

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el trimestre ha sido del +4.5% (Eurostoxx -0.4%, S&P 500 +0.2%, MSCI World Total Return +2.3%) acumulando una rentabilidad desde constitución del fondo (abril 2021) del +8.02%.

Hay que destacar que, al ser un vehículo de reciente creación, la suscripción de nuevos partícipes ha sido continua, realizando nuestras primeras operaciones a final del mes de mayo.

El trimestre ha estado influenciado por un constante flujo de noticias negativas. Durante estos meses hemos podido leer sobre nuevas regulaciones y problemas en el sector de la construcción en China, la posibilidad de subida de tipos de interés e inicio del tapering por parte de la FED, el problema del techo de deuda en Estados Unidos y el aumento de las presiones inflacionarias a nivel global derivadas de la falta de mano de obra, las disrupciones en la cadena de suministro y los altos precios de la energía.

A pesar de esto, los mercados se han mantenido estables sustentados por el fuerte crecimiento de los beneficios. Las principales empresas americanas están reportando resultados récord y el consenso se mantiene optimista pronosticando unos beneficios históricos para 2021. De materializarse, esto supondrá un crecimiento del 23% frente al nivel pre-covid (2019), demostrando una vez más la capacidad de la humanidad para reponerse de factores adversos y recordándonos por qué la renta variable es el mejor instrumento de ahorro a largo plazo.

Hay que remarcar que en Sigma Internacional tenemos una filosofía bottom-up y aunque prestamos atención al contexto macroeconómico, ponderamos en mayor medida la calidad y las perspectivas individuales de los negocios. Nuestra cartera está poco correlacionada con los índices y aunque somos conscientes del ruido de corto plazo, tendemos a aislarnos y centrarnos en lo realmente importante, ya que las noticias negativas suelen ser reemplazadas periódicamente por otras del mismo carácter con el fin de que siempre exista suficientemente flujo de noticias adversas que justifiquen mantenerse en liquidez.

El excepcional entorno en el que nos encontramos ha provocado que, en general, los mercados coticen a unos múltiplos exigentes desde un punto de vista histórico. Consideramos que los múltiplos tenderán a normalizarse a medida que los estímulos monetarios desaparezcan afectando negativamente a la evolución del mercado, sin embargo, esto no debería de impactar de la misma manera a Sigma Internacional por la descorrelación, la calidad y el precio de las empresas que tenemos en cartera.

Durante el trimestre hemos construido la cartera con especial énfasis en excelentes negocios que se han visto temporalmente impactados por el Covid. La tesis principal se basa en que los efectos negativos de la pandemia desaparecerán en los próximos 12-36 meses y los negocios volverán a la normalidad recuperando o superando los beneficios que reportaron previamente a la pandemia. De esta manera, estamos comprando empresas de alta calidad cuyo negocio no se está viendo afectado estructuralmente a precios altamente atractivos. Destacamos **Nagacorp**: empresa propietaria de casinos en Camboya, **ABF**: holding familiar cuyo negocio principal es el exitoso retailer Primark, **Anheuser-Busch InBev**: cervecera líder mundial con marcas muy populares como Budweiser y Corona, **Fairfax India**: vehículo de inversión cuyo principal activo es el aeropuerto internacional de Bangalore en India, **Talgo**: fabricante y operador internacional de trenes de alta velocidad o **Semapa**: holding familiar cuyo principal activo es Navigator; empresa líder mundial en papel de oficina premium.

Sigma Internacional también tiene una posición relevante en compañías que se han beneficiado significativamente de los efectos secundarios del Covid, pero sus valoraciones no han recogido completamente estos beneficios, posiblemente porque el mercado considera que son temporales y se revertirán en el corto plazo. En este bloque nos referimos principalmente a compañías de Shipping, pero también incluimos otros negocios como **Carrefour**: cadena de supermercados líder y con una buena diversificación geográfica y **Embracer**: mayor holding de videojuegos europeo.

Mayores contribuidores del trimestre:

Sector de Carga Seca (+2.8%): En este segmento incluimos nuestras inversiones en Navios Maritime Partners, Eagle Bulk Shipping, Star Bulk Carriers y 2020 Bulkers.

El sector de transporte marítimo de carga seca (principalmente hierro, carbón y otras materias primas como el grano) presenta una excelente relación entre oferta y demanda desde el 2018; sin embargo, los problemas ocasionados por la guerra comercial en 2018, la disrupción del mayor productor de hierro de Brasil a causa de las inundaciones en dicho país en 2019 y los efectos del covid en 2020, han retrasado el inicio del ciclo. A pesar de que el crecimiento de la demanda ha sido sólido durante la última década, la oferta de barcos - como consecuencia del gran boom ocurrido entre 2002 y 2007- ha ocasionado grandes pérdidas en el sector provocando una subinversión muy pronunciada que ha desencadenado en un nivel muy alto de rates. Se espera que la demanda crezca un 4.3% este año y un 2.2% en 2022, que compara muy bien con el crecimiento del 3% de la flota durante este año y del 1.2% en 2022. En estos momentos existe un fuerte desequilibrio entre la demanda y la oferta, que esperamos que se mantenga, gracias a que la demanda seguirá soportada por grandes planes de infraestructura, mientras que por el lado de la oferta el backlog se encuentra en mínimos de las últimas décadas. A pesar de la volatilidad y ciclicidad del sector, consideramos que se han dado las circunstancias para que este ciclo sea más pronunciado y duradero. Hay que destacar que la bonanza del sector siempre termina por un fuerte incremento de la oferta, y en estos momentos aún no estamos identificando nuevos pedidos que, de materializarse hoy, no se entregarían hasta 2024.

Franklin Covey (+1.3%): Franklin Covey es una compañía de training corporativo con cursos de liderazgo, desempeño de ventas o lealtad del cliente. Además, también proporciona programas de educación para escuelas en Estados Unidos. La compañía presentó unos resultados deslumbrantes demostrando la flexibilidad para adaptarse al modelo online. El mercado había penalizado severamente la acción durante 2020 al considerar que su negocio era presencial, con dificultad para la migración online, y altamente cíclico, el primer coste en ser eliminado en una empresa en periodos de recesión. Para la sorpresa del mercado, FC está impartiendo el 90% de sus sesiones online sin que esto afecte a la satisfacción del usuario y la compañía sigue reportando un crecimiento sorprendente en su formato de suscripción (All Access Pass) demostrando que el cambio de modelo ha sido un éxito. Hay que destacar que esta compañía inició el cambio de modelo de negocio en 2016 pasando de un modelo altamente cíclico con cursos one-off a modelo de calidad basado en un servicio de suscripción. Seguimos muy optimistas sobre el futuro de la compañía y no creemos que los múltiples actuales reflejen el cambio de modelo de negocio.

Flex LNG (+0.7%): La compañía de transporte de gas cuenta con una flota de 13 barcos modernos que se están beneficiando significativamente de la fuerte demanda de gas en Europa y Asia. La compañía tiene un excelente trackrecord que viene explicado por el importante peso del famoso inversor John Fredriksen. En el pasado Flex LNG era una compañía que tenía toda la flota a spot lo que implicaba una gran volatilidad en el negocio, sin embargo, durante los últimos meses han aprovechado la fortaleza del mercado para fijar la mayor parte de su flota para los próximos 4-5 años a unos rates muy atractivos, lo que elimina la volatilidad de su negocio y permite ofrecer un gran valor a los accionistas vía recompras y dividendo. Flex LNG paga un dividendo anual de 1.6\$ que esperamos que se incremente hasta los 2\$ en el corto plazo, pudiendo escalar hasta los 2.4\$ en 2022, lo que significaría una rentabilidad por dividendo anual del 13.5%.

Mayores detractores del trimestre:

Alibaba (-1.1%): La compañía emblema de China fundada por Jack Ma en 1999 se ha visto negativamente afectada por la ralentización de la economía y las nuevas regulaciones. Estos eventos han provocado un importante flujo de salida de capital de productos de inversión asiáticos, donde Alibaba tiene una elevada representación. Además, algunos de sus competidores en el segmento e-commerce están siendo muy agresivos mediante promociones arañando un poco de cuota de mercado. Consideramos que ninguno de

estos sucesos ha afectado estructuralmente a las ventajas competitivas de la compañía y nos mantenemos optimistas con la evolución del negocio, especialmente con el negocio de Cloud, que de replicar la trayectoria de AWS podría justificar por sí solo la valoración actual. Durante el trimestre hemos incrementado nuestra posición ya que creemos que los múltiplos actuales no reflejan el valor intrínseco del negocio.

Kaisa Prosperity (-0.7%): La compañía de servicios a la propiedad se ha visto negativamente impactada por las noticias relacionadas con Evergrande. A pesar de que Kaisa Prosperity reportó unos excelentes resultados semestrales creciendo aproximadamente al 70%, es razonable esperar una ralentización del crecimiento orgánico en los próximos meses. Tras varias conversaciones con la compañía para entender el potencial impacto, nos sentimos cómodos con nuestra inversión. Hay que destacar que la compañía tiene una posición financiera sólida, la mayor parte del negocio es resiliente con contratos de mantenimiento que no deberían verse afectados por una ralentización del sector y su compañía matriz (Kaisa Group) cumple con los tres requisitos impuestos por el gobierno chino para operar. Creemos que la cotización actual no refleja el valor intrínseco de la compañía y esperamos que haya un re-rating en el momento en que la incertidumbre desaparezca.

Muchas gracias por su confianza.

JOSE RAMON BOLUDA Y GABRIEL CASTRO
SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC