

Estimado partícipe,

La revalorización de Gamma Global en el trimestre ha sido del +3.95% acumulando una rentabilidad desde constitución del fondo (abril 2021) del +8.93%.

Gamma Global es un fondo con un enfoque patrimonial que tiene como objetivo generar rentabilidades adecuadas controlando la volatilidad. Para ello hemos diseñado una estructura de cartera a medida en la que aproximadamente la mitad del fondo estará invertido en renta fija mientras que la otra mitad estará repartida equitativamente entre acciones y liquidez, manteniendo la flexibilidad para incrementar o reducir el peso en los diferentes bloques dependiendo de las oportunidades de inversión.

La renta fija toma un papel relevante en Gamma Global. A priori, esta estructura puede parecer poco acertada para el escenario actual, ya que la inversión en renta fija pierde su papel defensivo comportándose negativamente en un entorno inflacionario. Hay que tener en cuenta que los bancos centrales a nivel global han dado un giro de 180 grados y han anunciado que van a poner fin a las políticas acomodaticias que han aplicado durante los últimos años y que han beneficiado significativamente a la renta fija global. De esta manera, la FED ha anunciado que retirará del sistema 95bn de dólares mensuales a partir de mayo y ya ha iniciado una subida de tipos que los analistas esperan que se extienda durante todo el año con sucesivos aumentos de tipos de interés. Hay que destacar que el precio de la renta fija se mueve en la dirección contraria a los tipos de interés, por lo que una subida de tipos de interés de los bancos centrales genera pérdidas para el poseedor de estos activos.

De esta manera, el índice global de bonos que publica Bloomberg ha sufrido la mayor caída de su historia acumulando un 12% de pérdida desde sus máximos en enero del 2021. Además, los bonos gubernamentales americanos han sufrido su peor trimestre en los últimos 50 años. Sin embargo, Gamma Global acumula una revalorización significativa en el mismo periodo, obteniendo una contribución positiva en todos sus segmentos y donde el bloque de renta fija destaca explicando la mitad de la rentabilidad acumulada.

¿Por qué nuestra inversión en renta fija ha generado unos excelentes retornos mientras que la mayoría de los activos de deuda han experimentado grandes caídas?

En Gamma Global entendemos la inversión en renta fija de una manera diferente a lo convencional aplicando la filosofía de la inversión en valor. Así, lejos de intentar predecir variables como la inflación o la situación de los tipos de interés, nosotros invertimos nuestros recursos en estudiar minuciosamente la estructura de capital de las empresas para posteriormente decidir en qué parte invertir. La única diferencia entre el análisis para formar parte del accionariado o tomar el rol de acreedor es que mediante la inversión en deuda no tenemos que preocuparnos por el potencial de revalorización o el sentimiento del mercado sobre esa compañía.

En Gamma Global hemos construido una cartera con una duración menor a 3 años y una YTM ("Yield To Maturity") alrededor del 7%. Es decir, si ignoramos los movimientos del corto plazo podríamos afirmar que la rentabilidad de este segmento será del 7% durante los próximos tres años, siempre y cuando las compañías mantengan la salud financiera para repagar o refinanciar el bono.

La combinación de una duración corta y una elevada rentabilidad es lo que nos ha diferenciado de la deuda convencional y explica las excelentes rentabilidades de Gamma Global. De esta manera, el comportamiento de nuestra cartera dependerá de la evolución de cada uno de los negocios de los que somos acreedores en vez de la política errática e impredecible de los bancos centrales.

La cartera de renta fija está compuesta por empresas en las que tenemos un profundo conocimiento. Emisiones de IPCO, Kistos, Arysza, Nagacorp, Sacyr, OHL, Teva o Euronav forman parte de nuestras principales posiciones y no tenemos ninguna duda de la salud financiera de todas ellas.

Por otra parte, alrededor de un 25% del fondo lo destinamos a la inversión en renta variable. En este segmento también aplicamos la filosofía de inversión en valor. Consideramos que muchas veces se sobrevalora la capacidad de los inversores de prever la situación de una empresa durante los próximos 10 años, especialmente en sectores tan cambiantes como los tecnológicos. ¿Saben cuántas cosas pueden ocurrir en 10 años? Google, una de las mayores empresas del mundo se creó hace poco más de 20 años. Aunque prestamos atención al largo plazo, en Gamma Global conocemos muy bien nuestras limitaciones y somos conscientes de la dificultad de encontrar el nuevo Google, por lo que preferimos invertir en empresas cuyas valoraciones no necesitan enormes crecimientos futuros para ser justificadas. Pax Global, Golar, Navios, Franklin Covey o Embracer son algunas de nuestras principales posiciones en este segmento.

Además, nos apoyamos en las opciones para maximizar la rentabilidad de la cartera vendiendo opciones call para salir de aquellas posiciones donde hay un menor potencial de revalorización u opciones put para adquirir compañías con descuento.

El 25% restante lo mantenemos en liquidez con el fin de controlar la volatilidad del fondo. Sin embargo, esta liquidez no se encuentra en efectivo, ya que en la situación anómala en la que nos encontramos nos penalizan por mantener el dinero en la cuenta corriente cobrándonos alrededor de 50 puntos básicos. De esta manera, la mayor parte de la liquidez está invertida en instrumentos líquidos con vencimientos de muy corto plazo que generan una pequeña rentabilidad para el fondo. El pagaré de Global Dominion o el bono a un año de duración de Telecom Italia son algunas de las posiciones que forman este segmento.

Por último, hay que remarcar que los pesos son orientativos. Dependiendo del segmento en el que encontremos más oportunidades aumentamos o reducimos ligeramente las ponderaciones de los bloques. A cierre del trimestre, la cartera de renta fija ponderaba un 51%, mientras que la cartera de renta variable pesaba un 22%, siendo el 27% restante liquidez u otros activos.

Destacados del trimestre:

Golar (+1.8%): La compañía se ha revalorizado un extraordinario 100% en el periodo siendo el activo que más ha contribuido al rendimiento del fondo. En febrero, Golar completó con éxito la escisión del negocio de transporte de LNG. De esta manera, Golar simplifica la estructura a la vez que mejora el balance y el perfil del negocio. Esta operación aportó más de 200 millones en efectivo, mientras que Golar aún mantiene un 31% de la nueva compañía ("Cool Company") que esperamos que venda en los próximos 18 meses para reinvertir en nuevos proyectos de infraestructuras FLNG (Floating Liquefied Natural Gas). Por otra parte, la decisión de Europa de reducir la independencia del gas ruso ha puesto a la compañía en el radar de todos los inversores ya que su tecnología es la manera más rápida y eficiente para aumentar la oferta de gas. A pesar del buen comportamiento de la acción, creemos que el mercado no descuenta nuevos proyectos que esperamos que se materialicen en los próximos 12 meses.

New Fortress (+0.5%): La compañía que opera plantas de generación de electricidad a través de gas natural licuado se ha revalorizado un +77% en el trimestre. Esto puede resultar contraintuitivo, pues un aumento significativo del precio del gas reduce el atractivo de la solución de New Fortress. Sin embargo, la compañía ha anunciado dos proyectos en los que aplicará su tecnología de licuefacción ("FAST LNG") por el que se podrá asegurar una parte de las necesidades de LNG a unos precios significativamente inferiores al mercado. Además, la flota de barcos de regasificación (FSRU) que tenía la compañía por la adquisición de Golar Partners en 2021 se ha revalorizado significativamente debido a la necesidad de Europa de reducir su dependencia de Rusia.

Bono Nagacorp 07/24 (-0.6%): La compañía operadora del mayor complejo hotelero integrado de juegos y entretenimiento en la región del sur este asiático anunciaba que cancelaba su proyecto para la construcción de un casino en la región de Vladivostok, Rusia. Esta noticia intensificaba el sentimiento negativo por las noticias del lockdown de China y afectaba muy negativamente al precio del bono convirtiéndose en el mayor

detractor del fondo durante el periodo. Aunque a priori pueden parecer malas noticias, creemos que la cancelación del proyecto es una noticia positiva para nuestra posición ya que el desarrollo del casino en Rusia requería una inversión de 120 millones durante los próximos 18 meses que no sería rentable de forma inmediata, por tanto, el perfil crediticio de la compañía ha mejorado tras esta decisión. Además, a pesar de que el proyecto era muy interesante cuando se diseñó, el gobierno ruso ha concedido recientemente muchas licencias creando un exceso de competencia que imposibilitará generar unos elevados retornos. Tras analizarlo detenidamente consideramos acertada la decisión de la compañía de aprovechar la cláusula contractual llamada fuerza mayor para detener la construcción. Hay que destacar que, tras la reacción inicial negativa, el precio del bono ha recuperado significativamente gracias a la publicación de buenos resultados trimestrales que demuestran la fuerte recuperación del negocio en línea con la reapertura de Asia (ex China).

Bono OHL 03/26 (+0.2%): A finales del año pasado un juez condenaba a la Comunidad de Madrid al abono de 162.5 millones a la constructora por la liquidación del contrato de una línea de tren de cercanías entre las localidades de Móstoles y Navalcarnero en 2010. Durante el trimestre, OHL ha destinado este ingreso extraordinario para reducir su deuda financiera lanzando una recompra de casi el 10% de sus bonos cotizados. Esperamos que OHL termine recomprando completamente el bono a finales de 2023 para evitar incurrir en un aumento del PIK, a pesar de que su vencimiento se extiende hasta 2026. Nos mantenemos positivos con la compañía y sus perspectivas.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC