

Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el segundo trimestre de 2025 ha sido del +5,66% (Eurostoxx TR +2,66%, S&P TR +10,823%, Índice Global TR +2,75%), acumulando una rentabilidad desde constitución del fondo (abril 2021) del 68,64% (Eurostoxx TR +47,29%, S&P TR +55,12%, Índice Global TR +51,93%).

El segundo trimestre de 2025 estuvo marcado por la política comercial de la administración Trump, enfocada en imponer aranceles para aumentar la recaudación y financiar sus medidas de gasto público y reducción de impuestos. El mercado sufrió fuertes caídas al inicio del trimestre, pero se recuperó gracias a un tono más conciliador de Trump. Así, las bolsas estadounidenses han alcanzado nuevos máximos en el tercer trimestre, a pesar de que el arancel medio en EE.UU. pasó del 2% a alrededor del 20%. Este incremento significativo, probablemente impactará la inflación y la economía estadounidense en los próximos meses, a pesar de que los datos actuales no lo reflejen plenamente. Según Goldman Sachs, las empresas estadounidenses han absorbido el 65% de los aranceles, los exportadores el 14% y los consumidores solo el 27%. Sin embargo, se espera que, en la segunda mitad de 2025, las empresas trasladen aproximadamente el 70% de estos costes a los consumidores, aumentando los precios.

Pese a la incertidumbre económica y geopolítica, las bolsas estadounidenses siguen al alza, con valoraciones históricamente elevadas. ¿Cómo se explica? En nuestra opinión, dos factores clave lo explican: la evolución de los beneficios corporativos y la política fiscal y monetaria.

Muchos analistas se han centrado en los mensajes geopolíticos de Trump, subestimando un factor fundamental: la política fiscal. Inicialmente, Trump encargó a Elon Musk reducir el déficit público desde niveles insostenibles (>7%) hasta un 3% más razonable, lo que generó temores en el mercado, ya que un menor déficit implica menos estímulo económico. Mientras la política monetaria afecta al coste del dinero y la liquidez, la política fiscal, al inyectar recursos directamente a los ciudadanos, tiene un impacto más directo en la economía estadounidense. Sin embargo, las intenciones iniciales de Trump quedaron en palabras, y Musk, al sentirse utilizado, protagonizó una confrontación pública. Los políticos, con mandatos cortos, tienden a priorizar el gasto, dejando las consecuencias a sus sucesores. Reducir el déficit es impopular, ya que implica recortar ayudas y disminuye notablemente las probabilidades de ser reelegido. Una excepción notable es Javier Milei en Argentina, quien aplicó medidas de austeridad impopulares a corto plazo, priorizando beneficios a largo plazo.

Por otro lado, los beneficios corporativos han mostrado una sólida evolución. Aunque se esperaba un crecimiento del 3% en los beneficios del S&P 500 en el segundo trimestre, frente al 11,5% del primero, las empresas estadounidenses sorprendieron con un aumento del 12%, lideradas por el sector de la inteligencia artificial. En contraste, las empresas europeas reportaron una caída del 2%, aunque hay que señalar que las bolsas del Viejo Continente se mantienen fuertes, descontando los beneficios futuros de la nueva política económica alemana. Destaca el rendimiento del índice español, que ha superado al Nasdaq desde el COVID, impulsado por la fuerte ponderación del sector bancario. Los bancos españoles se han beneficiado de un entorno de tipos de interés elevados, el crecimiento demográfico y valoraciones iniciales muy deprimidas.

Destacados del trimestre

Golar (contribución en el trimestre: +0,35%):

Golar formalizó su acuerdo con Argentina, un secreto a voces, para suministrar dos unidades de licuefacción flotante (FLNG), Hilli y MK2, destinadas a monetizar las reservas de gas de Vaca Muerta, el segundo mayor yacimiento onshore del mundo. Estos contratos, que iniciarán operaciones en 2028, incrementan la cartera de pedidos de Golar en 13.700 millones de dólares, proporcionando alta visibilidad sobre el flujo de caja libre futuro. Los contratos incluyen cláusulas favorables, como la indexación de tarifas a la inflación estadounidense a partir del quinto año y un charter variable que

generará 100 millones de dólares adicionales por cada dólar que SESA venda por encima de los 8 dólares por unidad de gas. Cabe destacar que Hilli ha sido el único FLNG en el mundo que ha completado 137 cargamentos, exportando más de 9.5 millones de toneladas de LNG desde Camerún.

Además, Golar emitió un bono convertible de 575 millones de dólares, una decisión estratégica por sus condiciones favorables (cupón del 2,75% y prima del 40% hasta el strike). Esta emisión permitió recomprar 2.5 millones de acciones, reduciendo la posible dilución, y otorga a la compañía gran flexibilidad financiera. Actualmente, Golar enfrenta un periodo de alto capex, con solo Gimi generando FCF la mayor parte de 2026 y 2027. Sin embargo, sus ambiciosos planes de crecimiento requerirán financiamiento adicional, y esta emisión es una forma eficiente de captar capital con una prima atractiva.

Estimamos que Golar vale 65 dólares por acción en 2028, una vez que los barcos estén operativos y generando beneficios. No obstante, creemos que Golar continuará construyendo FLNG y asegurando nuevos contratos en el próximo año, lo que aumentaría su precio objetivo entre 15 y 20 dólares por acción.

Alibaba (contribución en el trimestre: -1,18%):

En el trimestre, Alibaba corrigió parte de las alzas registradas en los primeros meses del año. Inicialmente, los aranceles impuestos por Trump afectaron especialmente a las empresas chinas, tras la respuesta de China con aranceles recíprocos que intensificaron las tensiones comerciales. Sin embargo, durante el trimestre, las relaciones entre ambos países mejoraron, y mientras otras empresas chinas repuntaban en el mercado, Alibaba, JD y Meituan se quedaron rezagadas. La causa no fue las políticas estadounidenses, sino el aumento de las inversiones en el comercio electrónico en China, que intensificó la competencia y presionó los márgenes. El mercado temía que esta competencia extrema deprimiera los márgenes a largo plazo, como reflejaron las caídas de beneficios de JD (-49%) y Meituan (-85%) en el segundo trimestre.

A pesar de esto, Alibaba reportó sólidos resultados impulsados por su negocio de Cloud y su división internacional. El segmento de Cloud mostró un fuerte crecimiento, con el área de inteligencia artificial creciendo a tres dígitos, mientras que el negocio internacional alcanzó breakeven dos trimestres antes de lo previsto. Sin embargo, lo más sorprendente de los resultados fueron los comentarios sobre el segmento de comercio en China. Alibaba anunció que las inversiones en comercio instantáneo en China ampliarían significativamente el tamaño del mercado y les permitirían mantener un alto crecimiento en este segmento. El equipo directivo señaló que el próximo trimestre marcaría el pico de estas inversiones, que posteriormente se reducirían a la mitad gracias a mejoras en eficiencia. Estas noticias generaron optimismo entre los inversores, impulsando una revalorización del 13% en un solo día, acercando a Alibaba a sus máximos anuales y acumulando una revalorización superior al 60% al incluir los dividendos.

Nagacorp (contribución en el trimestre: -0.14%):

Nagacorp sufrió un fuerte impacto al inicio del trimestre debido a los elevados aranceles impuestos por la administración Trump a Camboya, así como por enfrentamientos fronterizos con Tailandia que afectaron negativamente su cotización. No obstante, tras extensas negociaciones, Trump redujo significativamente los aranceles y se resolvió el conflicto con Tailandia, lo que permitió al mercado volver a centrarse en los fundamentales de la compañía. Así, durante el mes de agosto, Nagacorp registró los mejores resultados desde el inicio de la pandemia, cerrando el mes con una revalorización del 86% en el año. La empresa alcanzó un crecimiento del 70% en beneficios, superando ampliamente las expectativas del consenso, y reinstauró el pago de dividendos.

A pesar de la debilidad del consumidor chino, que retrasó la materialización de nuestra tesis de inversión, siempre confiamos en que era cuestión de tiempo para que se reflejara el potencial de la compañía. Nuestra confianza se basa en las ventajas competitivas únicas de Nagacorp, que le permiten alcanzar márgenes EBITDA del 58% y márgenes netos de beneficios del 43,5%. La posición monopolística, la relación con el gobierno, el régimen de impuestos bajos y la excelente

gestión y trato al minoritario por parte del grupo familiar Chen son características difíciles de encontrar en otras compañías, especialmente a los múltiplos a los que cotiza Naga. Tras mantener conversaciones con el equipo directivo, seguimos siendo muy optimistas respecto al futuro de la compañía y esperamos que el buen momento del primer semestre continúe en los resultados anuales. Actualmente, la acción ha recuperado el 65% de los beneficios previos a la pandemia, mientras que su acción sigue cotizando un 65% por debajo de los máximos de 2019.

Zegona (contribución en el trimestre: +0.19%):

En julio, la compañía presentó sus primeros resultados tras la adquisición de Vodafone España en mayo de 2024. Curiosamente, reportó cinco trimestres. Los resultados reflejan un cambio radical desde que Zegona asumió el control: la tendencia de pérdida de clientes que Vodafone arrastraba durante años se ha revertido, y el EBITDA y el FCF han crecido significativamente gracias a la reducción de plantilla, las inversiones y las mejoras en eficiencia. Tomando como referencia el primer trimestre de 2026, la compañía podría generar un FCF superior a 500 millones de euros.

Más allá de los resultados, en lo que llevamos del tercer trimestre destacan los anuncios sobre la refinanciación de la deuda y la venta de una participación en Fibreco con MasOrange. Estas decisiones son fundamentales en la tesis de inversión de Zegona, ya que la refinanciación reduce los intereses y elimina covenants restrictivos que limitaban el pago de dividendos sin previa reducción de deuda. Con los 1,400 millones obtenidos de la venta y el dividendo de la Fibreco, Zegona distribuirá un dividendo que cancelará las acciones preferentes de Vodafone, reduciendo las acciones en circulación en un 70%. Para ello, la empresa ha convocado una junta extraordinaria el 24 de septiembre, que sentará las bases para un reparto de dividendos a principios de 2026.

Finalmente, esperamos que en septiembre Zegona anuncie la venta de otra participación en la Fibreco con Telefónica, con la que podría generar aproximadamente 300 millones de euros.

Agradecemos a los 1.954 partícipes la confianza depositada en el fondo.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC

Aviso Legal

El contenido del presente documento ha sido elaborado por Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. y se suministra solo con fines informativos. Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. es una entidad domiciliada en España (Goya 11, 28001 Madrid), sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C/ Edison, 4 Madrid), en cuyo Registro de Sociedades Gestoras de IICs se encuentra inscrita con el número 185. El documento ha sido elaborado en base a la información disponible en el momento de generación del mismo, habiendo llevado a cabo sus mejores esfuerzos para asegurar que la información contenida se encuentre actualizada, resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, la situación actual de la cartera del vehículo podrá diferir a la recogida en el mismo, tanto por cambios en las circunstancias de mercado, como por las decisiones de inversión adoptadas, de acuerdo con las limitaciones legales y contractualmente aplicables. Singular Bank no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia de este informe. – Estos datos tienen finalidad informativa y no deben interpretarse en ningún caso como una recomendación de compra o venta, o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base de ningún tipo de decisión sobre inversiones actuales o futuras. En todo caso, la entidad no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor como consecuencia de las operaciones que formalice teniendo en cuenta dicha información. – Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. no se hace responsable de las posibles limitaciones legales derivadas, entre otras cosas, de la nacionalidad o residencia del inversor. El tratamiento fiscal aplicable depende de las circunstancias individuales de cada inversor, pudiendo cambiar en el futuro. Se advierte expresamente que el presente documento no incluye recomendaciones fiscales, legales o contables de ningún tipo. – Le informamos que rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras. Tenga en cuenta que toda inversión conlleva riesgos, incluido el riesgo de ausencia de rentabilidad, pérdida del capital invertido y/o el riesgo de tipo de cambio para los productos denominados en divisa distinta del EUR. – Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros o de los servicios de inversión referidos en el presente documento, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos más comunes, una disminución en dichos resultados brutos, que podrá ser mayor o menos dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate. – Sin perjuicio del cumplimiento por Singular de las condiciones establecidas en la normativa pertinente sobre servicios, operaciones y productos de inversión, llamamos la atención de los destinatarios y de los receptores probables del presente documento a que su contenido y forma no ha estado sujeta a verificación previa y/o aprobación o registro por ninguna autoridad financiera. En caso de que lo hubiera estado, así como cualquier referencia a dicha autoridad supervisora en el presente documento, no debe entenderse como una indicación acerca del respaldo o aprobación por dicha autoridad a los servicios, operaciones y productos objeto del presente documento. Tenga presente que Singular, se reserva el derecho de modificar la gama de servicios, productos y precios en cualquier momento, sin previo aviso y que toda la información y opiniones expresas en el presente documento están sujetas a modificaciones. – Adicionalmente, se señala que este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en Instituciones de Inversión Colectiva debe consultar su documentación legal, incluyendo el último Folleto Informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico. Dicha información legal estará a su disposición en la sede de la gestora y/o en su página web. Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de cualquier forma o medio o redistribuida sin el previo consentimiento por escrito de Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.