



Estimado inversor,

La rentabilidad de los fondos durante el trimestre ha sido de un 3,3% para Belgravia Epsilon y del 7,55% para Belgravia Value Strategy. La rentabilidad acumulada desde inicio es del 363,1% y 47,4% respectivamente*.

El trimestre ha vuelto a girar en torno a dos grandes ejes. El primero, el conflicto con Irán y la tensión en el estrecho de Ormuz, que han vuelto a poner sobre la mesa el peso estratégico de la energía, las materias primas y las infraestructuras críticas en un mundo cada vez más fragmentado e inestable. El segundo, la inteligencia artificial, que ha seguido acaparando la atención de los inversores y provocando movimientos muy bruscos en las compañías percibidas como beneficiarias, directas o indirectas, de esta tecnología. Ambos, como veremos, terminan apuntando en una dirección parecida.

Irán, energía y autonomía estratégica

La reactivación de la tensión en el estrecho de Ormuz ha disparado de nuevo la preocupación por los precios del combustible y por la seguridad de las rutas energéticas globales. Y recuerda hasta qué punto la economía mundial sigue descansando sobre una arquitectura energética frágil, concentrada y expuesta a riesgos geopolíticos difíciles de anticipar. Por Ormuz circula una parte muy relevante del comercio mundial de crudo y productos líquidos, y apenas existen alternativas reales si esa ruta quedara cortada durante un periodo prolongado. Se calcula que por el estrecho transita en torno al 20% del consumo mundial de petróleo y gas.

Esto pone el foco sobre una cuestión que consideramos estructural: la autonomía estratégica no es una consigna política abstracta, sino una necesidad económica. Durante décadas, Europa disfrutó de un mundo aparentemente estable, con energía abundante, cadenas de suministro globalizadas y materias primas baratas, un entorno que permitía anteponer la eficiencia a la resiliencia. La fragmentación geopolítica, la guerra en Ucrania, las tensiones en Oriente Medio y la rivalidad creciente entre bloques han roto ese equilibrio, y la seguridad de suministro ha vuelto al centro de las prioridades de gobiernos, empresas e inversores.

En materia energética, eso obliga a Europa a reducir su dependencia de fuentes que no controla. No se trata de perseguir una autosuficiencia imposible, sino de construir un sistema menos vulnerable: más generación local, más redes, más interconexiones, más almacenamiento, más eficiencia y una combinación de fuentes que amortigüe los shocks externos.

La transición energética avanza, pero el mundo va a seguir necesitando petróleo, gas y combustibles líquidos para el transporte, la industria, la petroquímica, la aviación y multitud de usos donde no hay sustituto inmediato. Incluso en escenarios de electrificación acelerada, la demanda energética total sigue creciendo en muchas regiones, y reemplazar unas fuentes por otras exige décadas de inversión. Por eso creemos que el debate no debería plantearse como una elección binaria entre energías tradicionales y nuevas fuentes. La realidad es más compleja: Europa tiene que garantizar el suministro de hoy mientras construye el sistema energético de mañana. El resultado es un ciclo de inversión intensísimo en capital.

*Inicio de gestión: Epsilon julio 1999, Value Strategy octubre 2019

Y esto importa para nuestra cartera. En un mundo donde la seguridad de suministro vuelve a pesar, los activos que ayer parecían poco atractivos adquieren otro valor. Una red eléctrica robusta, una planta química, una mina de cobre, una compañía de ingeniería, un fabricante de transformadores o un proveedor de tubos para proyectos energéticos dejan de ser meros negocios cíclicos: son piezas necesarias para que Europa reduzca su dependencia exterior, electrifique su economía y proteja su base industrial.

Un buen ejemplo de esta dinámica son los servicios petroleros. Tras un ciclo bajista prolongado y muy severo, el sector ha vivido una fuerte concentración: competidores que han desaparecido, fusiones entre los que quedaban y una racionalización notable de la capacidad. El resultado es un grupo más reducido de compañías supervivientes, con estructuras más sólidas y una disciplina de capital muy superior a la del pasado, entre las que cada vez identificamos más candidatas interesantes.

Durante años, muchos de estos negocios se consideraron cíclicos y el mercado los valoró con escaso entusiasmo. Creemos que esa percepción está empezando a cambiar. En un entorno de mayor incertidumbre geopolítica, la capacidad productiva, el conocimiento industrial y la cercanía al cliente recuperan un valor estratégico.

