

Estimado partícipe,

Durante el primer trimestre de 2026, Gamma Global obtuvo una rentabilidad del 2,6%, acumulando desde su lanzamiento (abril de 2021) un retorno del 35,6%.

El inicio de 2026 ha sido complicado para los mercados financieros, en particular para la renta fija. Los principales índices bursátiles retrocedieron ligeramente en los primeros tres meses del año, pero esa tendencia fue breve, ya que la mayoría de los mercados recuperaron sus máximos entre abril y mayo, impulsados por empresas vinculadas a la inteligencia artificial. Sin embargo, la renta fija no ha acompañado el ritmo de las bolsas y continúa débil este año, con el bono americano a 30 años claramente por encima del 5% y el bono a 10 años con una rentabilidad superior al 4,5%.

El año empezó con importantes caídas en las empresas SaaS (software como servicio). Los avances en el modelo Claude, desarrollado por la estadounidense Anthropic, representan una amenaza para los modelos de negocio de muchas compañías de software, que históricamente han sido valoradas con múltiplos elevados debido a la fortaleza y sostenibilidad de sus negocios. Empresas líderes en sus sectores, todas ellas con la característica común de ser poco intensivas en capital (asset light) y de generar altos retornos, como Morningstar, Moody's, Salesforce, Adobe, SAP y Capgemini, están experimentando importantes caídas este año; no obstante, en su mayoría, sus resultados aún no reflejan un impacto negativo. Los inversores estaban dispuestos a pagar múltiplos altos por la previsibilidad a largo plazo, pero ese múltiplo se ha comprimido rápidamente ante las dudas sobre la sostenibilidad del negocio.

A pesar de las fuertes caídas de este grupo de grandes empresas, el peso de la inteligencia artificial mantuvo el mercado estable hasta el 28 de febrero, fecha en que comenzó el conflicto bélico en Irán. Estados Unidos inició una ofensiva sobre Irán y en los primeros días del conflicto eliminó al líder supremo iraní, Ali Jamenei, y a numerosos altos cargos. Es importante destacar que el régimen ya se encontraba debilitado debido a multitudinarias manifestaciones que el gobierno habría reprimido con violencia, causando la muerte de supuestamente más de 30.000 personas. Sin embargo, para sorpresa de todos, Irán ha demostrado estar preparado para un conflicto largo y ha logrado defenderse de los constantes ataques de EE.UU. e Israel, lo que ha puesto en aprietos a la economía global. Para ello, bombardeó la infraestructura petrolera de sus vecinos y cerró el Estrecho de Ormuz, por donde transita aproximadamente el 20% de la producción mundial de petróleo y gas natural licuado, además de ser crítico para otras materias primas como el helio y los fertilizantes. A pesar de la evidente superioridad militar de Estados Unidos, Irán ha encontrado la forma de igualar las fuerzas, ya que, aunque parezca haber eliminado toda capacidad nuclear iraní, Trump no puede declarar una victoria mientras el estrecho permanezca cerrado y el precio del petróleo supere los 100 dólares por barril. Este evento probablemente afectará negativamente la campaña de Trump en las elecciones de medio mandato en noviembre, e Irán es plenamente consciente de ello.

De esta forma, las bolsas corrigieron alrededor del 10% desde sus máximos, pero el alto el fuego y los excelentes resultados del primer trimestre de las empresas relacionadas con la inteligencia artificial han llevado a la mayoría de los índices a alcanzar máximos a mediados de mayo, especialmente en Estados Unidos, donde esta temática tiene una presencia mucho mayor en los índices que en otras regiones. En realidad, sólo 10 acciones del S&P 500 representan el 71% de la subida, mientras que las otras 490 contribuyen con el 29% restante.

Sin embargo, aunque el lanzamiento de misiles se ha detenido, el estrecho permanece bloqueado y el petróleo sigue cotizando por encima de los 100 dólares por barril, lo que está presionando al alza la inflación y afectando negativamente a la renta fija.

