las estrictas políticas entorno a la pandemia nos hacen ser muy positivos para los próximos años. Ama Group es el líder del sector y el player más eficiente, por lo que esperamos que la compañía salga favorecida de un entorno donde hay una recuperación significativa en el volumen de negocio, pero se mantienen los problemas logísticos y de falta de personal.

Destacados del trimestre:

Cool Company (contribución trimestral +1,22%), Kistos (+1.47%) y Golar (+0,91%): Tal y como hemos comentado, esperamos un precio del gas europeo elevado para los próximos años. De esta manera, en Sigma Internacional nos exponemos a esta tendencia de tres formas diferentes. Por una parte, Golar tiene la capacidad para desarrollar plantas de licuación flotantes necesarias para exportar gas a Europa. Hay que

destacar que el gas no puede ser transportado en su estado gaseoso y tiene que ser enfriado hasta aproximadamente -162 °C. Esta tecnología es muy específica y el FLNG construido por Golar es el único que ha funcionado sin contratiempos durante los últimos 4 años. Por otra parte, CoolCo posee una flota de barcos LNG que permitirán suministrar gas natural al viejo continente, mientras que Kistos opera campos de gas en Europa, beneficiándose directamente de los altos precios de la materia prima.

Nagacorp (contribución trimestral -0,39%): El mercado de Hong Kong ha alcanzado niveles similares a los peores momentos de 2009. La política de zero-covid, el ruido geopolítico y la huida de los inversores de mercados emergentes son las principales causas de las fuertes caídas, que no se pueden justificar desde un punto de vista económico. Así, la compañía propietaria del mayor resort de entretenimiento y juego en la región de Mekong no ha sido inmune a estas dinámicas del mercado. Los inversores han ignorado la fuerte recuperación del negocio que ha alcanzado un 65% de los niveles pre-Covid a pesar de que los turistas chinos en Camboya solo representan un 6% de las visitas totales frente al 30% que representaban en 2019. En vista de la capacidad de generación de caja de la compañía y las buenas perspectivas, Nagacorp ha aprovechado el entorno del mercado para lanzar un programa de recompra de bonos con el que planea eliminar alrededor del 25% de la deuda en circulación. Con este movimiento, Nagacorp mejorará su balance y generará valor para el accionista, ya que esperamos que la recompra se materialice con un descuento significativo.

Embracer (contribución trimestral -0,74%): Las acciones de la compañía de videojuegos sueca han tenido un comportamiento muy negativo durante los últimos meses. La mala acogida por parte de las críticas al videojuego Saints Row, el primero de los más de 25 lanzamientos AAA que la empresa realizará en los próximos cuatro años, y el anuncio del cierre del estudio Square Enix Montréal, tan solo unos meses después de haberlo adquirido, han desatado fuertes ventas que hemos aprovechado para seguir incrementando nuestra posición. En nuestra opinión, la mala acogida de Saints Row no modifica la tesis de largo plazo de la compañía. Embracer planea lanzar 222 juegos durante los próximos años, sin que ninguno de ellos tenga una ponderación superior al 5% de los beneficios anuales de la empresa. Esta diversificación limita los fracasos/éxitos de títulos individuales, por lo que la evolución de la compañía se explicará por el desarrollo del portfolio en su conjunto. Además, aunque teníamos altas expectativas en Saints Row, ya que es el juego con mayor inversión hasta la fecha, los acuerdos de exclusividad con EPIC Games prácticamente aseguraban que fuese un proyecto rentable. Por otra parte, el estudio cerrado era tan solo una parte de los estudios e IPs adquiridos por 300 millones el pasado mayo. De esta manera, la compañía prefiere centrarse en desarrollos AA y AAA, en vez de juegos móviles premium basados en IPs exitosas que acarrearían un elevado coste de desarrollo y, por tanto, hacía más difícil generar elevadas rentabilidades. Así, los desarrolladores de este estudio se unirán a los otros equipos para trabajar en el videojuego de Deus Ex y colaborar con Microsoft en el desarrollo de Fable. Hay que destacar la experiencia en la toma de decisiones y habilidad para gestionar el capital por parte de su CEO, Lars Wingefors. Embracer ha completado más de 80 adquisiciones en las que ha invertido más de \$10bn desde la OPV en 2016, siendo la mayoría de ellas muy exitosas.

Nos enorgullece saber que ya somos más de 1.200 co-inversores. Agradecemos la confianza para rentabilizar sus ahorros.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC