Belgravia Capital

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

Belgravia Capital

Carta a Inversores

Cuarto trimestre 2024

Estimados inversores,

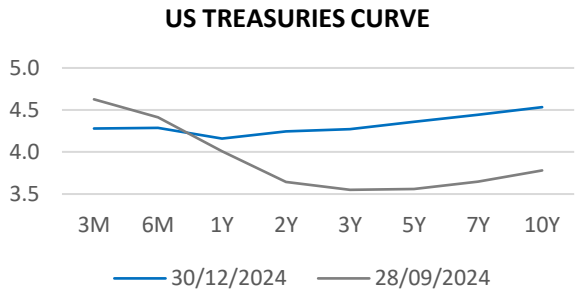
Cerramos el último trimestre del año con una caída del 2,7% en la bolsa europea medida con el índice Stoxx 600. En cambio, en EE.UU. las bolsas terminaron el año con subidas en los índices, tanto en el S&P 500 que subió un 2,74% como en el Nasdaq, que subió un 7,25%.

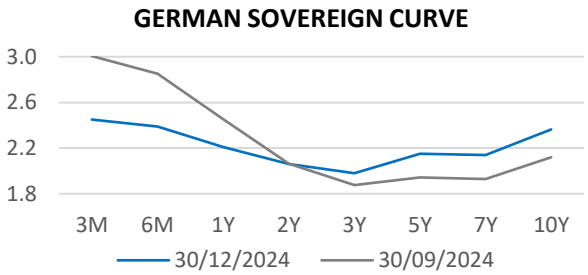
Para el conjunto del 2024, ha sido un año positivo para las bolsas a ambos lados del Atlántico: el Stoxx 600 cierra con una subida del 8,8%, el S&P 500 sube un 25,0% mientras que el Nasdaq sube un 30,5%.

La renta fija ha tenido un comportamiento negativo en el trimestre con caídas de precio y, en consecuencia, subidas en la rentabilidad de los bonos de gobierno, especialmente relevantes en EE.UU. (TIR 4,6% a 31 de diciembre frente a 3,78% a 30 de septiembre en el bono a 10 años) y menos pronunciadas en Europa (TIR 2,36% a 31 de diciembre frente a 2,12% en septiembre para el bono soberano alemán).

Este trimestre ha continuado el empinamiento de la pendiente de la curva de tipos que comentamos el trimestre anterior, en este caso provocado por las fuertes subidas en las tires de los plazos largos (más de 5 años). Ello explica el mejor comportamiento durante el trimestre de la renta variable “madura” frente a la de “crecimiento”.

.





Las elecciones americanas han tenido un gran peso en el discurso del mercado durante el trimestre. En noviembre se confirmó la victoria de Trump para un segundo mandato que, además, vino acompañado del "Red Sweep", es decir, el control tanto de la Cámara de Representantes como del Senado, lo que le dará más posibilidades para implementar sus políticas. Por lo que ha venido anunciando los últimos meses es probable que veamos un incremento en los aranceles, bajadas de impuestos y menos regulación para fomentar la actividad empresarial. Existe cierto consenso en que estas medidas tendrán un impacto positivo en el crecimiento y aumentarán la inflación, aunque es difícil determinar cuáles serán las consecuencias reales.

En Europa, nos encontramos con una ausencia de liderazgo alarmante en un periodo donde habrá que tomar decisiones de calado para hacer frente a los desafíos que presentará la nueva geopolítica planteada por el presidente Trump. En Francia, apenas 52 días después de ser nombrado, cayó el gobierno de Michael Barnier trans una moción de censura, obligando a Macron a nombrar un nuevo primer ministro en François Bayrou, más cercano a la izquierda que su predecesor.

En Alemania, quebró la coalición de gobierno en noviembre y, tras perder una moción de confianza, el canciller Scholz convocó elecciones que tendrán lugar en febrero, lo que podría dejar a la principal economía de la eurozona sin gobierno hasta el mes de abril.

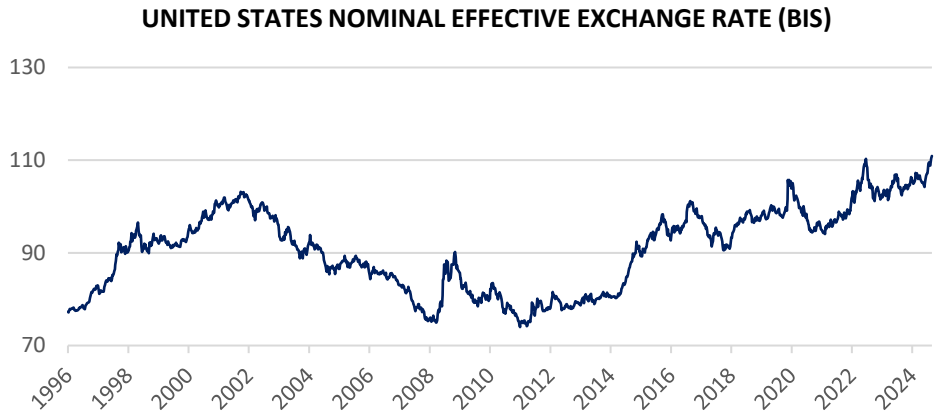
En el plano económico, los datos siguen mostrando la fortaleza de la economía americana: el dato del PIB del trimestre anterior refleja un crecimiento anualizado del PIB del 3,1%, la confianza del consumidor americano sigue en positivo, el crecimiento del empleo repuntó en diciembre tras las perturbaciones meteorológicas de octubre y noviembre y las encuestas empresariales mostraron un sector servicios boyante. Sin embargo, la inflación estadounidense se mantuvo estable, ya que la tasa general subió al 2,7% (interanual), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 3,3%.

Los datos económicos europeos siguieron siendo más moderados, aunque la actividad del sector servicios repuntó según las encuestas empresariales, la actividad manufacturera permanece en terreno de contracción.

A pesar de las subidas del conjunto del trimestre, los mercados mostraron una debilidad generalizada durante el mes de diciembre, al tiempo que la Reserva Federal de EE.UU. daba a conocer unas previsiones de tipos de interés más duras para el próximo año. Si bien la Fed redujo los tipos de interés en 25pb tanto en noviembre como en diciembre, la fortaleza de la inflación y la incertidumbre respecto al impacto de la política arancelaria americana, llevaron a la Fed a reducir de cuatro a dos los recortes esperados para el 2025, provocando caídas en las bolsas y repuntes en la rentabilidad de los bonos.

El Banco Central Europeo (BCE) también recortó las tasas durante el trimestre, dejando el tipo de referencia en el 3%. La inestabilidad política en Francia contribuyó a debilidad del mes de diciembre, ya que las tires de los bonos franceses superaron brevemente a los de los bonos griegos por primera vez en la historia.

En cuanto a las materias primas, el petróleo subió en el trimestre (+4%), pero bajó ligeramente en 2024 (-3%). A pesar de que el dólar estadounidense alcanzó un máximo histórico en términos nominales ponderados por el comercio, el oro registró su mejor año desde 2010 en dólares.



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.

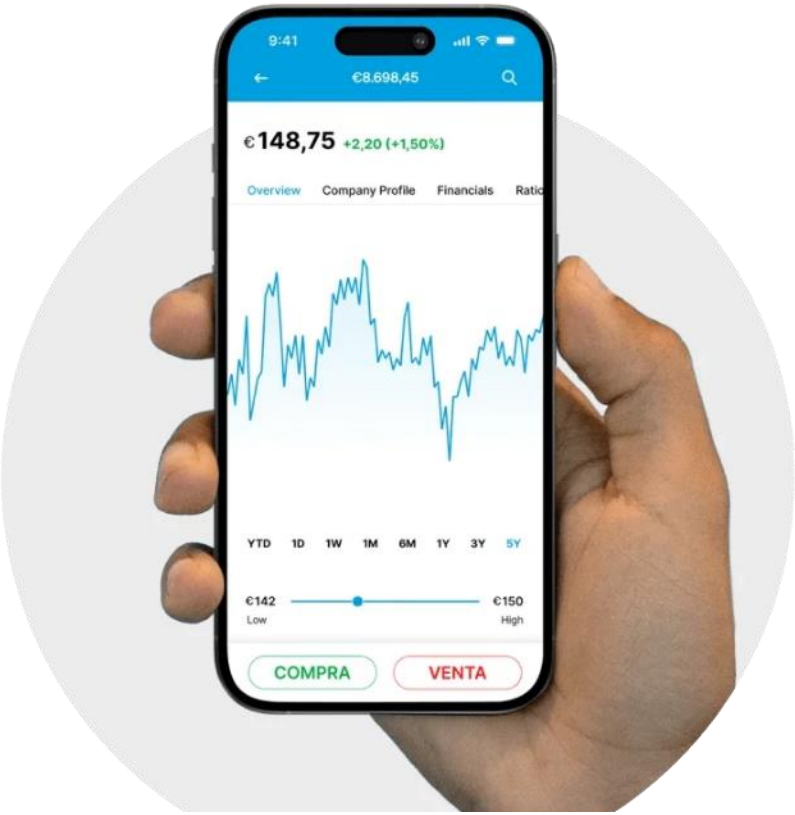
La rentabilidad teórica de esta cartera en el trimestre ha sido de un 4,91% frente a un 1,27% del Stoxx 600. Desde inicio (30 de junio de 2021) hasta el 31 de diciembre de 2024 la rentabilidad acumulada es de un 41,8% frente a una subida del 23,5% del Stoxx 600 incluyendo dividendos, es decir, un diferencial positivo de un 18,8%.

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar flatexDEGIRO y CTS Eventim, que sustituyen a Criteo y Hikma del trimestre anterior.

*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 31/12/2024*	VL Cartera de 2 valores	Stoxx 600
RETORNO ACUMULADO	41.8%	23.5%
RETORNO ACUMULADO ANUALIZADO	12.0%	6.8%
RETORNO POR TRIMESTRE		
1Q24 (Eurogroup & Carlsberg)	5.97%	7.82%
2Q24 (Gerresheimer & Ionos)	8.22%	2.16%
3Q24 (Hikma & Criteo)	4.91%	1.27%
4Q24 (Reply & Gerresheimer)	1.11%	-2.58%
DESV. RET DIARIO	1.8%	0.9%
DESV. RET DIARIO ANUALIZADO	29.2%	14.2%
MAX DRAWDOWN	-49.7%	-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.



flatex DEGIRO

Financial power to you

Informe 4º trimestre 2024

Con sede en Frankfurt (Alemania), FlatexDEGIRO es el bróker online líder en Europa por número de clientes gracias a sus bajos precios y a ser una plataforma de inversión online sencilla e intuitiva. FlatexDEGIRO es resultado de la compra en julio de 2020 del bróker online holandés Degiro (primer broker mayorista para el inversor privado) por parte del alemán Fintech (Flatex).

Hoy flatexDEGIRO es el mayor bróker online de Europa con más de 3 millones de clientes y 72.000 millones de euros de activos bajo custodia en 16 países (Alemania, Holanda y Austria como regiones core; Francia, España, Italia y Portugal como principales regiones de crecimiento). Las economías de escala de costes de que disfruta como mayor bróker online europeo, se potenciarán aún más con la integración en una sola de sus dos principales plataformas de trading, Flatex y Degiro, en los próximos años.