Al igual que en 2022, el aumento de la inflación está afectando los precios de los bonos, en particular los de largo plazo. Los bonos deben adaptarse a las nuevas condiciones del mercado, por lo que su valor debe disminuir para ser comparables con las nuevas emisiones, ya que el cupón se mantiene fijo durante toda la vida del bono. Por ello, cuanto mayor sea la distancia hasta el vencimiento, es decir, cuanto más larga sea la duración del bono, más intensas serán las oscilaciones en su precio. Así, el aumento de la expectativa de la inflación causado por el conflicto en medio oriente está presionando a la baja la renta fija. Además, los mercados han dejado de anticipar bajadas de los tipos de interés e incluso comienzan a considerar posibles subidas en Europa, una región que probablemente enfrentará mayores dificultades que sus contrapartes americanas debido a la escasez de gas y petróleo, además del bloqueo a Rusia, su principal proveedor de estas materias primas.

Sin embargo, al igual que en 2022, en Gamma Global no hemos sufrido un impacto tan acusado como el de otros activos de renta fija, gracias a la corta duración de nuestra cartera y a nuestra habilidad para escoger empresas que no han sido afectadas por las consecuencias del conflicto.

De esta manera, a mediados de mayo, el fondo acumula una rentabilidad excepcional cercana al 5% en lo que va del año. La renta fija destaca como su principal fuente de rendimiento, con los bonos de Kosmos contribuyendo con más de un tercio del beneficio total.

Kosmos es una compañía petrolera que fue creada a partir de descubrimientos como Jubilee en 2007 y GTA en 2015, así como de adquisiciones en Guinea Ecuatorial en 2017 y en el Golfo de América en 2018. Actualmente, opera en cuatro jurisdicciones distintas y posee reservas de 530 millones de barriles de petróleo equivalente, lo que garantiza la producción durante los próximos 20 años.

A pesar de contar con buenos activos, Kosmos ha sufrido una crisis perfecta en los últimos dos años. La compañía invirtió excesivamente en el desarrollo de GTA, gastando 2.000 millones en cinco años, lo que afectó a su generación de caja y aumentó su deuda, llegando a 3.000 millones. Además, la caída del precio del petróleo y los problemas en el yacimiento Jubilee, que representa el 50% de su producción, agravaron sus dificultades, llevando a las agencias de calificación crediticia a rebajar sus calificaciones y provocó que sus bonos cotizaran con un descuento considerable. Sin embargo, en nuestra opinión, el mercado se enfocaba demasiado en el corto plazo, ignorando el punto de inflexión en el que nos encontrábamos, así como la calidad de los activos y las reservas 2P. Es importante destacar que hemos estado siguiendo a la empresa desde 2019, reuniéndonos con ellos periódicamente, y no habíamos tomado una posición hasta el año pasado, momento en el que pensábamos que teníamos una ventaja competitiva respecto a los demás inversores, lo que nos permitiría obtener rentabilidades excelentes.

El yacimiento de GTA había tenido muchos retrasos y sobrecostes; sin embargo, esto era cosa del pasado, ya que el activo ya estaba operando y a tasas superiores a las expectativas iniciales de la empresa. Por otra parte, Jubilee no había cumplido con las expectativas porque Tullow, el operador, no le había prestado la atención necesaria. Sin embargo, tras contrastar nuestro trabajo con varios expertos del sector, confiábamos plenamente en que los cambios implementados en 2025 tendrían un impacto muy positivo en la producción de 2026.

Así, esperábamos que 2026 sirviese como punto de inflexión con una compañía aumentando notablemente la producción de la mano de GTA y Jubilee, con una reducción considerable de los costes operativos e inversiones. De esta manera, esperábamos que la compañía generase caja incluso en un escenario de precios del petróleo más ajustados.

En Gamma Global nos enfocamos en minimizar los riesgos. A diferencia de la renta variable, donde a menudo buscamos el mayor potencial pues los ganadores compensan a los perdedores al poder multiplicar varias veces el capital en una acción, en la deuda la rentabilidad se incrementa con los bonos que decidimos excluir. Por ello, aunque confiábamos que Kosmos podría generar caja y atender todas sus obligaciones incluso en un entorno de precios de materias primas más adverso, decidimos principalmente invertir en el bono más seguro y con mayor colateral.

A principios de año, Kosmos emitió un bono con un cupón del 12,25% por 350 millones en medio de la crisis de confianza, para refinanciar la deuda que vencía en 2027. A diferencia del resto de la deuda, este bono estaba totalmente respaldado por su participación en GTA. Es importante destacar que Kosmos había invertido 2.000 millones en el proyecto de gas entre Mauritania y Senegal, y nos convertiríamos en propietarios de ese activo si la compañía no podía hacer frente a sus deudas. Tras un análisis exhaustivo, concluimos que su valor sería de 600 millones en un escenario muy pesimista, casi el doble que el de nuestro bono, ofreciéndonos un margen de seguridad muy amplio.

La situación ha cambiado radicalmente en estos primeros cinco meses y el mercado lo ha reflejado con una fuerte subida en el precio de todos sus bonos. En primer lugar, ha cumplido con nuestras expectativas al incrementar la producción de sus activos hasta alcanzar máximos históricos y reducir significativamente los costes operativos y de inversión, convirtiéndose en un productor de bajo coste. Además, Kosmos ha mejorado su balance después de vender su activo en Guinea Ecuatorial y acometer una ampliación de capital de 200 millones. Para contextualizar la transformación del balance, la compañía comenzó el año con 3.000 millones de deuda y estimamos que terminará con una reducción de entre 700 y 800 millones. Además, el mercado estaba muy pesimista respecto a la evolución del precio del petróleo, pero el conflicto bélico ha cambiado la perspectiva, y actualmente la curva de futuros indica que el precio del oro negro se mantendrá por encima de 100 dólares durante lo que resta del año. Dicho esto, es importante destacar que, incluso si el precio del petróleo volviese a los niveles previos a la guerra, no esperamos correcciones en el precio de los bonos, ya que la situación actual de Kosmos ha cambiado definitivamente.

De esta manera, tras evaluar los resultados de la empresa, concluimos que nuestro análisis era correcto y que el mercado se había sobrepasado. Sin embargo, es importante reconocer que la guerra en Oriente Medio ha actuado como acelerador de nuestra tesis de inversión, ayudándonos a reconocer más rápidamente la rentabilidad.

## Movimientos de la cartera:

Comenzamos el año con una exposición en renta variable de cerca del 7%. Durante la corrección del mercado, aumentamos nuestra exposición hasta superar el 11%, y a mediados de mayo, tras una fuerte revalorización de nuestras acciones hemos vuelto a la cifra inicial. Aunque consideramos que las empresas de nuestra cartera tienen un gran potencial, en Gamma Global no buscamos la máxima rentabilidad, sino la mejor relación entre rentabilidad y riesgo. Por ello, nos mantendremos oportunistas y aumentaremos la exposición en caso de correcciones injustificadas.

Además, al igual que con eventos inesperados anteriores (como los aranceles estadounidenses o la guerra en Rusia), hemos revisado cada empresa de la cartera y la hemos sometido a diferentes escenarios. Ampliamos el análisis para considerar no solo los impactos inmediatos, sino también las posibles consecuencias secundarias de la guerra. Después de este análisis, vendimos el bono de Verve que vencía en 2029 y el de TPA de 2030, aunque ambas compañías tenían un peso residual en el fondo y apenas afectaron a la rentabilidad de la cartera.

Por otra parte, durante los primeros meses del año, reequilibramos la cartera porque algunos bonos de empresas del sector petrolero habían subido mucho reduciendo su rentabilidad a vencimiento. Es decir, el precio había aumentado reflejando así una mejor posición financiera, pero, a su vez, este movimiento reducía la rentabilidad futura. Por ello, vendimos TGS 30, Shearwater 29, Tidewater 30, Bluenord 29 y DNO 29, y los hemos reemplazado por alternativas más atractivas en términos de rentabilidad y riesgo.

A mediados de mayo, el fondo está invertido al 82% en renta fija con una rentabilidad a vencimiento del 7% (en euros) y una duración de 2,2 años. Es importante señalar que la cartera mantiene una calidad, una duración y una rentabilidad similares a las de los últimos años.

Seguimos muy optimistas respecto a la cartera y tenemos una buena visibilidad que nos da confianza en que el fondo continuará logrando sus metas de rentabilidad y de volatilidad en el futuro.

Agradecer la confianza a los más de 10.600 co-inversores.

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 expresadas 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.