Inteligencia artificial: una revolución real no garantiza una buena inversión

El segundo gran tema del trimestre, la inteligencia artificial, nos lleva por un camino distinto, pero a una conclusión sorprendentemente parecida. Pocos discutirían a estas alturas que se trata de una de las transformaciones tecnológicas más profundas de las últimas décadas. Ahora bien, como inversores nos interesa separar dos cosas que a menudo se confunden: acertar con la tendencia es una cosa, y el precio que uno paga por exponerse a ella es otra muy distinta.

No sabemos cuánto se prolongará la fase actual de euforia, ni qué compañías acabarán capturando la mayor parte del valor económico que la tecnología termine generando. Lo que sí sabemos es que, en las grandes revoluciones tecnológicas, el que gana la partida industrial no siempre es el que la gana en bolsa. Una empresa puede estar perfectamente posicionada en una tendencia enorme y, aun así, ser una mala inversión si su cotización descuenta una evolución excesivamente optimista.

Buena parte de ese entusiasmo se ha concentrado en el universo tecnológico y, en particular, en los semiconductores, la infraestructura digital, la conectividad y el software. Muchas de estas compañías han visto expandirse sus múltiplos hasta niveles muy exigentes, descontando años de crecimiento elevado, márgenes al alza y prácticamente ningún tropiezo. En ese contexto, hasta unos buenos resultados pueden decepcionar si el mercado esperaba algo todavía mejor.

Un buen termómetro del grado de entusiasmo que se está alcanzando en ciertas historias de crecimiento ha sido el estreno bursátil de SpaceX, que empezó a cotizar en junio. Pese a tratarse de un negocio aún muy intensivo en capital, con pérdidas en 2025 y fuertes necesidades de inversión por delante, la compañía llegó a superar los 2 billones de dólares (2 trillion en lenguaje anglosajón) de valoración.

Y pese a cotizar a unas 50 veces las ventas esperadas para 2026, de los 35 analistas que la cubren, 29 recomiendan comprar y solo uno vender, con un potencial medio de revalorización cercano al 60% y algún analista que incluso le asigna un recorrido del 440%. Cuesta encontrar coherencia en que una compañía con múltiplos tan altos reúna, a la vez, un consenso tan uniforme. Este tipo de dinámica trae ecos de los últimos compases de la burbuja puntocom; no porque la situación tenga que repetirse, sino porque, como suele decirse, la historia rara vez se repite con exactitud, pero a menudo rima.

Donde el mercado aún mira poco

No creemos necesario acertar qué compañía capturará la mayor parte del valor económico de la IA. Preferimos comprar negocios que ya nos parecen atractivos por sí mismos y que, además, pueden aprovechar algunas de las consecuencias más prosaicas de esta transformación.

Entrenar y ejecutar modelos exige centros de datos. Levantar centros de datos exige acero, cemento, cobre, equipos eléctricos, sistemas de refrigeración, componentes electrónicos, productos químicos, permisos, suelo, agua, energía y redes. Y conectar toda esa nueva demanda al sistema exige transformadores, subestaciones, cables, capacidad de transmisión y años de inversión.

La inteligencia artificial es una nueva fuente de demanda sobre un sistema energético e industrial que ya estaba sometido a fuertes tensiones. La electrificación, la relocalización productiva, la inversión en redes y la necesidad de reforzar la seguridad de suministro apuntaban en esa dirección antes de que la IA se convirtiera en el centro del debate. Los centros de datos no hacen más que acelerar una necesidad que ya existía: invertir en capacidad física, materiales, equipos eléctricos y redes capaces de sostener una economía más intensiva en electricidad.

Un artículo reciente del [Financial Times](#)* ilustraba precisamente esta dimensión del fenómeno. Según la publicación, los centros de datos consumieron alrededor de 448 TWh de electricidad el año pasado, una cifra que podría duplicarse en apenas cuatro años. El mismo artículo apuntaba que 75 proyectos de centros de datos en Estados Unidos, por un valor aproximado de 130.000 millones de dólares, se retrasaron o bloquearon en el primer trimestre de 2026 por cuellos de botella de energía, permisos, agua, suelo y oposición local.

Nos parece un dato revelador. Sin cobre no hay electrificación; sin acero no hay infraestructura; sin energía no hay centros de datos; sin química no hay semiconductores, cables, baterías ni equipamiento industrial; y sin transformadores no hay forma de enchufar la nueva demanda eléctrica a la red. Ninguna de estas compañías protagoniza el relato de la inteligencia artificial, pero sin ellas ese relato no se sostiene.

Lo interesante es que muchas de estas compañías siguen cotizando como negocios industriales convencionales, pese a que sus activos, su capacidad productiva y su posición en la cadena de suministro son cada vez más difíciles de replicar y más necesarios para sostener las tendencias de inversión que estamos viendo. Y es precisamente ahí donde estamos encontrando las mejores oportunidades: compañías sólidas, fuera del foco y a precios razonables.

R&S Group: un ejemplo de activo crítico

Un caso que resume bien esta forma de pensar es R&S Group, compañía suiza especializada en transformadores de potencia y distribución. A primera vista puede parecer un negocio industrial sencillo. Pero los transformadores se han convertido en uno de los mayores cuellos de botella para expandir las redes eléctricas y para construir nuevos centros de datos. Basta un dato para dimensionar el cuello de botella: los grandes transformadores de potencia para modernización de la red pueden tardar hoy hasta 36-48 meses en entregarse, y los industriales para centros de datos del orden de 12-18 meses. Cuando el plazo de entrega de un componente se mide en años, deja de ser un detalle logístico para convertirse en un elemento crítico de toda la inversión en electrificación.

El transformador es la pieza que adapta la tensión de la electricidad, permite transportarla de forma eficiente y conecta generación, red y consumo. Sin transformadores no hay electrificación de la economía, ni integración de nuevas renovables, ni expansión de redes, ni capacidad para alimentar los centros de datos al ritmo que hoy proyecta el mercado.

Lo relevante es que su negocio se sostiene incluso sin asumir una aceleración indefinida de la IA. La modernización de las redes, la transición energética, la electrificación industrial y la necesidad de reforzar la autonomía energética europea son, por sí solas, tendencias de sobra suficientes. La inteligencia artificial aporta una fuente extra de demanda, pero no es la única razón para estar invertidos.

Esta clase de compañías encaja de lleno con nuestra filosofía: productos críticos cuyo fallo no es una opción, lo que se traduce en exigentes y largos procesos de homologación, conocimiento técnico acumulado y una capacidad industrial que no se copia con facilidad. Y cuando se pueden comprar a valoraciones razonables, ofrecen una combinación poco habitual de calidad, crecimiento potencial y margen de seguridad.

Ya sea desde la energía y la autonomía estratégica, ya sea desde la infraestructura que sostiene la inteligencia artificial, llegamos a la misma conclusión: buena parte del valor está hoy en compañías que el mercado ha aprendido a ignorar. Es sobre ellas dónde venimos construyendo la cartera, apoyándonos en varias tendencias estructurales que se refuerzan entre sí: electrificación, inversión en redes, autonomía energética, reindustrialización europea, infraestructuras críticas y materiales esenciales.

* <https://ig.ft.com/transformers/>

Nuestra cartera actual

Actualmente nuestra cartera está compuesta por 40 compañías. Durante el trimestre hemos seguido ajustándola, aprovechando los fuertes movimientos del mercado para reforzar posiciones donde seguimos viendo una combinación atractiva de calidad, crecimiento y valoración, y para reducir o vender aquellas cuyo recorrido nos parecía ya más limitado.

La cartera mantiene una exposición relevante a compañías industriales, de materiales, energía, infraestructuras, componentes eléctricos y servicios esenciales. No porque busquemos una cartera temática, sino porque es ahí donde hoy encontramos negocios sólidos, con ventajas competitivas reales y cotizaciones que, en nuestra opinión, no recogen ni la calidad de sus negocios ni sus perspectivas de crecimiento.

Destacamos especialmente la calidad del conjunto de compañías que forman nuestra cartera. Invertimos en líderes de sus respectivos mercados, muchos de ellos con posiciones oligopolistas, negocios difíciles de replicar, balances razonables y capacidad para reinvertir capital a retornos atractivos.

Esto viene respaldado por las métricas de la cartera:

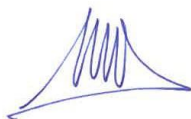
	Cartera	Índice
Crecimiento de beneficios	17,0%	9,4%
ROCE*	17,5%	12,7%
Apalancamiento*	1,6x	3,12x
FCF Yield	5,7%	5,0%

*Promedio de la cartera ex-financieras

Las compañías en cartera continúan mostrando unas métricas de calidad superiores a la media del mercado, con elevados retornos sobre el capital empleado, crecimiento consistente de beneficios y niveles de endeudamiento moderados. Además, cotizan a valoraciones que consideramos atractivas, tanto en términos absolutos como frente al mercado, sobre todo si tenemos en cuenta la calidad de sus negocios y la opcionalidad adicional que aportan algunas de las tendencias comentadas a lo largo de esta carta.

En el equipo de Belgravia valoramos profundamente la confianza que han depositado en nosotros. Afrontamos nuestro trabajo con compromiso, disciplina y una visión de largo plazo, con el objetivo de proteger y hacer crecer el capital invertido.

Atentamente.



Salvador de Miguel, CFA, Cad
Director de Inversiones

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 menor 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.