Tras una auditoría especial que ha durado dos años, las relaciones de flatexDEGIRO con su principal regulador, el alemán BaFin, vuelven a la normalidad al finalizar en septiembre la supervisión extraordinaria del regulador. Además, desde octubre de 2024 cuenta con nuevo CEO, Oliver Behrens, anteriormente CEO de Morgan Stanley Europa, que debería llevar a la compañía al siguiente nivel. De cara al cierre de 2024 y a 2025, la mejora secuencial de la actividad de trading en el último trimestre, la incorporación de nuevos clientes y fuentes de ingresos gracias a la introducción de nuevos productos (criptomonedas desde diciembre 2024 y préstamo de acciones a lo largo de 2025), y una gestión de la liquidez más eficiente permitirán a la compañía superar las expectativas.

En términos de valoración, FlatexDEGIRO cotiza a 14,1 PE25, un 35% de descuento frente a la media de sus comparables (Swissquote, Nordnet, Avanza) a pesar de su mayor crecimiento (10,5% EPS CAGR 25-27 vs 8,3%).

	PE25	EPS CAGR25-27	PEG
FlatexDEGIRO	**14.15**	**10.5%**	**1.34**
Swissquote	17.82	7.4%	2.42
Avanza	23.19	4.2%	5.47
Nordnet	24.45	13.2%	1.85

La mejor tecnología al servicio del espectáculo

Informe 4º trimestre 2024

Eventim es una compañía alemana, es el principal vendedor de entradas para eventos y espectáculos en directo de Europa además de ser organizador y promotor de eventos, conciertos y espectáculos, ofreciendo un modelo integral.

Eventim fue fundada en 1989 por el que sigue siendo su CEO, Klaus-Peter Schulenberg, una destacada figura en la industria del entretenimiento desde hace más de 45 años. Schulenberg constituyó Eventim como una agencia de representación de artistas y eventos que organizaba conciertos. En el año 1996 adquirió la empresa de venta de entradas CTS, dando lugar a las dos divisiones que forman hoy la compañía.

Live Entertainment: representa un 70% de las ventas del grupo y un 25% del EBITDA. Con 36 promotores en 15 países, esta división organiza más de 40 festivales y 15,000 espectáculos anuales, atrayendo a 12 millones de visitantes al año. Además, es operador de reconocidos recintos de eventos en Europa como el Eventim Apollo de Londres.

Ticketing: la división de venta de entradas representa en torno a un 30% del total de las ventas del grupo, pero genera más de un 75% del EBITDA. Comercializa entradas a través de varios canales incluyendo taquilla, webs de entradas online y call centers en más de 25 países. En el año 2023 vendió más de 300 millones de entradas. Eventim tiene una posición de mercado dominante en la zona centro de Europa (Alemania, Austria y Suiza) además de en Italia, con una cuota de mercado por encima del 70%. Además, tiene posiciones de mercado relevantes en Francia, UK y España.

La industria de la música en directo crece a un ritmo del 7-9% anual. Eventim, cuenta con una posición dominante y con fuertes barreras de entrada, lo que le permite crecer incluso por encima del crecimiento del sector. El modelo de negocio de Eventim es muy poco intensivo en capital además de que funciona con capital circulante negativo, lo que le permite obtener unos retornos sobre el capital empleado muy elevados.

Eventim cotiza con un descuento del 25% en múltiplo de beneficio operativo respecto a Live Nation, que es su principal competidor. El descuento en PER es casi del 100% a pesar de contar con caja neta en el balance.

2025 Ticketing/Entretenimiento y contenido

	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Live Nation	1.3	15.1	23.3	49.7
UMG	3.6	15.4	17.4	22.8
Warner Music	2.8	12.0	15.4	19.6
Promedio	**2.6**	**14.2**	**18.7**	**30.7**

2025 Plataformas de reserva online/clasificados

	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Scout24	11.2	18.4	21.4	29.4
Rightmove	12.0	17.0	17.3	23.3
Trainline	3.9	10.5	15.3	19.7
AutoTrader	10.8	16.1	16.6	22.0
Booking.com	6.5	18.0	19.9	23.6
Promedio	**8.9**	**16.0**	**18.1**	**23.6**

	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
CTS Eventim	**2.9**	**14.6**	**17.5**	**24.0**

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.

