

La revalorización de Sigma Internacional en el segundo trimestre de 2026 ha sido del +4,5% (Eurostoxx TR 15,2%, S&P TR 15,1%, Índice Global TR +14,6%), acumulando una rentabilidad desde la constitución del fondo (abril 2021) del +98,8% (Eurostoxx TR +79,6%, S&P TR +89,1%, Índice Global TR +86,3%).

Las bolsas occidentales registraron excelentes rentabilidades en el segundo trimestre. La evolución de los beneficios empresariales y el optimismo respecto al desarrollo de la inteligencia artificial se impusieron a la subida de la inflación y de los tipos de interés, llevando al mercado a nuevos máximos históricos.

Como hemos visto en ocasiones anteriores, nuestra cartera tiende a quedarse rezagada durante los períodos de mercado en auge. Cuando el mercado experimenta fuertes ascensos, estos suelen deberse a los valores líderes, es decir, las 10 principales posiciones que, en conjunto, representan casi el 40% del S&P 500. En estas circunstancias, nuestras acciones suelen quedarse atrás, ya que los inversores se concentran en las grandes compañías y dejan de lado nuestras empresas. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en julio, cuando Sigma Internacional registró una subida del 8,3%, mientras el mercado corregía. Esta descorrelación es una característica inherente de nuestra forma de invertir y de la estructura actual del mercado. Fue la principal razón por la que logramos una rentabilidad del 15,5% en 2022, a pesar de las fuertes caídas del mercado, y esperamos que continúe aportando buenos resultados en el futuro, una vez que se enfríe el entusiasmo por la IA.

Al cierre de agosto, el fondo registró nuevos máximos históricos, logrando una rentabilidad superior al 21% en el año y un 15,7% anualizado desde su inicio, batiendo ampliamente al índice de referencia.

Destacados del trimestre:

Kinépolis (contribución en el trimestre: +1,3%)

El grupo belga opera 122 complejos cinematográficos en Europa y Norteamérica, con alrededor de 1.332 pantallas y más de 200.000 butacas. La empresa, controlada por una familia, prioriza la experiencia del usuario y, al mismo tiempo, mantiene un control riguroso de los costes. Desde 2008 aplican una política cuyo objetivo es mantener los beneficios cada año, pese a contar con un 5% menos de visitantes. Esta estrategia les ha permitido destacar en el mercado y obtener los márgenes más altos del sector. Por ejemplo, en 2018, Kinépolis adquirió 44 cines en Canadá, que generaban 15 millones de EBITDAaL, mientras que, el año pasado, con casi un 30% menos de visitantes, lograron 37 millones de EBITDAaL. Esta estrategia impulsó los beneficios de la compañía a máximos históricos en 2023, pese a una caída del 20% en el número de visitantes respecto a 2019.

A pesar de ser uno de los mejores operadores del mercado, la compañía cotizaba a precios no vistos desde la pandemia debido a una narrativa que, a nuestro modo de ver, no reflejaba la realidad del negocio. El mercado pensaba que el streaming acabaría con el negocio del cine, sin embargo, nosotros teníamos una visión diferente. Era evidente que el negocio había cambiado a raíz de la pandemia, pero el streaming ya era muy popular antes de 2020. De hecho, entre 2014 y 2019, las acciones de Netflix subieron más del 400%, reflejando el éxito del streaming. Sin embargo, Kinépolis también registró subidas superiores al 200%, lo que demuestra que el streaming no reemplaza al cine, sino que lo complementa. Tras un análisis exhaustivo, encontramos un factor clave que cambió antes y después de la pandemia y que justificaba el mal comportamiento de los cines desde entonces: la estrategia de los grandes estudios. Los denominados 'Big Five' —Disney, Warner Bros, Universal, Sony y Paramount— pivotaron su enfoque hacia el streaming alrededor de 2020, cuando el mercado valoraba principalmente el número de usuarios de plataformas digitales. En 2021, Warner Bros anunció que lanzaría todas sus películas simultáneamente en cines y en streaming. Sin embargo, en 2022, la realidad cambió. Con el aumento de los tipos de interés, el mercado volvió a centrar su atención en la rentabilidad. En ese momento quedó claro que producir películas con presupuestos millonarios no era rentable si dependían únicamente de los ingresos del streaming. Por ello, los grandes estudios retomaron el modelo tradicional, priorizando los estrenos en cines para generar beneficios y recuperaron la ventana exclusiva en salas, en un estilo similar al de la era VHS/DVD. Además, compañías como Amazon, Apple e incluso Netflix también adoptaron este enfoque.

Antes de la pandemia, aproximadamente 95 películas se estrenaban cada año a nivel mundial, excluyendo las regionales, mientras que el año pasado solo se estrenaron 65. Esto es importante porque menos películas reducen las probabilidades de

éxito en taquilla. Los estudios de Hollywood habían decidido volver a los cines en 2022/2023, pero la producción de una película lleva de 2,5 a 3 años, y además ocurrió una huelga en Hollywood durante ese período. Sin embargo, 2026 parecía muy diferente, con entre 80 y 85 estrenos, incluyendo títulos como Michael Jackson, Toy Story 5, Super Mario y Project Hail Mary, además de blockbusters muy esperados como Spider-Man, Avengers y Dune.

Estas tesis de inversión suelen ser las más rentables y satisfactorias. Identificamos un buen negocio que cumple con nuestras características: alta calidad, gestión excepcional, alineación con el accionista y un balance sólido. En ese momento, atraviesa una debilidad temporal que el mercado considera estructural. Después de invertir mucho tiempo en formar una opinión propia, distinta a la del mercado, a través de viajes y extensas conversaciones con expertos y trabajadores del sector, identificamos los posibles catalizadores que harán que el mercado comparta nuestra perspectiva. Así, tomamos posición entre 6 y 12 meses antes y nos beneficiamos de la aceleración del beneficio, así como del cambio de sentimiento, que se refleja en un múltiplo más alto.

En este caso, Kinépolis reportó en el primer semestre sus mejores resultados de la historia, con un crecimiento del 280% en beneficios gracias al apalancamiento operativo y al control de costes. Sin embargo, esperamos una segunda mitad del año aún mejor, impulsada por la estacionalidad, con más festivales, y el lanzamiento de grandes títulos como Spider-Man, La Odisea, Dune y Los Vengadores. De hecho, recientemente, en agosto, los principales mercados de Kinépolis—EE.UU., Canadá y Francia—registraron su mejor taquilla del año, superando ampliamente los niveles prepandemia. En Francia, se alcanzó la mayor asistencia al cine desde que hay registros. Estas cifras refuerzan nuestra tesis de inversión: el problema del cine no era el streaming, sino la falta de una buena oferta debido a decisiones estratégicas erróneas de los estudios, que empezaron a revertirse hace años, pero cuyos efectos aún no se habían reflejado.

Asmodee (contribución en el trimestre: +1,3%)

La compañía europea líder en la distribución y desarrollo de juegos de mesa y de cartas (TCG) ha continuado superando las expectativas, especialmente gracias a un gran desempeño en este último segmento. El mercado de juegos de cartas experimenta un “superciclo” especial, impulsado por títulos como Pokémon y Magic: The Gathering, que siguen impulsando el crecimiento de esta afición. Esto ha extendido el ciclo típico de 3 años, gracias a la creciente tendencia al coleccionismo.

El mercado tenía dudas sobre dos aspectos específicos que impedían un re-rating de la valoración de la acción: 1) el regreso a una actividad más recurrente en M&A y 2) las ventas frágiles de sus propios juegos en Estados Unidos.

Asmodee anunció en el primer trimestre la compra de ATM Gaming, lo que confirma su estrategia de ampliar su catálogo de juegos de mesa casuales. Esta adquisición representa su primera gran compra desde su salida a bolsa y reactiva un vector de crecimiento a futuro muy positivo para la empresa.

El año pasado, la compañía enfrentó dificultades debido a un mercado estadounidense débil, provocado por los aranceles impuestos por Donald Trump, que generaron pesimismo entre los grandes retailers estadounidenses y los llevaron a reducir sus pedidos. Sin embargo, según una de nuestras conversaciones con el CEO de Asmodee, este problema ya se había resuelto y, además, recibirían una devolución de los aranceles del año anterior.

