

Ecobolsa

ANÁLISIS SEMANAL DE BOLSA, MERCADOS, COTIZACIONES Y AHORRO



PÁGINA 8 Y 9

El 'trono' de recomendaciones

Empresas en las que los analistas aconsejan comprar por unanimidad

PÁGINAS 10 Y 11

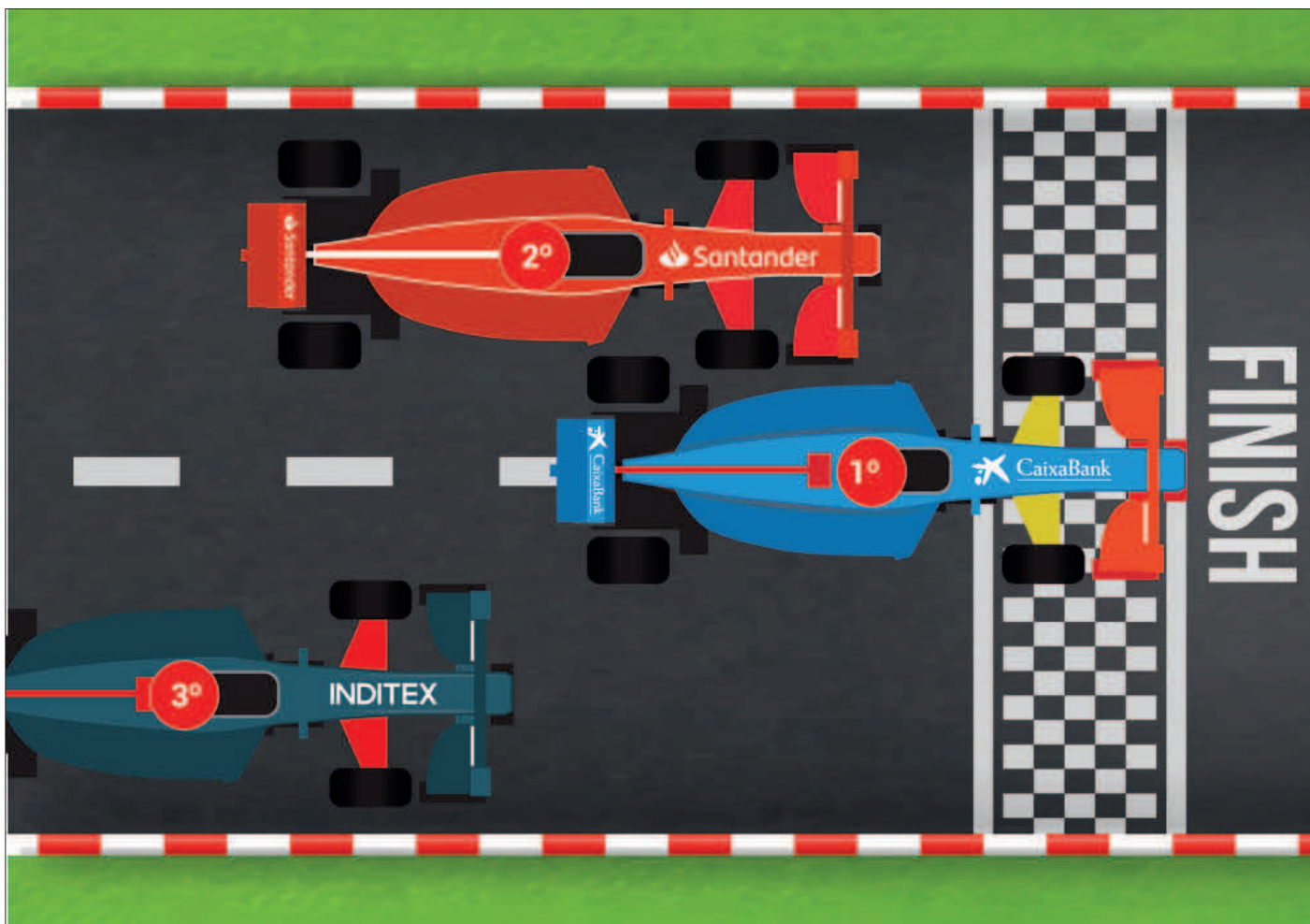
Gestores de 'Sigma' y 'Gamma':

"No venderemos Grifols a 12 y 13 porque vale entre 17 y 18 euros"

PÁGINA 12

Fondos de 'small caps'

Los productos beneficiados ya de la rotación vista en los mercados



ISTOCK

LA BANCA DESTACA EN LA 'POLE POSITION' DE LA BOLSA

PÁGINAS 6 Y 7

JOSÉ RAMÓN BOLUDA Y GABRIEL CASTRO GESTORES DE LOS FONDOS 'SIGMA INTERNACIONAL' Y 'GAMMA GLOBAL'

"No venderemos Grifols a 12 o 13 euros porque vale entre 17 y 18"

POR ÁNGEL ALONSO

Los fondos gestionados por José Ramón Boluda y Gabriel Castro, *Sigma Internacional* y *Gamma Global*, han cumplido algo más de tres años desde su lanzamiento en Singular Bank y ya cuentan con las cinco estrellas de Morningstar, lo que da fe de la consistencia de unas estrategias que en el caso del primero, un fondo de renta variable global, ofrece una rentabilidad anualizada del 11,13%, mientras que en el caso del segundo, un fondo mixto defensivo, proporciona un 4,77%. En la cartera de *Sigma* aparecen firmas relacionadas con los videojuegos, como Embracer, los medios de pago, como Fairfax India, con el transporte marítimo, como Navios Maritime, con las infraestructuras para compañías de energía, como Golar, o las plataformas de comercio electrónico chinas, como Alibaba o JD. Pero también tienen cabida firmas españolas como Talgo y Grifols, en la que consideran que vender por debajo de 18 euros en que la valoran en una posible opa no sería una opción de su agrado.

Las compañías españolas que tienen en el fondo, Talgo y Grifols, se encuentran inmersas en posibles operaciones corporativas.

José Ramón Boluda (J.R.B.): Talgo es una posición puramente de arbitraje, pensando que esta compañía tiene una oferta encima de la mesa que al final deberá salir. Nosotros, de hecho, hemos aumentado un poco su peso. Compramos en 3-3,5 euros y podemos pensar que su valor puede ser un poco mayor de los 5 euros, pero si la oferta se materializa, entregaremos nuestras acciones.

Gabriel Castro (G.C.): Aunque nuestra valoración está algo por encima de los seis euros, la realidad es que sería materializar ese beneficio de forma inmediata.

¿Y en Grifols?

J.R.B.: En Grifols la situación es muy distinta, porque para nosotros vale mucho más que esos 12 o 13 euros virtuales de los que se habla para una posible opa de Brookfield, tiene mucho más valor. Es una compañía con un negocio muy bueno, que ha cometido una serie de excesos tanto en gobernanza como en deuda. Empezamos a comprar acciones en el nivel de 8 euros a finales del año pasado, luego vendimos algo, y la mantenemos con una posición del 4% en *Sigma*, aunque también tenemos bonos en *Gamma*. Puede darse el hecho de que estemos abocados a aceptar una oferta a unos precios muy por debajo de los nuestros objetivos. Pero si compraran las acciones a 12 euros, no venderíamos, porque creemos que vale entre 17 y 18 euros, sin estar mucho el precio. Pero se ha creado mucho ruido alrededor. Y accionistas de referencia quedan pocos, los *sospechosos habituales*, como BlackRock.



José Ramón Boluda (izquierda) y Gabriel Castro, gestores de los fondos 'Sigma Internacional' y 'Gamma Global'. ANA MORALES

G. C.: Todo indica que la van a terminar vendiendo muy barata, porque al final, cuando unes los hilos, ves que la compañía que ha financiado a la familia, a través de Scranton, es Brookfield, mediante Oaktree. Y si lo intenta comprar es porque algo han visto de valor, y ya tienen hecho un trabajo previo de análisis, cuando financiaron 400 millones a la familia. Ahora, además, están terminando de ver los últimos libros. Si la familia no quiere vender es porque saben que vale mucho más y, si tuvieran un problema estructural, no invitarían a Brookfield a analizar a la compañía a fondo. Y esta firma no viene a ganar retornos del 8-10%, que es lo que históricamente ha ganado Grifols, ellos buscan rendimientos del 20% anualizados. Y a estos precios es la rentabilidad que puedes esperar en Grifols. El problema es que ha habido tanto ruido alrededor de la compañía que muchos inversores verían los 12 o 13 euros como una salvación, pero la realidad es que el negocio vale más.

Pese a que todos los gestores afirman que ya se sabía lo que contaba Gotham en su informe, al final ha hecho más daño a la empresa del que se podía prever.

J.R.B.: El informe de Gotham lo estuvimos viendo una noche entera cuando lo anunciaron, pero no había elementos que cambiaran nuestra tesis de inversión. Lo que decían ya se conocía. Pero es verdad que es una empresa que ha tenido un gobierno corporativo un poco justo, pero es un negocio con barreras de entrada importantes, con solo tres compañías a nivel mundial, pero el Covid y una indigestión de un endeudamiento para crecer muy rápido ha estrangulado la parte del flujo de caja libre de Grifols. De hecho, cuando hicimos la inversión, no contemplábamos una ampliación de capital, porque según los datos públicos, la familia no tenía la capacidad de hacerlo sin diluir su participación. Y no hay que olvidar que en esta posible opa tendrá mucho que decir el regulador, porque no creo que acepte su exclusión a cual-

quier precio. El regulador español y el de EEUU, porque el foco del negocio de la compañía está allí.

G. C.: Yo no diría que Grifols esté deprimida por Gotham sino porque la compañía había dicho que ya tenían todas las inversiones realizadas y que iban a generar 500-600 millones de euros y, de repente, sorprendieron al mercado contando una inversión de 400 millones. Viene más por ahí que por Gotham. Además, el informe generó ruido antes de tener que refinanciar 2.000 millones de deuda el próximo año, y el mercado se secó. Pero ha sido positivo para un inversor de largo plazo porque provocó el cambio de gobierno corporativo y de equipo directivo. Han contratado un nuevo CEO, con un *track record* probado en el mercado, están trabajando en un plan a largo plazo que presentarán en octubre y tienen que demostrar al mercado que pueden generar mucha caja. Y en medio de todo esto ha llegado Brookfield para

aprovecharse del momento más débil de la compañía, en un momento en que Grifols ya ha realizado todo el capex, cuenta con unos activos únicos con retorno y un *management* renovado. Y dentro de unos años la venderá a 24 euros.

¿Sigue siendo Embracer la primera posición de Sigma Internacional?

J.R.B.: No, ahora mismo no es la primera posición. Oscila entre Westaim, una pequeña gestora de activos en Canadá, y Alibaba.

¿Cuál es la tesis de inversión en Alibaba?

J.R.B.: La tesis de Alibaba es muy clara: pensamos que está barata, por no decir muy barata. Tiene un viento de cara que es el consumo chino, pero si normalizas las circunstancias pensamos que vale, en el peor de los casos, 120 dólares, cuando la estás comprando a entre 70 y 80 dólares.

¿Cómo puede afectar a las compañías chinas si gana Trump en noviembre?

J.R.B.: Es algo que hemos comentado muchas veces. El mercado parece tener claro que va a ganar Trump, la cuestión es si vuelve a reactivar el tema de los aranceles. Mi opinión es que, afirmarlo a día de hoy, es complejo, pero lo importante más allá de quien gane en EEUU es en qué punto del ciclo estamos en cada lado. Si se encuentra en una parte baja del ciclo, aprovéchate de esa situación y, como nosotros al final cuando invertimos en una compañía no miramos el corto plazo, hemos invertido. Así que puede afectar una victoria de Trump, pero los resultados de Alibaba vienen por el consumo chino, no de la pata internacional, aunque es una división que crece rápido.

