



Estimado inversor,

El primer trimestre la renta variable europea cayó un -1,01% medida por el índice Stoxx600 mientras que el Eurostoxx50 retrocedió un -3,58%, en ambos casos incluyendo dividendos netos. Dado que el índice Stoxx600 es más representativo de la economía europea en su conjunto, es el índice que utilizamos como referencia.

La rentabilidad de los fondos durante el primer trimestre ha sido de un -3,57% para Belgravia Epsilon, un -2,55% para Belgravia Delta y del -6,12% para el fondo Belgravia Value Strategy. La rentabilidad acumulada desde inicio es del 363%, 66,8% y 48,4% respectivamente*.

El peor comportamiento de los fondos respecto a los índices se explica principalmente por la inversión en algunas compañías que han sufrido correcciones por el riesgo de disrupción de sus negocios provocado por la inteligencia artificial, además de una menor exposición que el índice a compañías de energía y materiales, que son las que mejor comportamiento han tenido en el trimestre.

Respecto al primer punto, antes del conflicto de Irán, el mercado estuvo muy condicionado por la narrativa de una posible disrupción en las compañías de software, cuyas cotizaciones llegaron a caer entre un 30% y un 50%. Durante 2024 y 2025, tanto el mercado como los analistas consideraban a las compañías de software y datos como grandes ganadoras potenciales, en la medida en que disponen de la materia prima, los datos; son empresas grandes, cuentan con escala suficiente y con capacidad para invertir en inteligencia artificial. Bajo esa premisa, se asumía que serían las mejor posicionadas para analizar datos, desarrollar nuevos productos y aumentar precios a sus clientes, acelerando así el crecimiento de sus ingresos.

Sin embargo, desde septiembre del año pasado, a medida que se han ido descubriendo nuevas utilidades y capacidades de la IA, el mercado ha empezado a poner el foco en el riesgo de disrupción que también afrontan estas compañías. En particular, ha cobrado fuerza la idea de que la IA reduce las barreras de entrada para nuevos competidores, que podrían desarrollar desde cero productos similares o incluso mejores a un coste muy bajo. Como consecuencia, las cotizaciones de este tipo de compañías han sufrido correcciones severas.

En Belgravia nos mantenemos al margen de este tipo de debate, actualmente apenas tenemos inversiones en compañías cuya actividad principal sea la venta de software. Sin embargo, sí hemos sido inversores en compañías vinculadas al mundo digital, cada una de una forma distinta, como Auto1, Ionos, Reply o Flatex, que se han visto igualmente afectadas y salpicadas por esta tendencia que acabamos de comentar, a pesar de que ninguna de estas compañías tiene la venta de software como fuente de ingresos.

*Inicio de gestión: Epsilon julio 1999, Delta febrero 2000, Value Strategy octubre 2019

Lo que queremos destacar es que en muchas ocasiones el mercado no distingue el grano de la paja y genera movimientos rápidos y agresivos en función de cambios de atención o foco de los analistas, muchas veces movidos por titulares o por modas pasajeras.

El fenómeno de la inteligencia artificial está siendo igual de disruptivo para el funcionamiento no solo empresarial sino también social, como lo fueron en su día el desarrollo de internet o de la electricidad. En entornos como el actual, marcados por una transformación tecnológica tan rápida como incierta y aún en una fase muy temprana, resulta especialmente difícil anticipar con convicción quiénes serán los grandes ganadores y quiénes acabarán siendo los perdedores. Por ello, creemos que la postura más sensata es mantener cierta distancia y actuar más como observadores que como protagonistas, centrando la atención no tanto en los posibles vencedores directos, sino en aquellas compañías sólidas que puedan beneficiarse indirectamente de estos cambios, ya sea mediante ganancias de eficiencia, reducción de costes o una mejor posición competitiva.

Respecto al segundo punto, mencionábamos la menor exposición de nuestra cartera a compañías de energía y materiales. El fuerte repunte de los precios energéticos, tanto del petróleo como del gas, a raíz de la incertidumbre generada por el conflicto con Irán y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz, ha provocado una rápida revalorización de muchas compañías del sector. La expectativa de precios más altos en la energía se ha trasladado con rapidez a las cotizaciones de aquellas empresas más directamente expuestas a este escenario.

