Belgravia Capital

Singular
Asset Management S.G.I.I.C.

Belgravia Capital

Carta a Inversores

Segundo trimestre 2023

Estimados inversores,

En el segundo trimestre del año la renta variable europea se ha revalorizado un 2,27% medida con el índice Stoxx600 incluyendo dividendos netos. En EE.UU., el índice S&P500 subió un 8,74% con dividendos, mientras que el índice tecnológico Nasdaq subió un 13,05%.

En la renta fija, los bonos de gobierno americano a diez años cierran el trimestre con un repunte en rentabilidad, ofreciendo un 3,83% frente al 3,46% del trimestre anterior. En Europa, el bono alemán también repunta ligeramente al alza pasando del 2,28% al 2,39% a 30 de junio.

Tras un primer trimestre del año marcado por la crisis bancaria norteamericana, que analizamos en nuestra última carta trimestral, el segundo trimestre ha devuelto una cierta normalidad a los mercados financieros.

En el plano económico destacamos la reactivación económica de China, menos dinámica de lo proyectado a comienzos de año. A pesar del significativo repunte de las ventas minoristas y de la producción industrial hasta el pasado mes de abril, desde entonces ambos indicadores se han situado por debajo de las expectativas del mercado. De esta forma, tras conocerse también la negativa tendencia de su sector exterior y de la inflación, se consolida la percepción de que la senda de crecimiento de la potencia asiática sigue marcada por sus problemas estructurales y los desequilibrios generados tras tres años de política zero-covid.

En Occidente, el debate sigue girando en torno a la entrada en recesión o no de EE.UU. donde los indicadores de actividad económica siguen mostrando una fuerte disparidad entre el dinamismo del sector servicios y la desaceleración cada vez más acusada de la actividad manufacturera. Los últimos datos de ISM manufacturero norteamericano se sitúan en 46 en junio, cifras que en el pasado solo se han visto en tres periodos recesivos (1973, 2008 y 2020); mientras que la referencia de servicios sigue en terreno de expansión con 53,9.

Esperamos que la tendencia converja hacia una contracción de la actividad de servicios que se materialice en una recesión en los próximos trimestres, en la medida en que la bolsa de ahorro acumulada por los consumidores durante la pandemia esperamos que se agote en la segunda mitad del año, en línea con lo que apuntan las casas de análisis.

En Europa, la disparidad entre la actividad manufacturera y de servicios es similar a la norteamericana, con datos de PMI manufacturero y de servicios de 43,4 y 52, respectivamente, para el mes de junio.

En materia de política monetaria, la reunión de la Fed del mes de mayo se saldó con una subida de tipos de 25pb que situó el tipo de referencia en el 5-5.25%. En la reunión de junio, sin embargo, mantuvo la referencia de la reunión anterior confirmando la esperada pausa en cuanto a subidas de tipos, aunque no descartó la posibilidad de futuras subidas a lo largo del año. Por su parte, el BCE subió 25pb en cada una de las reuniones de mayo y junio, fijando el tipo de referencia en el 4%.

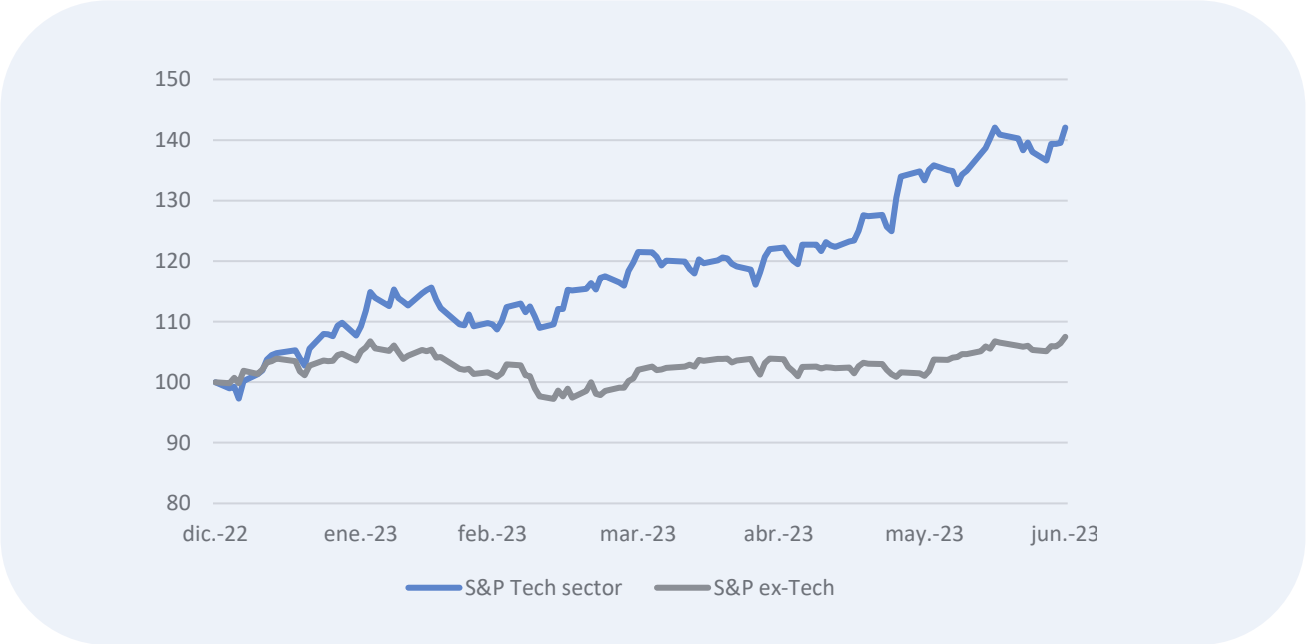
En la medida en que los datos de inflación general siguen relajándose progresivamente tanto en Europa como en EE.UU., aunque no tanto en los datos core o subyacente, es probable que los bancos centrales sean más cautos a la hora de tomar decisiones agresivas en materia de política monetaria. Más aún cuando todavía tienen que empezar a notarse de forma más clara en la economía las subidas de tipos llevadas a cabo hasta el momento. Baste recordar que hace exactamente 12 meses los tipos de referencia en EE.UU. se encontraban apenas en el 1%.

La inteligencia artificial (IA)

En noviembre de 2022 la compañía norteamericana OpenAI lanzó ChatGPT, un prototipo de chatbot de inteligencia artificial (IA) que se especializa en el diálogo. Se trata de una herramienta entrenada para mantener conversaciones y realizar tareas relacionadas con el lenguaje, capaz de entender lo que se le pregunta y de responder de manera coherente. Las aplicaciones posibles de este tipo de herramienta son numerosas y, algunos, piensan que su desarrollo va a suponer una revolución tecnológica similar a la que supuso Internet.

Compañías como Microsoft (que ya colabora con OpenAI), Google, Meta o Apple, entre otras, están desarrollando sus propias herramientas de inteligencia artificial y han visto cómo sus cotizaciones se disparaban en bolsa al calor de la euforia por la mencionada revolución tecnológica, mientras muchas otras se han visto penalizadas por la supuesta amenaza que la IA puede suponer para su modelo de negocio.

De hecho, se puede atribuir la totalidad de la subida del índice S&P500, que se ha revalorizado un 15,9% en el año, a la subida de las siete mayores compañías del índice por capitalización: Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Tesla, Alphabet y Meta; que en conjunto representan un 20% del índice y se han revalorizado un 89% de media en el año, contribuyendo con un +16,6% de rentabilidad al índice. Por lo tanto, en su conjunto, el retorno en la primera mitad de año del resto de casi quinientas compañías que componen el índice ha sido de un -0,93%.



Con esto lo que queremos resaltar es que, aunque el conjunto del mercado se ha comportado de forma muy positiva en esta primera mitad del año, este buen comportamiento se concentra en un segmento del mercado muy concreto, que ha subido en relación a la posibilidad de unos beneficios futuros a día de hoy muy inciertos y que cotiza a unos múltiplos completamente irracionales (PER 80x beneficios 2022 de media para las siete compañías mencionadas).

Cartera de ideas destacadas

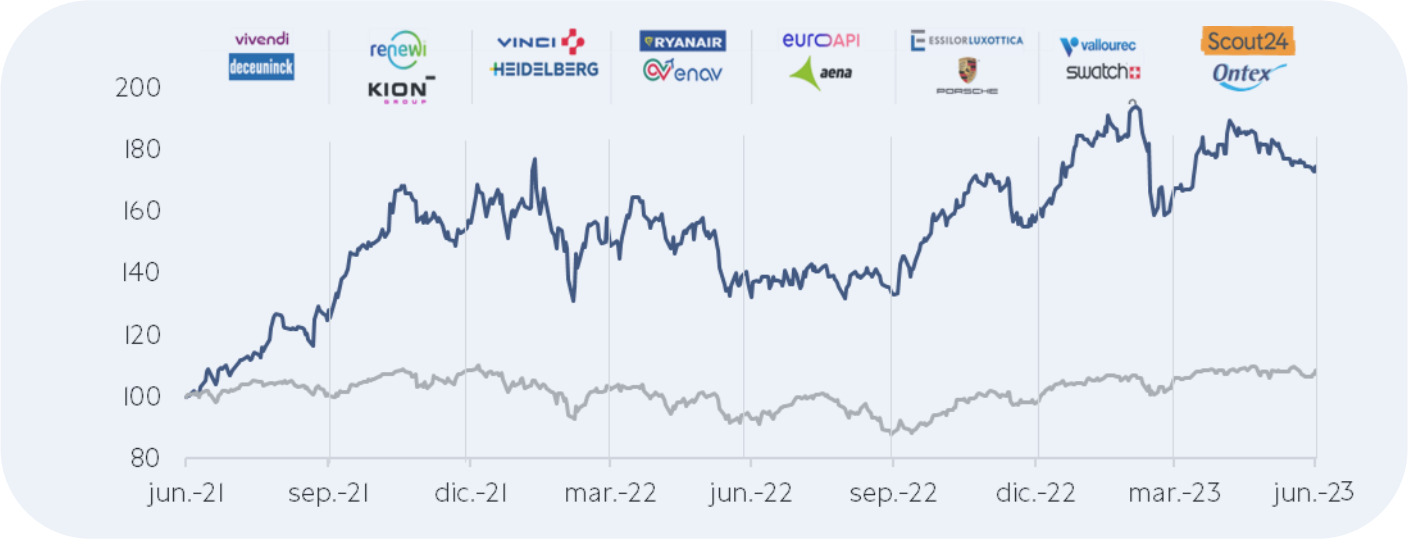
Cartera de ideas destacadas*

Desde hace varios trimestres, venimos realizando un ejercicio teórico en el que simulamos el comportamiento de una cartera compuesta por las dos nuevas ideas de inversión que presentamos en cada carta trimestral.

La rentabilidad teórica de esta cartera en el trimestre ha sido de un +4,1% frente a un +2,7% del Stoxx 600 con dividendos brutos. Desde inicio (30 de junio de 2021) hasta el cierre del segundo trimestre de 2023 la rentabilidad acumulada es de un +74,7% frente a una subida del +8,7% del Stoxx 600 incluyendo dividendos, es decir, un diferencial positivo de un 66%.

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar Eurogroup Laminations y Capita, que sustituyen a Scout24 y Ontex del trimestre anterior.

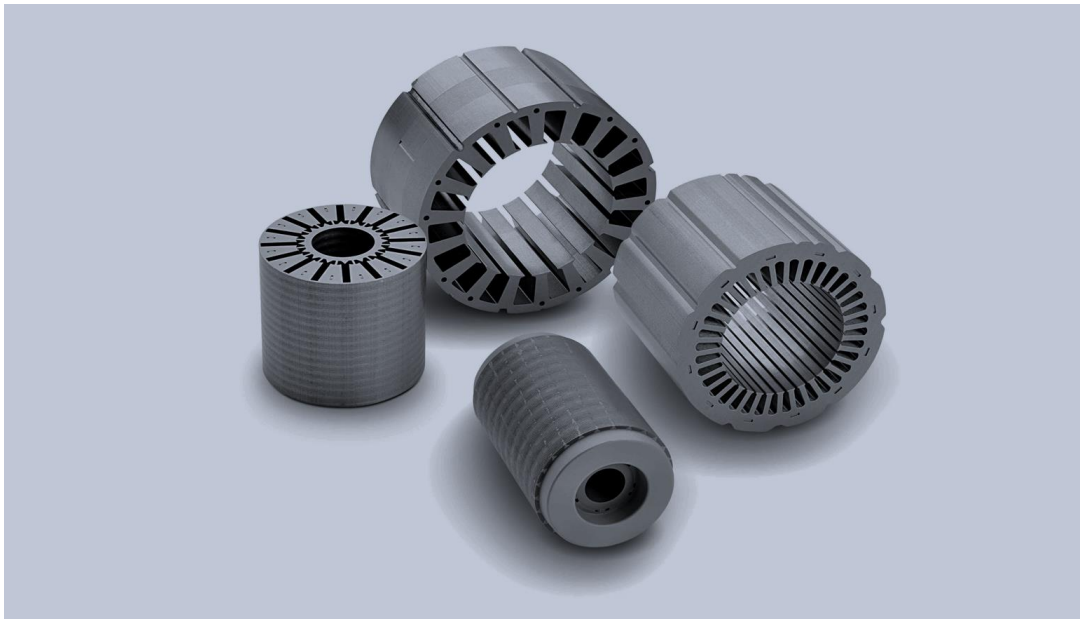
Evolución de la cartera simulada



*ADVERTENCIA
Esta cartera no supone ninguna recomendación de inversión ni refleja la rentabilidad acumulada por ninguno de nuestros productos. Está construida con la rentabilidad acumulada por los dos valores recomendados que entrarían el primer día del trimestre y saldrían de la cartera al final del mismo.

Del 01/07/2021 al 30/06/2023	Cartera de 2 valores	Stoxx 600*
RETORNO ACUMULADO	74.7%	8.7%
RETORNO ACUMULADO ANUALIZADO	37.4%	4.4%
RETORNO POR TRIMESTRE		
3Q21 *(Vivendi & Deceuninck)*	28.1%	0.9%
4Q21 *(Renewi & Kion)*	22.1%	7.6%
1Q22 *(Heidelberg Druck. & Vinci)*	-4.8%	-6.1%
2Q22 *(Ryanair & Enav)*	-11.1%	-9.2%
3Q22 *(Aena & Euroapi)*	0.7%	-4.3%
4Q22 *(Porsche & E. Luxottica)*	17.7%	9.9%
1Q23 (Vallourec & Swatch)	6.9%	8.6%
2Q23 (Scout24 & Ontex)	4.1%	2.7%
DESV. RET DIARIO	1.9%	1.0%
DESV. RET DIARIO ANUALIZADO	30.5%	16.3%
MAX DRAWDOWN	-26.0%	-20.3%

*Los datos usados para el cálculo de rentabilidades del Stoxx 600 en el apartado de cartera de ideas destacadas son con dividendos brutos, por tanto, no coinciden con el resto de rentabilidades del Stoxx 600 reflejados en otros apartados de esta carta que contienen dividendos netos.



Eurogroup Laminations, the heart of the electronic motor of the future

Eurogroup Laminations

Eurogroup es una compañía italiana líder mundial en la producción de rotores y estatores, los principales componentes de los motores eléctricos. Cuenta con dos divisiones 1) rotores industriales, con exposición a multitud de segmentos: maquinaria industrial, energía renovable, bienes de consumo, ventilación, logística… y 2) automoción, donde producen rotores y estatores para coches eléctricos.

El negocio industrial es el menos atractivo de los dos segmentos ya que está muy fragmentado y crece ligeramente por encima de la economía. Sin embargo, Eurogroup es líder destacado en automoción, con una cuota de mercado combinada de más del 50% en Europa y EE.UU., en un segmento que esperamos que crezca más de un 25% anual en los próximos diez años.

Eurogroup cuenta con una tecnología exclusiva patentada junto con un proveedor japonés para la fabricación de rotores y estatores utilizando adhesivo en vez de la técnica tradicional de soldadura. Con esta tecnología, Eurogroup consigue o bien obtener un mejor rendimiento del sistema eléctrico de tracción del vehículo o bien producir a un coste más bajo, en un componente que supone menos del 1% del coste final del vehículo eléctrico, pero que es muy relevante por su interconexión con la batería, el componente más caro del coche eléctrico.

Eurogroup cotiza con un descuento del 20% en múltiplo EV/EBIT 2024 respecto a su principal competidor, Mitsui High-Tech, proveedor de Toyota, con menos crecimiento (+16%) y márgenes similares a nivel EBIT (9-10%). Y en línea por EV/Ventas con los auto-suppliers tradicionales siendo este un segmento muy competitivo, con crecimientos, cuotas de mercado y márgenes operativos inferiores.

Eurogroup

Valoración	2024e	2025e
EV/Sales	1,1	0,8
EV/EBITDA	8,7	6,3
EV/EBIT	11,8	8,3
P/E	14,9	10,0

Crecimiento anual	2022-25
Ventas	25%
Beneficios	28%

EV companies

Múltiplos 2024	EV/Sales	P/E	CAGR 22-25
Mitsui High-Tech	1,6	17,9	16%
Tesla	6,1	47,6	24%
Lucid	5,2	-7,6	103%
Auto suppliers	0,8	9,1	8%

Capita, consulting, transformation and digital services business

Capita

Tras un arduo proceso de restructuración de cinco años con desinversiones por más de GBP1.500m, la compañía cerrará este año sin deuda financiera y centrada en sus dos principales divisiones: customer experience (lo que hace Teleperformance), y outsourcing para el sector público británico (educación, salud, defensa y gobierno central).

Los resultados muestran una tendencia positiva desde 2022 y, como consecuencia de aceleración en ventas y mejora en eficiencia, Capita espera para 2025-26 doblar su margen EBIT hasta alcanzar un 6%.

Sin embargo, dada la sensibilidad de la compañía al ser contratista del Gobierno británico, la cotización se ha visto últimamente muy penalizada por un ciberataque por parte de hackers rusos, pero entendemos que no debiera de tener graves consecuencias porque la compañía reportó el incidente y reaccionó rápidamente.

Cotiza a 5,1x PER y 4,2x EBIT 2024. Valorando su división de outsourcing para el sector público a 7,75x EBIT (17% descuento vs. Serco) y a 7,5x EBIT su división de customer experience (-14% vs. Teleperformance y -16% vs. Concentrix), estimamos un EV objetivo de GBP 1300 m, que implica un upside del 115% en el EV de mercado y que resulta en un potencial de revalorización del equity del 123%.

VALORACIÓN

	Ventas '25e	EBIT '25e	% Mg	EV/EBIT	EV/ventas	Valor objetivo	Valor mercado	% Upside
Public services	1.579	110,6	7,0%	7,75	0,54	857		
Customer experience	1.236	80,3	6,5%	7,50	0,49	603		
Corporate center	0	-21	0	7,15		-150		
EV						1.309	609	115%
Caja neta FY23						26	26	
Leasing capitalizado						-370	-370	
Otros						124	124	
Equity						1.089	489	123%
Por acción, £						0,64	0,29	123%

Productos gestionados por el equipo de Belgravia

Todos los productos gestionados por Belgravia se basan en una única cartera de acciones, sobre la que les hemos venido hablando en este informe, pero con distintos perfiles de riesgo, desde Belgravia Delta Fi, nuestro producto sin exposición a riesgo de mercado, hasta la estrategia totalmente invertida, representada por Belgravia Value Strategy. A continuación, les exponemos la evolución de cada una de las estrategias.

Informe 2º trimestre 2023

Belgravia Value Strategy FI

La estrategia tiene un objetivo de superar la rentabilidad del MSCI Europe.

En el segundo trimestre de 2023, Belgravia Value tuvo una depreciación del 2,7%, con una inversión media del 84,8%, frente al 2,3% de rentabilidad del MSCI Europe con dividendos netos. Desde el inicio en octubre de 2019, Belgravia Value Strategy acumula un 41,3% frente al 30,3% del MSCI Europe en el mismo periodo.

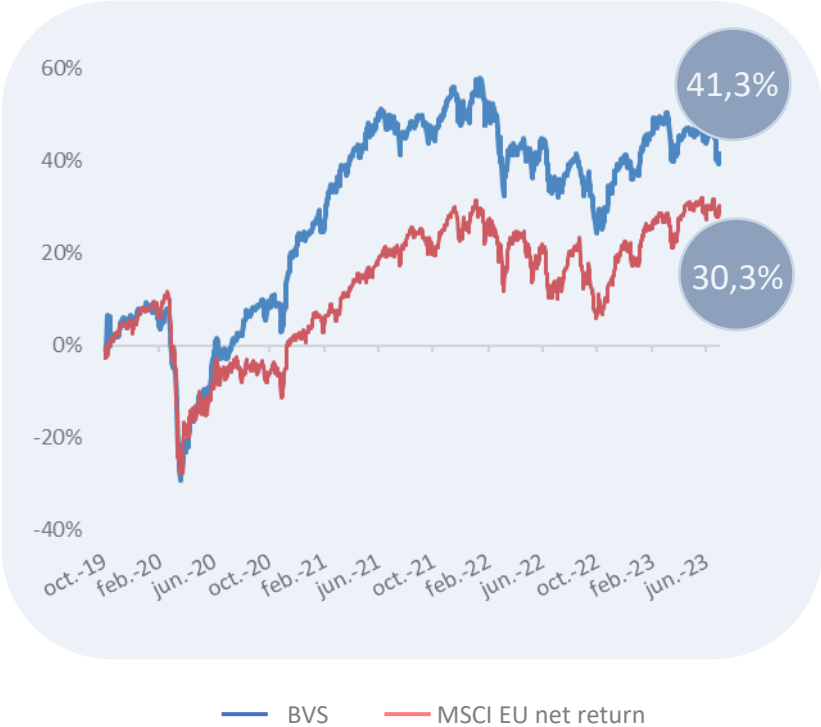
En el trimestre, la selección de valores fue negativa, como refleja la evolución descendente del liquidativo en un contexto de mercado alcista. Si bien el posicionamiento sectorial fue ligeramente positivo, la selección intra-sectorial de compañías fue claramente negativa, aunque concentrada en el mes de junio, pues tanto abril como mayo tuvieron aportación positiva por selección de valores.

A nivel sectorial, destacó la contribución de los sectores de consumo, tanto el discrecional como el defensivo. Dentro del primero, resaltó la contribución de Aston Martin, seguida de Scout e Inditex. En consumo defensivo, destacaron Carlsberg y Coca Cola Europacific. En el lado negativo, el sector de tecnología lastró notablemente la cartera, por las pérdidas sufridas en SES-Imagotag. También lastró la cartera el sector industrial, donde las pérdidas sufridas en Capita, Teleperformance y Renewi excedieron las ganancias de Eurogroup y Ryanair.

Durante el trimestre se vendieron con plusvalías las posiciones en Aston Martin, Inditex, CaixaBank, y Bekaert. Con pérdidas trimestrales se liquidaron Allfunds, Merck, y SES-Imagotag. Entre las nuevas inversiones del trimestre destacan Eurogroup, Alcon, y Convatec.

A las directrices actuales que inspiran la búsqueda de nuevas inversiones, ya mencionadas en las cartas anteriores y que siguen siendo válidas, hemos añadido compañías de menor tamaño (small y mid caps) de alto crecimiento estructural. Entre ellas, destacamos la incorporación a la cartera de Eurogroup, comentada en este informe.

Rent. acumulada desde oct. 2019



Cararcteristicas generales	Belgravia Value Strategy
Exposición a mercado	80% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	38,5
Comisiones	1,60%
Código Bloomberg	VASFFEE
Rating Morningstar	5 estrellas, Oro
Categoría	Fully invested
ISIN	ES0182838005

2º trimestre 2023	Belgravia Value Strategy (%)	MSCI Europe NR (%)
Exposición media a mercado en el trimestre	84,8	100
Exposición a cierre de trimestre	80,3	100
Rentabilidad del trimestre	-2,7	2,3
Rentabilidad en el año	3,3	11,1
Rentabilidad anualizada desde inicio (oct. 2019)	10,7	7,3
Rentabilidad acumulada desde inicio (oct. 2019)	41,3	30,3

Belgravia Epsilon FI

La estrategia tiene un objetivo de rentabilidad positiva con un ratio de Sharpe superior al del Stoxx 600, manteniendo la volatilidad inferior a dicho índice. Es nuestro producto más antiguo, que gestionamos desde 1999.

Actualmente está disponible en formato FI en España pero también como compartimento de una SICAV en Luxemburgo y como Plan de Pensiones desde 2020 (con la misma política de inversión, pero siempre manteniendo la exposición a mercado entre un 30% y 75%).

En el segundo trimestre de 2023, Belgravia Epsilon tuvo una depreciación del -2,98%, con una inversión media en acciones del 50,41%, y una posición media vendida en Eurostoxx50 del 31,27%, lo que supone una inversión neta media del 19,14%. Desde el inicio en Julio de 1999, Belgravia Epsilon acumula una revalorización del 370,2% frente al 186,4% del Stoxx 600 en el mismo periodo.

En el trimestre, la selección de valores fue negativa, como refleja la evolución descendente del liquidativo en un contexto de mercado alcista. Si bien el posicionamiento sectorial fue ligeramente positivo, la selección intra-sectorial de compañías fue claramente negativa, aunque concentrada en el mes de junio, pues tanto abril como mayo tuvieron aportación positiva por selección de valores, medida contra el Stoxx 600.

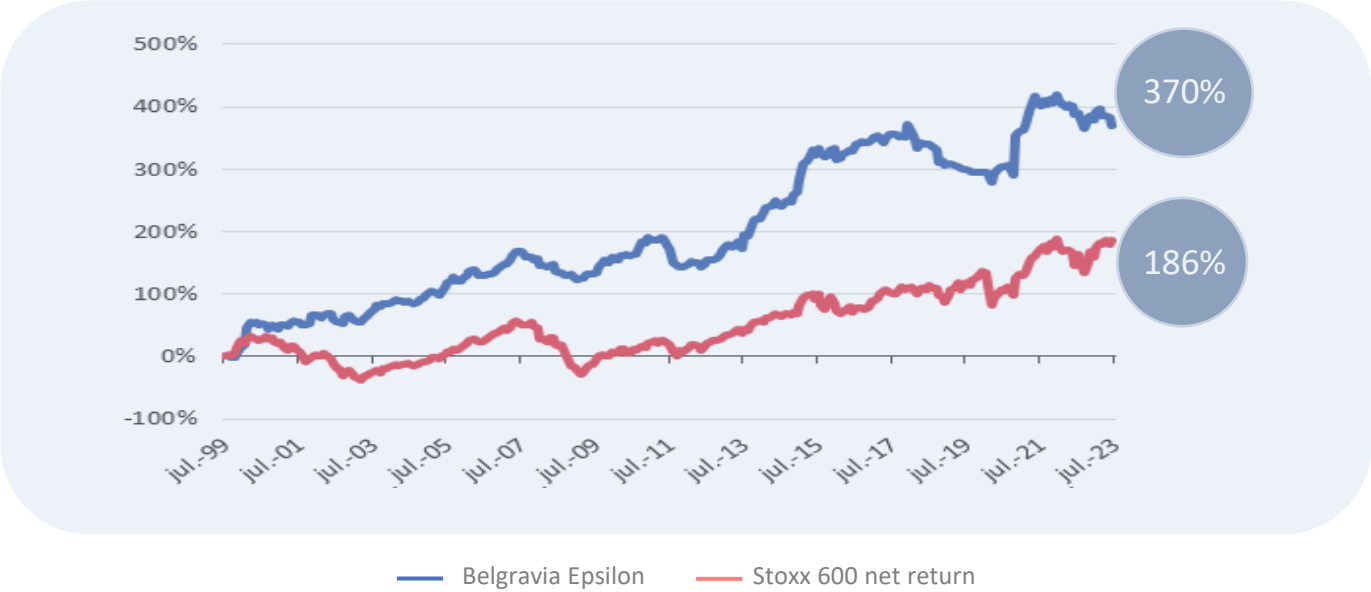
Adicionalmente, la evolución del liquidativo estuvo muy penalizada por el excelente comportamiento alcista del Eurostoxx 50, índice utilizado como cobertura de riesgo de mercado mediante la venta de su futuro. Al 30 de junio, dicho índice acumulaba una rentabilidad en el año del 18,4%, muy por encima de la que cabría esperar de su correlación histórica con el Stoxx 600, cuya revalorización apenas alcanzó la mitad del primero. Estimamos que ese anómalo exceso de rentabilidad del Eurostoxx 50, lastró el liquidativo de Epsilon en un 1,72% en el semestre, teniendo en cuenta la posición media vendida en futuros del 30,4 %.

A nivel sectorial, destacó la contribución de los sectores de consumo, tanto el discrecional como el defensivo. Dentro del primero, resaltó la contribución de Aston Martin, seguida de Scout e Inditex. En consumo defensivo, destacaron Carlsberg y Coca Cola Europacific. En el lado negativo, el sector de tecnología lastró notablemente la cartera, por las pérdidas sufridas en SES-Imagotag. También lastró la cartera el sector industrial, donde las pérdidas sufridas en Capita, Teleperformance y Renewi excedieron las ganancias de Eurogroup y Ryanair.

Durante el trimestre se vendieron con plusvalías las posiciones en Aston Martin, Inditex, Caixabank, y Bekaert. Con pérdidas trimestrales se liquidaron Allfunds, Merck, y SES-Imagotag. Entre las nuevas inversiones del trimestre destacan Eurogroup, Alcon, y Convatec.

A las directrices actuales que inspiran la búsqueda de nuevas inversiones, ya mencionadas en las cartas anteriores, y que siguen siendo válidas, hemos añadido compañías de menor tamaño (small y mid caps) de alto crecimiento estructural. Entre ellas, destacamos la incorporación a la cartera de Eurogroup, comentada en este informe.

Rent. acumulada desde jul. 1999



Características generales	Belgravia Epsilon FI
Exposición a mercado	0% <cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	112
Comisiones	1,25% + 9% s/ resultados
Código Bloomberg	BELEPSI SM Equity
Rating Morningstar	5 Estrellas, Plata
Categoría	Retorno absoluto
ISIN	ES0114353032 (CLASE R)

2º trimestre 2023	Belgravia Epsilon FI (%)	Stoxx 600 NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre	19,1	100
Exposición a cierre de trimestre	15,5	100
Rentabilidad del trimestre	-2,98	2,27
Rentabilidad en el año	-1,9	10,8
Rentabilidad anualizada desde inicio (jul. 1999)	6,7	4,5
Rentabilidad acumulada desde inicio (jul. 1999)	370	186

Belgravia Delta FI

En el segundo trimestre de 2023, Belgravia Delta tuvo una depreciación del 2,8% en su valor liquidativo, con una inversión media en acciones del 39,1%, y una posición media vendida en futuros Eurostoxx 50 del 34,1%, lo que supone una inversión neta media del 4,9% del NAV.

La muy reducida exposición neta a riesgo de mercado o sistemático se debe al carácter market-neutral de su política de inversión, que implica baja volatilidad y una rentabilidad que depende del acierto en la selección de valores y no de la evolución del mercado.

En el trimestre, la selección de valores fue negativa, como refleja la evolución descendente del valor liquidativo. Si bien el posicionamiento sectorial fue ligeramente positivo, la selección intra-sectorial de compañías fue claramente negativa, aunque concentrada en el mes de junio, pues tanto abril como mayo tuvieron aportación positiva por selección de valores, medida contra el Stoxx 600.

Adicionalmente, la evolución del liquidativo estuvo muy penalizada por el excelente comportamiento alcista del Eurostoxx 50, índice utilizado como cobertura de riesgo de mercado mediante la venta de su futuro. Al 30 de junio, dicho índice acumulaba una rentabilidad en el año del 18,4%, muy por encima de la que cabría esperar de su correlación histórica con el Stoxx 600, cuya revalorización apenas alcanzó la mitad del primero. Estimamos que ese anómalo exceso de rentabilidad del Eurostoxx 50 lastró el liquidativo de Delta en un 2,2% en el semestre, teniendo en cuenta la posición media vendida en futuros del 38,2% .

A nivel sectorial, destacó la contribución de los sectores de consumo, tanto el discrecional como el defensivo. Dentro del primero, resaltó la contribución de Aston Martin, seguida de Scout e Inditex. En consumo defensivo, destacaron Carlsberg y Coca Cola Europacific. En el lado negativo, el sector de tecnología lastró notablemente la cartera, por las pérdidas sufridas en SES -Imagotag. También lastró la cartera el sector industrial, donde las pérdidas sufridas en Capita, Teleperformance y Renewi excedieron las ganancias de Eurogroup y Ryanair.

Durante el trimestre se vendieron con plusvalías las posiciones en Aston Martin, Inditex, Caixabank, y Bekaert. Con pérdidas trimestrales se liquidaron Allfunds, Merck, y SES -Imagotag. Entre las nuevas inversiones del trimestre destacan Eurogroup, Alcon, y Convatec.

A las directrices actuales que inspiran la búsqueda de nuevas inversiones, ya mencionadas en las cartas anteriores, y que siguen siendo válidas, hemos añadido compañías de menor tamaño (small y mid caps) de alto crecimiento estructural. Entre ellas, destacamos la incorporación a la cartera de Eurogroup, comentada en este informe.

Rent. acumulada desde feb. 2000

Características generales	Belgravia Delta FI
Exposición a mercado	≈ 0%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	30
Estructura legal	Fondo de Inversión, UCITS
Comisiones	1%/0,8%
Código Bloomberg	BELBALF SM Equity
Rating Morningstar	3 estrellas
Categoría	Market neutral
ISIN	ES0114429006

2º trimestre 2023	Belgravia Delta FI (%)	Stoxx 600 NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre	4,9	100
Exposición a cierre de trimestre	3,7	100
Rentabilidad del trimestre	-2,8	2,3
Rentabilidad en el año	-4,1	10,9
Rentabilidad anualizada desde inicio (feb. 2000)	2,6	3,5
Rentabilidad acumulada desde inicio (feb. 2000)	83,1	123,3

Cristina Solinís	Cristina.solinis@singularam.es	+34 609079997

Singular Asset Management SGIIC SAU
Calle María de Molina, 6
28006 - Madrid
España

www.belgraviacapital.es

Aviso legal

Este documento tiene una finalidad meramente informativa y no constituye, no forma parte y no debe considerarse como una oferta de venta o de suscripción de participaciones de las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Singular AM SGIIC SAU. Todas las opiniones o declaraciones vertidas en este documento expresan nuestro parecer en el momento de su elaboración y pueden cambiar sin previo aviso; tampoco se pretende ni se garantiza, de modo implícito o explícito, que dichas opiniones o declaraciones sean exactas o completas. Singular AM, SGIIC SAU. no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas ocasionadas, directa o indirectamente, por el uso de tales opiniones o declaraciones.

El valor de las participaciones de las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Singular AM, SGIIC SAU puede tanto subir como bajar, y es posible que el inversor no recupere la totalidad del capital invertido. Todas las estimaciones de rentabilidad e indicaciones de resultados obtenidos en el pasado por las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Singular AM que se encuentran en este documento tienen un fin exclusivamente informativo y no puede interpretarse en modo alguno como garantía de rentabilidades futuras.