Belgravia Value Strategy FI

La estrategia tiene un objetivo de superar la rentabilidad del MSCI Europe NR, manteniendo un grado de inversión en renta variable superior al 80%.

Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en acciones de renta variable del 86%, lo que resulta en un grado de inversión del 83% ajustado por beta. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente dos tercios corresponden a compañías de gran capitalización y un tercio a compañías de mediana y pequeña capitalización.

En el cuarto trimestre de 2024, Belgravia Value se depreció un 2%, con una inversión media en acciones del 82%, y una posición media comprada en futuros Stoxx600 del 7%, lo que supone una inversión larga total en renta variable del 89%. Desde el inicio en octubre de 2019, BVS acumula una revalorización del 29% frente al 47% del MSCI Europe en el mismo periodo.

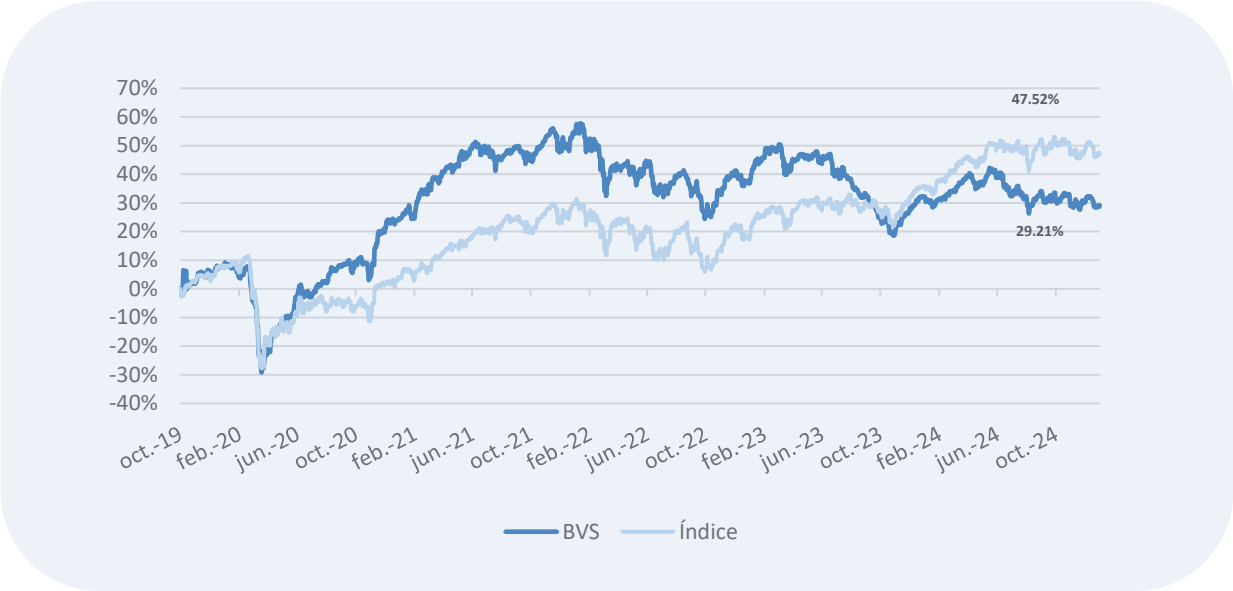
La selección de valores fue positiva en el trimestre, como muestra la menor caída del valor liquidativo en el periodo respecto a la rentabilidad del -2,7 % en el Stoxx 600. Ello a pesar de que los sesgos de la cartera (hacia small y mid caps, hacia crecimiento, y sobreponderada en sanidad e infraponderada en bancos) fueron adversos puesto que en el cuarto trimestre:

