

Estimado partícipe,

Durante el primer trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del 0.86%, acumulando un retorno desde constitución (abril 2021) del 13.56%.

Contra todo pronóstico, el año no ha empezado muy bien para los inversores en renta fija gubernamental. La fuerte caída de la inflación en la segunda parte de 2023, acompañada de un discurso sorprendentemente "dovish" por parte de los bancos centrales originaron un fuerte movimiento al alza durante los meses de noviembre y diciembre. De esta manera, los tenedores de los bonos americanos a 10 años, el activo de referencia en renta fija, cosecharon una rentabilidad del +3.9% (en dólares e incluyendo los cupones) que rompía la tendencia negativa de los últimos dos años, donde habían perdido un 4.4% y un 17.8% respectivamente.

Los inversores se volvían optimistas y tomaban posiciones relevantes en renta fija de larga duración, ya que consideraban que se había alcanzado el punto de inflexión. Sin embargo, ese optimismo se ha desvanecido durante los primeros meses de 2024. De hecho, a principios de mayo, los tenedores de la referencia a 10 años americana experimentan una caída del 3.6%, siendo uno de los pocos activos que se encuentran en terreno negativo en lo que llevamos de año.

Analizándolo con perspectiva, la FED se equivocó completamente al declararse vencedor en la batalla contra la inflación y anunciar futuros recortes de tipos de interés. Así, el mercado empezó a descontar hasta seis bajadas durante 2024 y este entusiasmo se extendió a los activos de riesgo, como las materias primas, entre otros. Por el contrario, los datos que hemos ido conociendo en las últimas semanas señalan un repunte de la inflación y ha obligado a los bancos centrales a modificar su discurso. De esta manera, las perspectivas del mercado han cambiado drásticamente y ahora se descuenta una o ninguna bajada para 2024 y esto se ha materializado en pérdidas para los inversores de renta fija gubernamental de medio y largo plazo.

La realidad es que es imposible predecir dónde estará la inflación en los próximos 12 meses, por lo que la comunicación de la FED nos pareció muy aventurada. La política fiscal expansiva que están llevando a cabo los gobiernos a nivel mundial contrarresta los intentos desesperados de los bancos centrales para controlar la inflación. El uso excesivo de los programas QE y políticas similares han provocado que los gobiernos operen con déficits completamente disparatados, aglutinando niveles absurdos de deuda. Estas medidas que se consideraban temporales se han extendido durante más de una década y han convertido a la economía en adicta a las facilidades y el dinero gratis. Así, aunque el sector privado se ha visto obligado a adaptarse a la nueva realidad, el sector público ha compensado dicho declive aumentando el gasto. De nuevo, estos grandes déficits se anunciaron como medidas excepcionales para combatir las consecuencias de sucesos extraordinarios como la pandemia o la guerra; sin embargo, los políticos lo han transformado en un arma para ganar votos. De esta manera, el déficit americano se encuentra casi en el 7% del PIB (1.7 trn aproximadamente), el mayor déficit de la historia si excluimos los periodos recesivos. Un déficit inédito teniendo en cuenta la situación de pleno empleo. Pero... ¿Será posible reconducir la inflación sin disciplina presupuestaria?

La inflación es un impuesto silencioso que golpea sobre todo a las familias de rentas bajas. Estos efectos se intentan combatir con ayudas y subsidios que a su vez provocan mayor inflación y empeoran el problema. Así, la inflación genera inflación y, llegado a un punto, es muy complicado controlarla. En esta difícil situación se encontraba EEUU en la década de los 80 y Paul Volcker, presidente de la FED, tuvo que tomar decisiones sin precedentes e impopulares, como subir los tipos de interés hasta el 20% para acabar con el problema. Estas medidas condujeron a Estados Unidos a una fuerte recesión y, durante un tiempo, Volcker fue objeto de innumerables críticas; sin embargo, esta disciplina construyó los cimientos para los siguientes 20 años. ¿Vale la pena sufrir 18 meses de turbulencias económicas a cambio de 20 años de sólido crecimiento

económico? Por supuesto, unos años después, Volcker recibió numerosos reconocimientos por su gran labor como presidente de la Reserva Federal.