“EN TALGO TENEMOS UNA POSICIÓN DE ARBITRAJE PENSANDO QUE LA OFERTA TENDRÁ QUE SALIR”

“ALIBABA ESTÁ MUY BARATA, PERO VALE, EN EL PEOR DE LOS CASOS, 120 DÓLARES, Y LAS COMPRAS ENTRE 70 Y 80 DÓLARES”

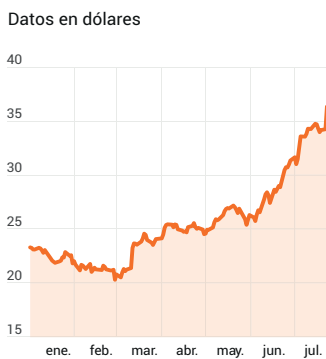
G. C.: De hecho, lo que nos gusta de Alibaba son los beneficios “deprimidos”, y lo pongo entre comillas porque están en máximos históricos prácticamente, en su división core, en la plataforma online china, donde tienen una cuota de mercado del 40-45%, en un momento macro complicado, a una valoración ridícula. Los inversores dicen que está a por 10 pero es incorrecto, porque estás asumiendo que pierde dinero con Aliexpress, la división internacional. Pero pierde dinero porque está invirtiendo mucho, y si dejara de invertir afloraría significativamente el beneficio. Así que no tiene mucha lógica asignar una valoración negativa a una compañía que genera 14.000 millones de dólares. En el momento en que China se normalice, más la solución de IA de la nube, la empresa cree que puede volver a crecer a doble dígito, y si esto repercute en beneficios, vamos a tener una compañía valorada a cinco veces beneficios que los inversores volverán a comprar por los dividendos y las recompras.

FIRMAS DE INFRAESTRUCTURAS

“Golar conseguirá alcanzar los 50 dólares”

Uno de los valores estrella en la cartera de *Sigma Internacional* es Golar, la firma de infraestructuras marinas de gas natural licuado, que acaba de firmar un acuerdo con el gobierno argentino que ha llevado a algunos analistas a valorar a la compañía en 55 dólares. “Esta operación es demasiado buena, es excepcional. Cuando vemos que puede lograr 400 millones durante 20 años... es más del doble de la capitalización que tiene ahora la compañía, para entender la relevancia del contrato. Milei ha incentivado la inversión para explotar Vaca Muerta, que es el segundo yacimiento probablemente más grande sin explotar, y va a ayudar a extraer gas que irá principalmente a Europa y Asia para combatir que el 50% del *mix* energético sigue siendo carbón. Y abre la puerta a nuevos contratos”, explica Gabriel Castro. José Ramón Boluda añade que, si se anuncia un cuarto proyecto, un precio de la

Sube un 54% en el año



Fuente: Bloomberg. elEconomista.es

acción de 40 dólares (desde los 35 actuales) sería razonable. “Ahora parece todo muy bonito, pero hubo momentos de duda sobre la capacidad de la compañía para acometer esos contratos. Hay que tener en cuenta que el desarrollo de una infraestructura de este tipo desde que se firma hasta que se pone en marcha, no pasan menos de tres o cuatro años. Y no hay aún infraestructuras para poner en marcha nuevos proyectos”, subraya. Para Castro, alcanzar los 50 dólares sería factible con esos nuevos contratos que “tenemos la sensación de que van a salir pronto. Lo único un poco *feo* de estos proyectos es que al final en este tipo de proyectos quien tiene la decisión final es el cliente, por mucho que tengas el *feeling* de que irá bien.”, resalta Castro, quien señala que en el fondo mixto Gamma, incluyen un bono de la compañía con un cupón del 7% con vencimiento en 2026.