Tras observar una mejoría en las ventas de juegos de cartas, la reactivación satisfactoria del M&A y la resolución de los problemas en EEUU, decidimos incrementar nuestra posición. Sin embargo, tras los últimos resultados y la fuerte revalorización de la compañía, hemos comenzado a reducirla, aunque seguimos manteniendo una fuerte convicción a largo plazo. Las acciones de Asmodee han subido más de un 50% en el año.

Nagacorp (contribución en el trimestre: -0,15%)

La compañía camboyana publicó en el primer trimestre sus mejores resultados desde la pandemia. Sin embargo, en el segundo trimestre, los beneficios disminuyeron debido a la guerra en Oriente Medio. La subida de precios y la escasez de combustible provocaron la cancelación de vuelos y tuvieron efectos negativos en la región, afectando la recuperación del negocio. Además, la coincidencia de los partidos del Mundial con las horas de juego, junto con las noticias negativas de que el gobierno de

Camboya intensificó las redadas policiales, cerró más de 700 centros de ciberestafas y deportó a decenas de miles de extranjeros, también influyó en los resultados.

Nagacorp es una de las pocas tesis de inversión que aún no han funcionado desde que empezamos a tomar posición en torno a 7 HKD por acción a mediados de 2021, sin embargo, mantenemos una fuerte convicción en las perspectivas futuras. En este período, hemos podido evaluar la calidad del negocio y del equipo directivo no solo a través de sus resultados, sino también visitando sus instalaciones y comprendiendo mejor el potencial del país. Las dos guerras y la vulnerabilidad del consumidor chino han sido factores clave que han retrasado el reconocimiento de valor por parte del mercado. Aunque el negocio ha reportado buenos resultados y una recuperación gradual, Nagacorp cotiza a niveles muy deprimidos, con una valoración por debajo de 4 veces FCF, en mínimos históricos. Gracias a su ubicación en la capital de Camboya, su crecimiento estructural, y los mejores márgenes del sector (57% EBITDA y 44% beneficio neto) por su concesión exclusiva hasta 2040, junto a una familia de control alineada con el inversor minoritario, esperamos que el mercado reconozca la calidad y singularidad del negocio, permitiendo que vuelva a cotizar a múltiplos normalizados (10-12x EBITDA).

Tras los resultados, hemos incrementado nuestra posición porque consideramos que la debilidad del segundo trimestre es temporal. Creemos que, más pronto que tarde, se reanudará la recuperación, ya que los factores estructurales de crecimiento persisten.

Alibaba (contribución en el trimestre: -0,98%)

A finales de 2023, convertimos Alibaba en una de las principales posiciones del fondo, con un peso superior al 6% a precios entre 70 y 80 dólares. Mantuvo ese peso hasta mediados de 2025, cuando lo redujimos ligeramente. Sin embargo, seguía siendo una inversión significativa, ya que su valoración ofrecía un amplio margen de seguridad. La compañía entraba en una fase de inversión que el mercado, en general, no favorece, y quizás deberíamos haber reducido más. Sin embargo, es fácil juzgar con perspectiva al ver cómo se ha comportado la acción. Dicho esto, actualmente hemos vuelto a posicionar a Alibaba entre nuestras principales posiciones y estamos convencidos de que hemos alcanzado un punto de inflexión.

Entendemos la tesis de Alibaba en dos fases. En 2023, la compañía cotizaba barata y era fácilmente identificable por su múltiplo. Con un precio inferior a 10 veces los beneficios reportados, sin considerar las inversiones financieras ni la caja, mientras que sus pares estadounidenses cotizaban a 20 o 30 veces beneficios, era claro para cualquier inversor que su valoración era atractiva. En las cartas trimestrales del segundo, tercer y cuarto trimestre, profundizamos en esta tesis. Entonces, factores como la situación macroeconómica en China, las políticas de Xi, la aparente disrupción de Pinduoduo (conocida en Europa como Temu) y la debilidad de su segmento de cloud eran los motivos por los que la cotización estaba tan deprimida. Como es habitual, tras un riguroso análisis, teníamos una visión contraria. En primer lugar, nuestro análisis no sugería que el éxito de Pinduoduo fuera una amenaza para las plataformas de comercio electrónico de Alibaba, Taobao y Tmall, sino que era simplemente un reflejo de la debilidad del consumidor chino, ya que PDD se posicionaba en un segmento mucho más low cost. Por otro lado, habíamos detectado un cambio radical en las políticas de Xi, quien parecía haberse dado cuenta de que se había excedido y había tendido la mano a las principales empresas chinas y estaba implementando medidas para reactivar la economía. Finalmente, la razón por la que el segmento de Cloud no podía competir con el crecimiento estadounidense no era la calidad, sino la baja inversión en digitalización por parte de las empresas chinas, que atravesaban dificultades económicas.

Asimismo, el nuevo equipo directivo de Alibaba era consciente de la situación y había puesto en marcha cambios estratégicos destinados a que la compañía retomara un fuerte crecimiento, mientras ejecutaba un plan agresivo de recompra de acciones.

Unos meses después, el mercado empezó a tener una visión similar a la nuestra y, con su respectiva volatilidad, las acciones alcanzaron los 200\$ a finales de 2025. La economía china todavía estaba débil, pero había mejorado considerablemente gracias a los estímulos fiscales y monetarios implementados por el gobierno. Más importante aún, Alibaba demostró que su negocio estaba en plena forma, recuperando el crecimiento de doble dígito, con su plataforma de comercio electrónico en China creciendo cerca del 10% y su división de cloud computing acelerándose gradualmente. A pesar de la fuerte subida, la compañía cotizaba a poco más de 15 veces beneficios, por lo que el potencial seguía siendo relevante.

No obstante, en ese momento la empresa adoptó una decisión estratégica que ha sido la principal causa de su debilidad desde entonces y ha eclipsado el impresionante crecimiento de su división de cloud. A mediados de 2025, Alibaba optó por lanzar un servicio de entregas ultrarrápidas de 30 a 60 minutos, llamado Instashopping, y además entró en el mercado de entregas de comida. Para posicionarse, Alibaba subsidió masivamente los costes de envío y ofreció cupones de descuento, lo que provocó una reducción del 60% en sus beneficios. De esta manera, las plataformas de comercio electrónico Taobao y Tmall, la división principal del negocio, experimentaron una caída de los márgenes del 43% al 8% en el momento de mayor inversión. Hay que enfatizar que esta división siempre ha tenido márgenes que oscilaban entre el 40% y el 45%, incluso en los momentos de mayor debilidad macroeconómica de China.

Esta es la razón por la que puede parecer que Alibaba no está barata a simple vista. A pesar de la fuerte corrección en su cotización, la empresa cotiza a 25 veces sus beneficios de los últimos 12 meses. Sin embargo, estos datos no reflejan plenamente su situación actual, ya que recogen la extraordinaria inversión que la compañía está realizando para lograr un posicionamiento único en el mercado. Sin embargo, Alibaba ha informado que este año planea reducir sus pérdidas a la mitad y que para el año fiscal 2029, es decir, 2028 según nuestro calendario, esperan obtener beneficios en la división de instashopping.

Es decir, la compañía está en un punto de inflexión en el que debería empezar a reportar crecimientos significativos en los beneficios a partir del próximo trimestre. Mientras tanto, la división de inteligencia artificial de Alibaba está creciendo a tasas de triple dígito, gracias a su excelente posicionamiento en IaaS/PaaS/MaaS, que le permite liderar el mercado con una cuota de mercado del 40%. En esta división, esperan multiplicar por cinco los ingresos y duplicar los márgenes hasta alcanzar el 20% en los próximos años, impulsados por la expansión de los agentes autónomos. Además, Alibaba está bien preparada para autoabastecerse mediante su empresa de chips, T-HEAD, que vende el 60% de su producción a terceros.

En definitiva, esperamos que la compañía experimente un crecimiento sustancial en los próximos trimestres y supere los beneficios récord de 2025 para 2027, gracias a sus dos divisiones principales: cloud y comercio electrónico. Este último especialmente a medida que disminuyan los subsidios en instashopping. Nuestra valoración de Alibaba indica un precio objetivo más del doble del precio actual, ofreciendo un amplio margen de seguridad.

Agradecemos a los más de 5.700 coinversores la confianza depositada en el fondo.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC

Aviso Legal

Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el folleto y documento de datos fundamentales para el inversor del fondo antes de tomar una decisión final de inversión. 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.