Estimado partícipe,

Durante el tercer trimestre de 2025, la rentabilidad del fondo ha sido del 3,40%, acumulando un retorno desde constitución del 32,4%.

Los mercados continuaron su tendencia alcista en el tercer trimestre, sin grandes sobresaltos, alcanzando nuevos máximos históricos impulsados principalmente por las empresas tecnológicas, especialmente aquellas vinculadas a la Inteligencia Artificial. Por otro lado, el Banco Central Europeo detuvo la disminución de los tipos de interés, mientras que la FED reanudó su fase de relajación monetaria con una reducción de 0,25%.

En este entorno tan favorable, Gamma Global ha logrado una rentabilidad mensual superior al 1% durante el trimestre, con una volatilidad muy baja. De esta manera, el fondo alcanza un rendimiento del 8,77% en lo que va del año. Todo indica que superaremos nuevamente nuestro objetivo de rentabilidad anual sin comprometer las expectativas de los próximos años, ya que la cartera de renta fija mantiene métricas similares en rentabilidad y vencimiento a las de años anteriores.

El excelente desempeño del fondo en el año se debe al buen rendimiento de las acciones (con una exposición promedio del 5%), a las numerosas recompras anticipadas de bonos por parte de las empresas y al sólido comportamiento de los bonos de Kistos. En el lado negativo, la depreciación del dólar, que ha caído un 14% respecto al euro, ha reducido ligeramente la rentabilidad. Aunque en su mayoría tenemos la exposición cubierta, normalmente mantenemos una posición abierta entre el 3% y el 5%.

Si hay que destacar un nombre este año, ese es Kistos. La empresa británica de petróleo y gas cuenta con dos pequeños bonos en el mercado nórdico, uno con vencimiento en 2026 y otro en 2027. Esta deuda se genera como resultado de la adquisición de Mime Petroleum a mediados de 2023.

Desde nuestra primera inversión en septiembre del año pasado, hemos obtenido un rendimiento del 13% en el bono de 2026 y del 40% en el bono de 2027. Solo este año, esto ha contribuido con un 1.5% al fondo, excluyendo el efecto del dólar, cuya exposición tenemos cubierta.

Los bonos de Kistos tienen un tamaño moderado ($250 millones en total) y no cuentan con calificación crediticia ni con cobertura de grandes firmas de análisis. Sin embargo, esto no significa que no sean líquidos. En Gamma Global, hemos logrado acumular $15 millones entre ambas emisiones y, si fuera necesario, podríamos venderlos esta semana a un precio superior al liquidativo actual, debido al fuerte interés de la comunidad inversora, que en estos momentos ha visto lo que nosotros detectamos hace un año.

En el momento de la compra, Kistos Noruega mostraba un balance muy negativo para quienes no conocían bien la compañía, con mucha deuda, altos compromisos de inversión, elevadas cargas fiscales futuras, altos pasivos por desmantelamiento (AROs) y pérdidas contables significativas.

Aunque no son comunes, estos bonos son los que nos gustan porque contamos con una ventaja competitiva clara que nos permite obtener rentabilidades extraordinarias sin asumir un elevado riesgo. El bono parecía estresado para un observador inexperto. Sin embargo, nosotros diferíamos de esta visión y contábamos con un profundo conocimiento de la situación, ya que somos accionistas de Kistos en Sigma Internacional y seguimos la evolución de Mime Petroleum desde su primera emisión en octubre de 2021. Es importante señalar que, tras un análisis exhaustivo y reuniones con el equipo directivo en ese momento, optamos por no invertir debido al riesgo asociado.

Mime Petroleum fue creada por BlueWaterEnergy tras adquirir una participación minoritaria en Balder & Ringhorne de Var Energi. La normativa noruega requiere que las empresas incorporen inversores minoritarios en sus proyectos, por lo que Var Energi vendió estas participaciones al private equity (PE).

El proyecto principal consistía en reconvertir un FPSO (Jotun) y ponerlo en operación cerca del FPSO existente (Balder) para aumentar significativamente la producción. Se esperaba que la producción creciera de poco más de 2,000 barriles diarios a entre 7,000 y 10,000 barriles.

No obstante, la inflación y las interrupciones en la cadena de suministro durante la pandemia incrementaron significativamente el presupuesto del proyecto. Es importante destacar que el presupuesto inicial en 2019 era de aproximadamente 20bn de NOK (1.8bn de USD) y que la inversión final superará los 4bn de USD, es decir, más del 100% de sobrecoste.

Después de ese revés, el PE decidió no continuar invirtiendo en este desarrollo, ya que necesitaba ese capital para otros proyectos en los que esperaba obtener mayores beneficios. Los bonistas tomaron el control de la empresa y, unos meses después, vendieron su participación a Kistos por 1 dólar. Kistos prácticamente no desembolsaba ningún capital por las acciones de la compañía, pero proporcionaría garantías suficientes para completar el proyecto y saldar la deuda. El régimen de inversión noruego permite recuperar el 71,8% del capex invertido durante el año mediante un pago en efectivo en diciembre del año siguiente. Esto significa que el soporte financiero de Kistos sería suficiente para cubrir la brecha desde el momento de la inversión hasta la recuperación del dinero, lo que explicaba porque los bonistas habían regalado el control.

Tras entender la contabilidad específica de esta región con la ayuda del director financiero, descubrimos que el balance de Kistos Noruega estaba muy saneado, ya que la mayoría de los pasivos eran solo elementos contables derivados del régimen especial nórdico de O&G. Además, contactamos a varios competidores y trabajadores que participaron en el desarrollo del proyecto para asegurarnos de que no existían riesgos operativos en la puesta en marcha del proyecto. Así, el único problema era el retraso y el sobrecoste acumulados en la construcción del FPSO, provocados por el Covid, la inflación y la interrupción en la cadena de suministros. Sin embargo, pensábamos que era un problema temporal y que no suponía un problema operativo, si no financiero. Así, este problema ya se había resuelto con la entrada de Kistos, que tenía un compromiso total con el proyecto y disponía de una posición significativa de efectivo.

Al concluir nuestra investigación y después de varios viajes a Noruega y Reino Unido, tomamos una posición significativa en ambas emisiones. La diferencia entre ambas emisiones reside en la prioridad de cobro, por lo que el vencimiento de 2027 ofrecía mayor rentabilidad ya que se encontraba un escalón por debajo de la emisión con vencimiento de 2026. En esoe momento nos encontrábamos en una situación en la que, si teníamos razón, obtendríamos retornos extraordinarios; si nos equivocábamos, recuperaría completamente nuestra inversión gracias al bajo precio de compra, el respaldo financiero de Kistos y el régimen noruego de petróleo y gas.

Hay que destacar que, en Gamma Global, priorizamos la conservación del capital por encima de obtener rendimientos extraordinarios; si una inversión puede generar muchas plusvalías, pero conlleva un alto riesgo, la descartamos. El objetivo del fondo no consiste en maximizar la rentabilidad a cualquier costa, si no en generar un retorno positivo que supere en 300 básicos la inflación. Dicho esto, en Kistos pensábamos que las probabilidades de éxito superaban el 95% y que, en caso de equivocarnos, no implicaría pérdidas de capital, por lo que tomamos una posición significativa.

A principios de este año, la compañía informó al mercado que la construcción del FPSO había concluido con éxito y, unos meses después, recibimos la noticia de que la producción inicial, prevista entre 7.000 y 10.000 barriles, superó los 11.000 barriles. De esta forma, el precio del bono de 2027 ha subido de 76 en septiembre de 2024, cuando empezamos a construir la posición, a 105, y esperamos que la compañía recompre anticipadamente la deuda en los próximos 3 o 4 meses. Creemos que Kistos está muy cerca de cerrar una o dos adquisiciones y aprovechará para refinanciar ambos bonos, además de presentar una historia financiera más sólida ante sus acreedores y accionistas.

Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre, hemos recibido varias recompras de bonos, lo que ha favorecido el buen rendimiento del fondo. Cuando una empresa ejerce la opción call, se le permite amortizar su bono antes de la fecha de vencimiento. En la mayoría de los casos, esta amortización anticipada se compensa con una prima que recibimos como acreedores. Cabe señalar que en la carta anual ya mencionamos que anticipábamos este efecto positivo en el fondo para 2025.

De esta manera, Okea, Tidewater e IPCO ejercieron su derecho de recompra durante el trimestre y emitieron nuevos bonos para extender sus vencimientos. En todos los casos, participamos en las nuevas emisiones a tipos muy atractivos. Además, Kosmos realizó una recompra parcial de su bono de 2026, y decidimos vender la emisión de Basic Fit, que, tras su revalorización, solo generaba un 3% de rentabilidad hasta mediados de 2026.

Por el lado de las compras, hemos seguido incorporando nuevas emisiones a la cartera, como Performance Shipping 2029, Contships 2030 e International Seawater 2030.

Actualmente, el fondo está invertido al 85% en renta fija, con una rentabilidad a vencimiento del 7,1% y una duración de 2,41 o 3,9 años si tomamos como referencia el plazo hasta el vencimiento. Hay que destacar que esta rentabilidad potencial no ha variado excesivamente desde el inicio del fondo a pesar de la reducción de los tipos de interés de referencia por parte de los bancos centrales. Seguimos muy optimistas respecto a la rentabilidad, especialmente en cuanto a la solidez y la robustez del balance y de los proyectos que tenemos en cartera.

Agradecer la confianza de los más de 6.500 co-inversores.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC

SINGULAR ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C. S.A.U. actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Calle Goya, 11 · 28001 Madrid. Entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España e inscrita en el Registro de Entidades de Crédito Nacionales del Banco de España con el número 1490. CIF A-85597821 Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 26409, folio 1, sección 8ª, hoja M-475925.

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.