Nuestra exposición a compañías de energía se canaliza a través de Shell, Vallourec y recientemente Saipem, que han tenido importantes plusvalías en el trimestre, aunque, como decíamos, el peso conjunto de estas tres posiciones es inferior al del sector energético en la bolsa europea. También tenemos inversiones en otras compañías de materiales, aunque más vinculadas al cobre y a materiales de construcción, como cemento y agregados.

El sector energético, por su naturaleza cíclica y global, presenta relativamente pocas barreras de entrada, lo que intensifica la competencia y dificulta la generación de ventajas sostenibles. Por ello, nuestras inversiones en el sector suelen centrarse en la identificación de compañías específicas con características diferenciales, un proceso que no siempre resulta sencillo dada la escasez de oportunidades que realmente destacan dentro del sector.

Nuestra cartera actual

Actualmente nuestra cartera está compuesta por 37 compañías, de las cuales hemos rotado casi un tercio de las posiciones desde finales de año, aprovechando los fuertes movimientos del mercado de los últimos meses. Esto nos ha dado la oportunidad de comprar buenas compañías a buenos precios y de alinear la cartera con las tendencias estructurales que vemos para los próximos años. Del mismo modo, hemos salido de algunas posiciones cuya tesis de inversión considerábamos agotada o bien porque se habían acercado a nuestro precio objetivo.

En nuestra cartera estamos posicionándonos para un escenario en el que Europa entra en un ciclo estructural de reindustrialización y mayor autonomía estratégica, apoyado por una creciente movilización del ahorro hacia inversión productiva. Esto nos lleva a priorizar sectores intensivos en capital: industria, energía, infraestructuras y telecomunicaciones, que hoy siguen deprimidos, en un entorno de mayor fragmentación geopolítica y relocalización de cadenas de suministro. Además, consideramos que existe potencial para una revalorización relativa de la renta variable europea frente a EE. UU., mientras mantenemos cierta cautela con narrativas más exigentes en valoración, frente a oportunidades menos populares pero con mayor margen en Europa.

Destacamos especialmente la calidad del conjunto de compañías que forman nuestra cartera: de las 37 posiciones, invertimos en un monopolio tecnológico global con cuotas de mercado del 90%; en 6 compañías que operan en mercados oligopolísticos naturales o regulados; en 7 compañías pertenecientes a sectores que, tras procesos de consolidación, se han configurado también como oligopolios con apenas 3 o 4 competidores; y en otras 9 compañías que, aunque operan en mercados menos concentrados, son líderes indiscutibles en sus respectivos sectores.

Esto, además, viene respaldado por datos que reproducimos a continuación.

	Cartera	Stoxx600
Crecimiento de beneficios	15,1%	10,0%
ROCE*	18,1%	12,3%
Apalancamiento*	1,01x	2,91x
FCF Yield*	6,3%	5,6%

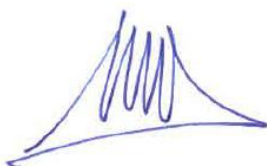
*Promedio de cartera ex-financieras

Las compañías en cartera continúan mostrando unas métricas de calidad claramente superiores a la media del mercado, con elevados retornos sobre el capital empleado, crecimiento consistente de beneficios y niveles de endeudamiento moderados. Además, cotizan con un ligero descuento respecto a la media del mercado a pesar de su calidad superior y perspectivas de crecimiento. En nuestra opinión, el mercado sigue infravalorando la capacidad de estos negocios para reinvertir capital a altos retornos durante largos periodos de tiempo.

La evolución observada en marzo y abril resulta alentadora y empieza a reflejarse de manera más visible en la cartera. Aunque sigue siendo difícil anticipar cómo y cuándo se resolverá el conflicto en Oriente Medio, confiamos en que, una vez se disipe esa incertidumbre, el mercado vuelva a centrar su atención en la evolución de los beneficios empresariales, favoreciendo así la continuidad de esta dinámica positiva. Al mismo tiempo, seguimos trabajando activamente en la identificación de compañías industriales, químicas y de materiales bien posicionadas para beneficiarse del proceso de reindustrialización europea al que nos hemos venido refiriendo a lo largo de esta carta.

En 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