COMPAÑÍAS DE VIDEOJUEGOS

“Embracer va a valer más con los spin off”

Dentro de las ideas de inversión de *Sigma Internacional*, las empresas de videojuegos ocupan un papel relevante, y entre ellas se encuentra la sueca Embracer, que después de unos años en los que creció a golpe de talonario, se encuentra en pleno proceso de reestructuración mediante la división en tres compañías distintas que cotizarán por separado: una dedicada a los juegos de mesa, otra a los videojuegos y una tercera a las grandes franquicias como *El señor de los anillos* o *Tomb Raider*. “El mercado ha exagerado su reacción en una compañía en la que se dudaba hasta de su viabilidad. Se puede criticar una estrategia demasiado agresiva en cuanto a crecimiento, pero seguimos con una posición importante en cartera, y raro sería que una vez realizados los *spin off* no fuese una parte importante igualmente”, apunta José Ramón Boluda, para quien la operación es una forma de destapar el va-

Pierde un 80% desde 2021



Fuente: Bloomberg. elEconomista.es

lor de sus negocios. “Es muy positivo para una compañía tan compleja. Serán tres unidades de negocio donde el accionariado las pondrá a un múltiplo más interesante que todas juntas., porque algunos prefieren la predecibilidad de la pata de juegos de mesa, que probablemente tenga un EV/Ebitda de 15 veces, mientras que otros apuestan por la parte digital”, subraya Gabriel Castro, para quien la compañía se benefició durante la pandemia del aumento de número de clientes, lo que llevó a una inflación de salarios muy importante. “Pero en la última reestructuración han limpiado su balance, reduciendo mucho el número de empleados y vendiendo unos activos que el mercado no esperaba que podría colocar a unos precios tan altos. Evidentemente no es la misma valoración de 2022, pero sigue teniendo un potencial bastante elevado, cercano al 100%”, subraya.

FIRMAS DE LITIGIOS

“Burford puede ganar el litigio por YPF”

Aunque *Sigma Internacional* cuenta en su cartera con grandes compañías, los gestores también incorporan firmas de pequeña y mediana capitalización en las que encuentran valor, como Westaim o Burford, un despacho de abogados que cotiza en Londres pero que tiene el 85% de su negocio en Estados Unidos. Obtener una parte importante del beneficio que obtienen sus clientes en sus pleitos con grandes corporaciones o en procesos de divorcio millonarios es su trabajo, como ocurre en el caso de accionistas minoritarios contra la nacionalización de YPF en Argentina, donde se juegan 16.000 millones de dólares. “Son capaces de comprar unos derechos sobre los beneficios de los litigios y trabajar durante varios años en los casos. Y las posibilidades de multiplicar el valor de los activos es muy grande, porque se compran a precios bajos. En el caso de YPF, donde llevan gastados 200 millo-

Cae un 13% en el año



Fuente: Bloomberg. elEconomista.es

nes, podrían multiplicar por 20 la inversión que realizaron”, explica José Ramón Boluda. En el caso de Westaim, es una firma norteamericana que capitaliza 400 millones de dólares. Se trata de una gestora de fondos de reestructuración que cuenta con un paquete accionario en una aseguradora y participa en otros negocios residuales, pero “la parte de la aseguradora justifica por sí sola la capitalización de la compañía, y estás comprando un negocio con crecimiento en activos bajo gestión importante y que cotiza a múltiplos realmente bajos”, señala Gabriel Castro, quien subraya que la caja neta de la firma cubre más de lo que vale la capitalización. “Los directivos son conscientes de ello y están haciendo recompras de acciones continuas. La gestora está montada para soportar 10.000 millones de patrimonio, pero hablan de llegar incluso a 20.000 millones”, apunta.

Distribuido para jlgonzalez@kreb.com * Este artículo no puede distribuirse sin el consentimiento expreso del dueño de los derechos de autor.