1. Los small y mid caps continúaron comportándose peor que los large caps
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value
3. El sector financiero se revalorizó un 3,6% mientras el sector de sanidad se depreció un 9%

El principal factor de atribución positiva de rentabilidad en el trimestre fue el acierto en los large caps, donde obtuvimos una rentabilidad del 1% frente a una caída del 2,25% en los índices de large caps europeos de referencia. A destacar las contribuciones a la cartera de Reply, SAP, Scout24, Ryanair y Essilor. De entre las posiciones mid caps, destacaron positivamente Lottomatica, Criteo y FlatexDEGIRO.

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps, si bien se ha reducido en Enero, así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como bancos y energía. Como nuevas posiciones, se han incorporado Inditex, Tesco, Rightmove y CTS Eventim, aprovechando sus recortes tras la publicación de resultados. Por otra parte, hemos vendido JD Sports, Criteo y Nestle.

Rent. acumulada desde oct. 2019



Cararcteristicas generales	Belgravia Value Strategy
Exposición a mercado	80% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	18
Comisiones	1,35 + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	VASFFEE
Categoría	Fully invested
ISIN	ES0182838005

4º trimestre 2024	Belgravia Value Strategy (%)	Índice Europeo NR (%)
Exposición media a mercado en el trimestre	88,8	100
Exposición a cierre de trimestre	81,8	100
Rentabilidad del trimestre	-2,02	-2,7
Rentabilidad en el año	-2,28	8,6
Rentabilidad anualizada desde inicio (oct. 2019)	5,00	7,7
Rentabilidad acumulada desde inicio (oct. 2019)	29,2	47,5

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, el fondo tiene un grado de inversión en acciones de renta variable del 59% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 18%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 41%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente dos tercios corresponden a compañías de gran capitalización y un tercio a compañías de mediana y pequeña capitalización.

En el cuarto trimestre de 2024, Belgravia Epsilon se depreció un 0,27%, con una inversión media en acciones del 58%, y una posición media vendida en futuros del 15%, lo que supone una inversión neta media del 37%. Desde el inicio en Julio de 1999, Belgravia Epsilon acumula una revalorización del 336% frente al 225% del Stoxx 600 en el mismo periodo.

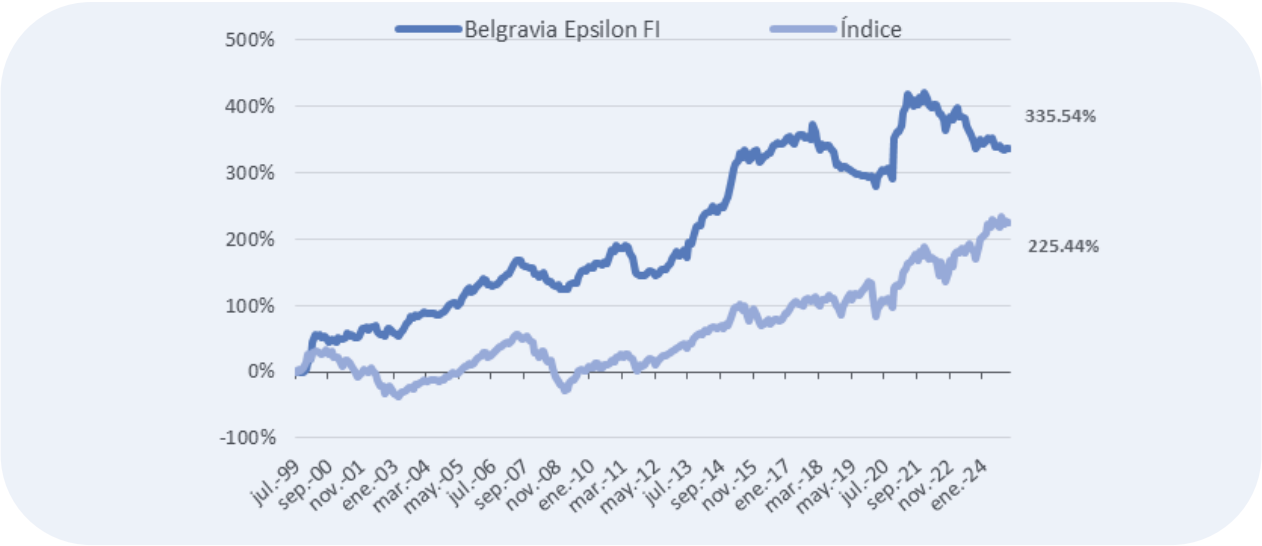
La selección de valores fue positiva en el trimestre, medida contra el Stoxx600, como muestra la mínima caída del valor liquidativo en el periodo respecto a la del -2,7 % en el Stoxx 600. Ello a pesar de que los sesgos de la cartera (hacia small y mid caps, hacia crecimiento, y sobreponderada en sanidad e infraponderada en bancos) fueron adversos puesto que en el cuarto trimestre:

1. Los small y mid caps continúaron comportándose peor que los large caps
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value
3. El sector financiero se revalorizó un 3,6% mientras el sector de sanidad se depreció un 9%

El principal factor de atribución positiva de rentabilidad en el trimestre fue el acierto en los large caps, donde obtuvimos una rentabilidad del 1% frente a una caída del 2,25% en los índices de large caps europeos de referencia. A destacar las contribuciones a la cartera de Reply, SAP, Scout24, Ryanair y Essilor. De entre las posiciones mid caps, destacaron positivamente Lottomatica, Criteo y FlatexDEGIRO.

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps, si bien se ha reducido en Enero, así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como bancos y energía. Como nuevas posiciones, se han incorporado Inditex, Tesco, Rightmove y CTS Eventim, aprovechando sus recortes tras la publicación de resultados. Por otra parte, hemos vendido JD Sports, Criteo y Nestle.

Rent. acumulada desde jul. 1999



Características generales	Belgravia Epsilon FI, R
Exposición a mercado	0% <cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	39
Comisiones	1,25% + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	BELEPSI SM Equity
Rating Morningstar	4 Estrellas, Plata
Categoría	Retorno absoluto
ISIN	ES0114353032 (CLASE R)

4º trimestre 2024	Belgravia Epsilon FI (%)	Índice Europeo NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre	36,5	100
Exposición a cierre de trimestre	38,8	100
Rentabilidad del trimestre	-0,27	-2,6
Rentabilidad en el año	-3,02	8,8
Rentabilidad anualizada desde inicio (jul. 1999)	6,0	4,8
Rentabilidad acumulada desde inicio (jul. 1999)	336	225

Belgravia Delta FI

El fondo tiene un objetivo de rentabilidad anual positiva no garantizada, con un enfoque Equity Market Neutral.

Belgravia Delta es un fondo de retorno absoluto market-neutral. Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en acciones de renta variable del 55% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 51%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 4%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente dos tercios corresponden a compañías de gran capitalización y un tercio a compañías de mediana y pequeña capitalización.

En el cuarto trimestre de 2024, Belgravia Delta se apreció un 1,23%, con una inversión media en acciones del 51%, y una posición media vendida en futuros del 49%, lo que supone una inversión neta media del 2%. Desde el inicio en 2000, Belgravia Delta acumula una revalorización del 67,9%.

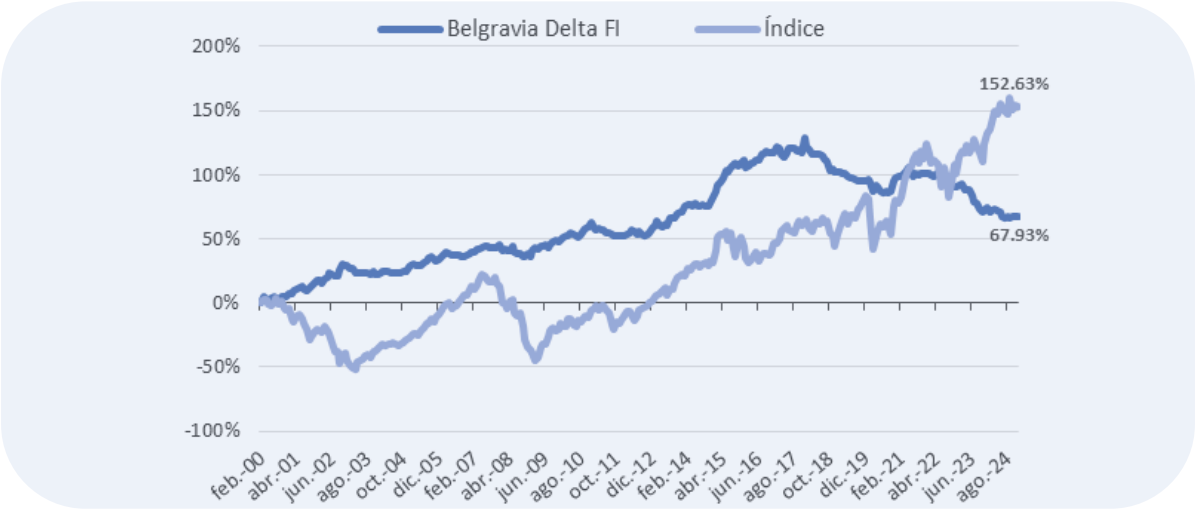
La selección de valores fue positiva en el trimestre, medida contra el Stoxx600, como muestra la revalorización del valor liquidativo en el periodo. Ello a pesar de que los sesgos de la cartera (hacia small y mid caps, hacia crecimiento, y sobreponderada en sanidad e infraponderada en bancos) fueron adversos puesto que en el cuarto trimestre:

1. Los small y mid caps continúaron comportándose peor que los large caps
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value
3. El sector financiero se revalorizó un 3,6% mientras el sector de sanidad se depreció un 9%

El principal factor de atribución positiva de rentabilidad en el trimestre fue el acierto en los large caps, donde obtuvimos una rentabilidad del 1% frente a una caída del 2,25% en los índices de large caps europeos de referencia. A destacar las contribuciones a la cartera de Reply, SAP, Scout24, Ryanair y Essilor. De entre las posiciones mid caps, destacaron positivamente Lottomatica, Criteo y FlatexDEGIRO

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps, si bien se ha reducido en Enero, así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como bancos y energía. Como nuevas posiciones, se han incorporado Inditex, Tesco, Rightmove y CTS Eventim, aprovechando sus recortes tras la publicación de resultados. Por otra parte, hemos vendido JD Sports, Criteo y Nestle.

Rent. acumulada desde oct. 2000



Características generales	Belgravia Delta FI
Exposición a mercado	≈ 0%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	5,2
Estructura legal	Fondo de Inversión, UCITS
Comisiones	1% + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	BELBALF SM Equity
Categoría	Market neutral
ISIN	ES0114429006

4º trimestre 2024	Belgravia Delta FI (%)	Índice europeo NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre (ajustada por beta)	1,31	100
Exposición a cierre de trimestre (ajustada por beta)	0,85	100
Rentabilidad del trimestre	1,23	-2,6
Rentabilidad en el año	-3,02	8,8
Rentabilidad anualizada desde inicio (feb. 2000)	2,11	3,8
Rentabilidad acumulada desde inicio (feb. 2000)	67,9	152,6

Cristina Solinís	Cristina.solinis@singularam.es	+34 915158621

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

www.singularam.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.