

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el cuarto trimestre de 2022 ha sido del +2.16% (Eurostoxx TR +14.90%, S&P 500 TR +7.55%, MSCI World Total Return +9.77%), acumulando una rentabilidad desde la constitución del fondo (abril 2021) del +26.97% (Eurostoxx TR -0.18%, S&P 500 TR -5.76%, MSCI World Total Return -9.38%).

2022 ha sido un año donde prácticamente todos los activos han experimentado importantes caídas. El incremento de los tipos de interés y el deterioro de las perspectivas económicas han tenido un gran impacto en los mercados de capitales. Sin embargo, el cuarto trimestre y el inicio de 2023 han estado marcados por unas dinámicas completamente diferentes. Los últimos datos de inflación, el suave invierno en Europa y la reapertura de China han mejorado significativamente el sentimiento inversor. Así, el mercado ha comenzado a poner en precio que la economía asistirá a un aterrizaje suave ("soft landing") o incluso los más optimistas señalan que evitaremos la recesión.

Los últimos datos macroeconómicos han llevado al mercado a descontar que la FED reducirá los tipos en la segunda parte del año. De esta manera, todos aquellos negocios de alto crecimiento han experimentado subidas récord en el primer mes del año a pesar de reportar unos resultados mediocres. El mercado ha reducido su expectativa sobre el tipo de interés terminal provocando una euforia que recuerda a 2020. Dicho consenso sobre los tipos de interés contrasta con el discurso de Powell, que se esfuerza en cada conferencia en trasladar que el banco central no reducirá los tipos en el corto plazo. Sin embargo, a estas alturas, es evidente que su credibilidad se encuentra en entredicho.

A diferencia del mercado, nosotros adoptamos una perspectiva agnóstica y más cauta sobre la situación actual. A nuestro modo de ver, existen posibilidades razonables de que la inflación se mantenga elevada más tiempo de lo que el mercado espera. Hay que tener en cuenta que las dinámicas actuales difieren mucho de las de la última década. A diferencia del anterior ciclo, estos últimos años se han caracterizado por una desglobalización. Los conflictos geopolíticos y el covid han mostrado las debilidades en las cadenas de suministros globales. La guerra y las tensiones geopolíticas han obligado a muchas empresas a repatriar elementos clave en su producción. ¿Cómo podría afectar que China invadiese Taiwán a una empresa americana o europea cuyo principal proveedor se encuentra en el país oriental? Este movimiento ha sido el primer punto de inflexión en décadas en contra de la tendencia de globalización que había optimizado las cadenas de suministro, reduciendo materialmente los costes, actuando como una de las principales fuerzas deflacionarias globales.

Además del fenómeno de la desglobalización, la escasez de inversión en materias primas ha empezado a ser notable y se ha trasladado en aumentos significativos en el precio de la mayoría de ellas. Aunque esta tendencia se ha acentuado después de la guerra, su origen se remonta a la última década. En este periodo de bajos tipos de interés los recursos económicos se dirigieron al sector tecnológico, dejando de lado la inversión en materias primas, especialmente en combustibles fósiles. Sin embargo, la sociedad actual sigue dependiendo de estas energías para su supervivencia. Dichos combustibles comprenden el 80% de la demanda actual de energía primaria a nivel mundial. A pesar de la corrección de los últimos meses, en general, creemos que el mundo tendrá que convivir con precios altos de materias primas que actuarán como una fuerza inflacionaria.

Aunque podemos identificar algunas tendencias de largo plazo, hay que reconocer que en la mayoría de las ocasiones es muy complicado explicar los movimientos del mercado. Probablemente, la mejor explicación sobre el comportamiento del mercado durante el último año se encuentra en el excelente libro “The Pendulum of Investor Psychology” escrito por Howard Marks. El señor Marks utiliza la figura de un péndulo para explicar que la mayor parte de las fluctuaciones del mercado se rigen por la codicia y miedo, emociones innatas en el ser humano. De esta manera, podemos afirmar que el péndulo ha vuelto a oscilar violentamente, cambiando el pesimismo desmedido por una euforia difícil de justificar. Hace tan solo unos meses el pensamiento extendido en el mercado era que iniciábamos un periodo inflacionario similar al de la década de los 70; sin embargo, en estos momentos, los inversores han recuperado el optimismo y consideran que retomaremos las dinámicas con las que hemos convivido durante la última década: moderado crecimiento y reducida inflación.

En nuestra selección de valores, seguimos encontrando empresas cuyos negocios se comportarán bien en cualquier entorno de mercado, a la vez que los compramos a precios muy atractivos.

Golar se adapta perfectamente al tipo de empresas al que nos referimos y componen la mayoría de la cartera. Una compañía con ventajas competitivas, fuerte balance y vientos de cola en su sector, cuya elevada generación de caja justifica precios muy superiores a los actuales sin necesitar para ello incorporar nuevos proyectos.

Golar es una empresa de ingeniería que se ha especializado en construir barcos de licuación flotante. Este tipo de tecnología es muy beneficiosa para explotar reservas que se encuentran a muchos kilómetros de la costa donde el desarrollo de la infraestructura onshore es muy costoso. Hay que entender que el gas no se transporta en su estado gaseoso y necesita licuarse antes de transportarse por mar. Así, su tecnología es la más eficiente, probada, rentable y con la menor huella de carbono frente a sus comparables.