Con algunos matices, una situación similar está ocurriendo actualmente en Argentina. Javier Milei está tomando medidas extraordinarias para reducir la inflación y reconducir el país. Sus medidas agresivas de recorte del gasto público han provocado una recesión económica, sin embargo, están creando los cimientos para el futuro. Además, a diferencia de Volcker, Milei mantiene un alto índice de aprobación por parte de la ciudadanía, lo que refuerza nuestro optimismo sobre el devenir de esta región. Lamentablemente, Argentina se encuentra lejos de nuestro círculo de competencia y la única exposición que tenemos a esta región es mediante la empresa de litigios Burford Capital.

Hay que reconocer que la situación de Argentina era extrema y, en estos momentos, EEUU no requiere de medidas tan drásticas. Sin embargo, ¿creen ustedes que Joe Biden o Donald Trump aplicarán medidas de contención de gasto con el fin de controlar la inflación? O, por el contrario, seguirán hipotecando el futuro del país a cambio de soluciones temporales basadas en mayor gasto y, por tanto, inflación.

Movimientos de la cartera:

Gamma Global ha tenido un excelente comportamiento durante el primer trimestre y lo que llevamos del segundo. Mientras escribimos estas líneas, el fondo se revaloriza más del 2.5% en el año. La renta fija ha sido el mayor contribuidor, ya que la exposición a renta variable es tan solo del 9%.

Durante el trimestre no hemos realizado cambios significativos en la cartera. Tan solo hemos tomado una pequeña posición en el bono de New Fortress con vencimiento 2026 y hemos vendido completamente la posición en el bono de OHL.

Destacados del trimestre:

Bono OHL vencimiento 03/2026 (contribución en el trimestre: +0.05%):

Tras un extenso análisis, tomamos posición en el bono de la constructora española en julio de 2021, alrededor de 85, es decir, con un descuento significativo sobre par. Desde entonces, la compañía ha estado retribuyéndonos un 5.1% anual en concepto de cupones, a lo que hay que añadir un PIK (Payment in Kind) que ha ido subiendo progresivamente hasta el 4.65% anual. Finalmente, a finales de marzo decidimos vender completamente la posición alrededor de 91 (96.3 añadiendo el PIK). Esta excelente operación ha supuesto una rentabilidad acumulada del 0.72% en Gamma Global o lo que es lo mismo, hemos obtenido un 12% anualizado, rentabilidad equiparable a los mejores índices bursátiles, pero asumiendo mucho menos riesgo.

La filosofía de Gamma Global es comprar y mantener hasta vencimiento. Es decir, realizamos un análisis profundo antes de tomar la posición y mantenemos hasta su amortización, recibiendo de esta manera toda la rentabilidad que ofrece el bono. Sin embargo, esta filosofía no nos exime de monitorizar la situación y vender en caso de que cambie la tesis.

OHLA ha mejorado sus métricas sustancialmente durante los últimos años. En 2019, OHL obtuvo una contratación de €2.4bn y generó 55M de EBITDA, mientras que la contratación alcanzó €4.1bn y el EBITDA fue de 126M en 2023. Sin embargo, fruto de los errores del pasado, OHL mantiene un endeudamiento excesivo que, a pesar de la mejora, todavía se sitúa en más de 500M o 3.8x EBITDA. Además, la necesidad de realizar las inversiones que no han desarrollado en los últimos años mantiene la generación de caja limitada, lo que representa un problema para los acreedores. Así, excluyendo las desinversiones, la compañía no ha generado caja en los últimos años. De esta manera, los bancos españoles siguen sin confiar

plenamente en la empresa y exigen un mayor número de avales que a sus comparables para permitir que siga licitando y ejecutando proyectos.

Esta situación representa un problema para OHLA ya que no tiene liquidez necesaria para amortizar o reducir su deuda y tiene un bono de 412M cuyo vencimiento se distribuye a partes iguales entre marzo de 2025 y 2026. Sin embargo, OHL tiene tres activos disponibles para la venta: Centro Hospitalario de la Universidad de Montreal (CHUM), Canalejas e Ingesan, su división de servicios.

El primer activo se vendió en 2021 por 57M de euros; sin embargo, la operación no se materializó finalmente y la compañía lo mantiene en venta desde entonces. Creemos que la caja neta que obtendría por dicho activo se ha reducido a algo menos de 35M debido al aumento de los tipos y la falta de interés comprador.

Por otra parte, la compañía estuvo muy cerca de vender su segmento de servicios (Ingesan) a final del año pasado, pero las ofertas fueron insuficientes. Estimamos que el valor neto de Ingesan sería alrededor de 35M de euros, considerando que tiene una deuda de 40M. Es decir, un múltiplo de casi 7x EBITDA.

Por último, Canalejas es el activo que más valor tiene dentro del grupo y OHL posee el 50%, mientras que el otro 50% es propiedad del grupo Mohari. El inmueble es una maravilla arquitectónica que une en un solo inmueble siete edificios históricos ubicados en el centro de Madrid y acoge una galería gastronómica y tiendas de lujo, el primer hotel Four Seasons de España y un parking con más de 400 plazas. Sin embargo, a pesar de la inversión y la calidad del activo, su valor se ha ido deteriorando en los libros de la compañía durante los últimos años. Así, OHLA reportaba una valoración de casi 220M en 2019, 193M en 2020, mientras que actualmente es de tan solo 185M. Creemos que los continuos deterioros se deben a unas cláusulas que garantizan una rentabilidad para Mohari, ya que hay que recordar que este socio financiero pagó 225M en 2017 por el 50% del activo. De esta manera, no sabemos si la compañía será capaz de vender el activo bajo estas condiciones y no somos capaces de asignarle un valor.

Por tanto, tras una larga discusión creemos que la compañía no puede amortizar el bono y podría tener problemas para refinanciar la deuda, proponiendo una conversión de parte de la deuda en acciones o alternativas similares, pues la capitalización de la compañía es tan solo de 250M. Este punto es muy importante en nuestro análisis, ya que como bonistas contamos con la protección que proporcionan los accionistas, es decir, la compañía puede obtener dinero nuevo de sus accionistas (ampliación de capital) para atender a sus acreedores. Esta es la mejor solución para los bonistas, pues la compañía conserva sus activos y los acreedores salimos reforzados, siendo los accionistas los que salen peor parados. Sin embargo, debido a la baja capitalización de OHL y la falta de apoyo de los bancos, consideramos que este escenario es, aunque posible, excesivamente complejo y podría terminar afectando negativamente a los bonistas mediante una nueva quita.

Así, aunque pensamos que se alcanzará una solución satisfactoria para todas las partes, no tenemos suficiente margen de seguridad y, por lo tanto, hemos procedido a vender la posición.

Bono Gaming Innovation Group vencimiento 12/2026 (contribución en el trimestre: +0.04%):

A finales del año pasado, añadimos el bono de Gaming Innovation Group (GiG, en adelante) a la cartera. Tras analizar la estructura de capital de la compañía, creemos que esta emisión encaja bien en la cartera de Gamma Global. Se trata de una emisión que se divide en dos tramos, uno de 350 millones de SEK y otro de 45 millones de euros, con cupón flotante referenciado al Euribor a 3 Meses + 725 puntos básicos.

GiG es una compañía de iGaming que seguimos desde hace tiempo y está creciendo de manera sustancial tanto orgánica como inorgánicamente. La compañía emitió este bono para refinanciar parte de una emisión

previa y obtener caja para hacer frente a los pagos diferidos (earnouts) de dos adquisiciones (KaFe Rocks y AskGamblers). GiG tiene dos segmentos muy diferenciados, uno centrado en la afiliación (GiG Media) y otro en su plataforma de apuestas deportivas (Platform & Sportsbook). Así, esperamos que la compañía genere un EBITDA de 78M en el año que irá creciendo hasta 90M en 2026, por lo que el ratio de apalancamiento es reducido. Además, lo más importante es que el perfil de generación de caja es sólido, ya que el capex es muy reducido. Hay que destacar que GiG Media es el segmento de mayor calidad dentro del grupo y opera con unos márgenes elevados (47% EBITDA) y genera la mayor parte del EBITDA, con una conversión a caja superior al 80%.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC