Estimado partícipe,

Durante el primer trimestre de 2025, la rentabilidad del fondo ha sido del +3.25%, acumulando un retorno desde constitución (abril 2021) del +25.64%.

El Banco Central Europeo redujo los tipos de interés por séptima vez hasta el 2.25%. La inflación sigue su tendencia a la baja y las principales economías europeas están reportando crecimientos débiles. Según las últimas previsiones, Alemania crecerá tan sólo un 0.2% en 2025, mientras que Francia un 0.7%, Italia un 0.6% y únicamente destaca España, que se espera que crezca entre el 2.4% y el 2.8%. De esta manera, los principales bancos de inversión creen que los tipos de interés seguirán bajando hasta el 1.5% a finales de año. Sin embargo, al contrario de lo que cabría esperar, los bonos gubernamentales y de alta calidad crediticia han experimentado correcciones durante el primer trimestre. En principio, estas caídas son contraintuitivas, ya que las bajadas de tipos de interés tienen un efecto positivo en el precio de los bonos. Sin embargo, el motivo de dicha divergencia se encuentra en el histórico plan de estímulo alemán. Con el fin de reactivar su economía, la principal potencia europea anunció grandes inversiones en defensa y la creación de un fondo de infraestructura de 500.000 millones para los próximos 10 años. Este movimiento ha provocado que los bonos de larga duración corrijan, al descontar un escenario de mayor inflación y crecimiento económico a futuro.

A pesar de la debilidad de los bonos, tal y como ha ocurrido otras veces, Gamma Global se ha desmarcado de los fondos comparables y ha cerrado el trimestre subiendo un 3.25% frente al -0.5% de la categoría Morningstar. En Gamma Global invertimos aplicando una filosofía de Value Investing, por lo que el rendimiento del fondo lo determinan en mayor medida el comportamiento de los negocios que tenemos en cartera. Esta metodología es diferente de la mayoría de los fondos de renta fija, que se centran en duración y tipos de interés. Somos conscientes de la dificultad de estimar la inflación y el crecimiento de la economía, por lo que nos centramos en seleccionar negocios de calidad con balances sólidos que nos ofrezcan un buen rendimiento a vencimiento.

Los mercados de crédito han estado muy tranquilos desde el inicio de 2023, cuando varios bancos estadounidenses y Credit Suisse quebraron. La mayor parte de los emisores han aprovechado este entorno benévolo para mejorar su balance y extender sus vencimientos. De hecho, el fondo acumula 14 meses seguidos de rendimientos positivos y un drawdown inferior al 0.6%. Sin embargo, las agresivas políticas arancelarias de Trump han puesto fin a este periodo de calma. A fecha de 17 de abril, el fondo retrocede un 1.49% en lo que llevamos de segundo trimestre, manteniendo un rendimiento positivo del 1.71% en lo que llevamos de año.

Hay que señalar que las correcciones están en línea con otras caídas que hemos experimentado desde el inicio del fondo. Incluyendo la actual, ha habido cinco correcciones entre el 2.5% y el 3.5% desde que iniciamos el fondo (abril 2021). En todas ellas, en primera instancia, nuestros bonos han caído en línea con el mercado. En momentos de pánico, los inversores buscan liquidez a toda costa, vendiendo de manera indiscriminada todos los activos sin reparar en la calidad de los negocios. Sin embargo, unas semanas después, cuando el ruido se desvanece, los inversores empiezan a comprar aquellos activos que ofrecen una buena rentabilidad con un riesgo reducido. De esta manera, el mercado pone su atención en nuestros bonos, que ofrecen buenos rendimientos con vencimientos cortos.

Tras revisar la cartera, podemos afirmar que ninguna de las compañías que tenemos se ven afectadas significativamente por la nueva política arancelaria. Las correcciones en los precios de los bonos se deben a un movimiento generalizado de mercado y no tienen su fundamento en problemas específicos de nuestras empresas.

Actualmente tenemos el 85% del fondo invertido en renta fija con una rentabilidad esperada superior al 7.5% en euros y una duración efectiva de 2.36 años, o alrededor de 3.5 años si entendemos la duración como número de años a vencimiento. Sin embargo, hay que destacar que la mayoría de nuestras emisiones nos las recompran entre 6 meses y 1.5 años antes de vencimiento, lo que reduce el tiempo a vencimiento real de la cartera.

A pesar de los vaivenes del mercado, somos muy optimistas sobre el comportamiento futuro de Gamma Global y estamos convencidos de que seguiremos cumpliendo con el objetivo de superar en 300 básicos a la inflación, tratando de evitar los periodos negativos. A cierre de 17 de abril, el fondo acumula un retorno anualizado del 5.5% desde el inicio (abril 2021), sin experimentar ningún año en negativo.

En general, para invertir en renta variable hay que tener una visión optimista de la economía y los negocios, ya que los beneficios son el principal conductor de las cotizaciones. Los accionistas necesitan que el mercado esté positivo y que los beneficios crezcan para generar plusvalías. Sin embargo, los acreedores tienen que adoptar una actitud pesimista, ya que los beneficios se limitan a los cupones y posible apreciación de los bonos, si se compran con descuento. Como acreedores hacemos el mismo análisis que como accionistas, pero ponemos mayor énfasis en los escenarios negativos con el fin de estimar la recuperación en caso de quiebra. Hay que reconocer que los acontecimientos tan excepcionales y seguidos como la pandemia, la guerra, el rápido incremento de los tipos de interés y los conflictos geopolíticos han sido de gran ayuda a la hora de componer la cartera. En épocas de exuberancia, las empresas toman excesivos riesgos y ponen en peligro a los acreedores, sin embargo, debido a los eventos anteriormente mencionados, las empresas se han visto obligadas a adoptar una actitud más cauta y priorizar la solidez del balance al crecimiento.

Movimientos de la cartera:

Cerramos el mes de marzo con una exposición del 5.9% a renta variable y 86.2% a renta fija. Durante las fuertes caídas del mes de abril hemos sido oportunistas, incorporando selectivamente acciones que creemos que tienen un alto potencial ajustado al riesgo. Así, hemos comprado Golar y Basic Fit y hemos incrementado nuestro peso en Grifols y Asmodee. Estos negocios defensivos han caído en línea con el mercado, cuando deberían de haberse comportado significativamente mejor. A pesar de las compras, seguimos manteniendo una exposición limitada a renta variable (7.5%). Nos mantendremos flexibles con la exposición a renta variable, manteniendo el grueso de la cartera en renta fija.

Destacados del trimestre:

Kistos Energy vencimiento 11/2027 (contribución en el trimestre: +0.5%):

El bono de Kistos Energy, anteriormente Mime Petroleum, se ha revalorizado considerablemente en el trimestre. Los inversores eran excesivamente escépticos sobre el proyecto que está desarrollando la compañía de la mano de Var Energi en Noruega, y los avances de este trimestre han marcado un punto de inflexión en el sentimiento de los acreedores. El proyecto consiste en reconvertir un FPSO (Jotun) y que entrará en funcionamiento cerca del FPSO actual (Baldel) para incrementar significativamente la producción. Sin embargo, los innumerables retrasos y el fuerte aumento de los costes llevaron al anterior accionista a abandonar el proyecto. Así, en 2023, Kistos adquirió la participación y reestructuró los bonos. No obstante, la entrada de Kistos no cambiaba la suerte del proyecto y a mediados de 2024 se anunciaban más retrasos y un aumento del presupuesto. Hay que tener en cuenta que el proyecto estaba presupuestado en 20bn NOK en 2019 y finalmente terminará costando más del doble. De esta manera, los bonistas perdieron la fe y el bono cotizaba a un precio cercano a su valor de liquidación. A finales de agosto del año pasado, después del último retraso, empezamos a tomar una participación significativa a un precio cercano a 75, ya que estábamos comprando prácticamente a precio de liquidación, por lo que el riesgo era muy limitado. Unos pocos meses después, el mercado nos ha dado la razón y el bono cotiza actualmente en 92. El FPSO ha sido completado sin más retrasos

y en estos momentos se encuentra cerca del campo petrolífero donde se espera que empiece a producir a final del segundo trimestre. Seguimos muy positivos en el valor y esperamos que la compañía refinancie el bono a finales de este año, lo que implicará que el bono se amortice a par.

Asmodee vencimiento 12/2029 (contribución en el trimestre: -0.01%), acciones Embracer (contribución en el trimestre: +0.15%):

La compañía de juegos de mesa y cartas es una histórica en nuestra cartera, pero hasta ahora estaba consolidada dentro del grupo Embracer. Tras la spin-off en febrero, las acciones de Embracer y Asmodee experimentaron fuertes revalorizaciones, lo que nos permitió vender las acciones de Embracer y mantener Asmodee, la cual creemos que tiene unas perspectivas muy positivas gracias en parte al éxito que está cosechando el juego de cartas de Pokémon, donde Asmodee es el distribuidor oficial. Además, Asmodee realizó una emisión de bonos el pasado diciembre por valor de 940 millones de euros que incorporamos en Gamma Global, ya que su perfil de generación de caja y su balance son muy robustos. Hay que tener en cuenta que Embracer había anunciado que inyectaría 400 millones extra tras vender Easybrain por 1.200. Este movimiento sirve para reducir significativamente la posición de deuda. Así, este trimestre se ha materializado la transacción y Asmodee ha reducido 300 millones de los 940 de emisión, reduciendo el apalancamiento de 5.5x a 3x. Este movimiento ha provocado que la agencia de rating S&P Global subiera el rating de la compañía de "B" a "BB-".

Gamma Global ya cuenta con 2.387 partícipes a cierre del primer trimestre, subiendo 1.160 desde final de 2024. Nos enorgullece saber que cada día más participes comparten la filosofía de inversión del fondo.

Muchas gracias por su confianza.

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 II, 2800I 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 I85. 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.