Durante los últimos años la compañía ha llevado a cabo un proceso de simplificación del negocio. Así, la empresa cuenta actualmente con dos FLNG (barcos de licuación flotante) y una posición financiera de I Bn. de caja neta (incluyendo las participaciones en CoolCo y Avenir, pero excluyendo la deuda con recurso de Hilli y Gimi). Sin embargo, lo más importante en nuestra tesis es la capacidad de generación de caja, que está descorrelacionada, en un porcentaje muy alto, sobre la fluctuación del precio del petróleo y el gas. De esta manera, tenemos gran visibilidad sobre los flujos futuros y podemos afirmar que se generarán más de 1.000 millones en los próximos tres años. Este importe y su fuerte posición financiera justifican precios superiores a los 2.5bn que capitaliza.

Además, debido a la necesidad de gas en Europa, son varios los proyectos que se han activado en los últimos meses y requieren la solución propuesta por la compañía. De esta manera, esperamos que sea capaz de anunciar al menos dos proyectos en los próximos 15 meses. En el caso improbable de que dichos proyectos no lleguen a materializarse, la compañía está decidida a devolver la caja a los accionistas vía dividendos o recompras.

Creemos que Golar presenta un elevado margen de seguridad con el potencial de aumentar varias veces su valor objetivo en caso de la confirmación de los proyectos. Sin embargo, a pesar de que no es nuestro escenario base, creemos que a estos precios existe casi un 50% de potencial en el caso de que la compañía no logre materializar estos proyectos.

Destacados del trimestre:

Cool Company (contribución trimestral -0.63%): La compañía de transporte marítimo de gas natural licuado anunció una ampliación de capital para adquirir cuatro barcos. En la misma operación, Golar aprovechó para reducir su participación en la empresa, vendiendo un 65% de su posición, a la vez que el principal accionista (EPS) aumentó su peso hasta el 49.9%. Consideramos que la ampliación de capital es positiva para CoolCo, ya que incorpora a su flota cuatro activos que, basándonos en los contratos actuales y el precio pagado, generarán una rentabilidad atractiva y mejorarán la visibilidad de la compañía durante los próximos 4 años. Además, Coolco ha adquirido una opción de compra de dos barcos nuevos que estarán disponibles a partir del primer trimestre de 2025 por \$234M cada uno, mientras que su precio de mercado es superior a 250M. El comportamiento negativo de la acción durante el último trimestre se debe principalmente a la menor demanda de gas en Europa y, en menor medida, a la desinversión de Golar. Como accionistas de Golar, sabemos que Coolco es una inversión non-core y esperábamos que redujesen antes o después. Por otra parte, aunque creemos que el problema energético europeo está lejos de solucionarse en el corto plazo a pesar del invierno suave, CoolCo tiene la mayor parte de la flota fija, por lo que la variación en los precios de los fletes a corto plazo tiene un limitado impacto en la compañía. Nos mantenemos muy optimistas sobre el futuro de la compañía, ya que, basándonos en la política de dividendos y los beneficios futuros, creemos que la compañía retribuirá al accionista más del 40% de la capitalización de mercado durante los próximos 3 años.

Eneti (contribución trimestral +0.79%): La compañía que opera barcos de instalación de turbinas eólicas offshore había pasado inadvertida para gran parte de la comunidad inversora hasta este último trimestre. Eneti cotiza en bolsa desde hace más de 10 años, sin embargo, el modelo de negocio ha cambiado completamente desde agosto de 2021. La compañía, que solía operar una gran flota de transporte de carga seca (transporte de carbón entre otras materias primas), ahora se beneficia del auge de la energía eólica marina. Así, basándonos en los proyectos anunciados, esperamos una elevada necesidad de este tipo de activos a partir de 2025. Hay que destacar que, a pesar de que las operaciones de la empresa son una pieza fundamental en la instalación del proyecto eólico marino, el coste se limita a únicamente el 2% del coste total del proyecto. Las dinámicas actuales de oferta y demanda harán que Eneti aumente significativamente sus beneficios en los próximos años. Así, durante este trimestre, la compañía ha anunciado un contrato para 2025 y ha aprovechado su infravaloración para recomprar el 5% de las acciones en circulación, despertando de esta manera el interés de los accionistas.

Semapa (contribución trimestral +0.17%): La compañía portuguesa cuyo principal activo es Navigator, el mayor productor de papel de impresión en Europa sorprendía al mercado con el pago de un dividendo relevante. De esta manera, Semapa ha pagado a sus accionistas alrededor de un 14% yield en 2022. Dicho importe está justificado por el dividendo recurrente que recibe de Navigator y la reducida deuda que posee. Tras el intento fallido de 2021, creemos que la familia propietaria de más del 80% de la compañía volverá a intentar excluir a la compañía más pronto que tarde a un precio justo, sin embargo, si esto no ocurre o el precio no es justo para los minoritarios, estamos satisfechos con la actual rentabilidad por dividendo.

Nos enorgullece comunicar que ya somos más de 1.400 co-inversores, a los que agradecemos la confianza depositada en el fondo para rentabilizar sus ahorros.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC