



Belgravia Capital

# Carta a Inversores

Abril 2022

## Índice

Introducción	.....	1
Evolución de mercados	.....	2
Cartera	.....	4
Ideas destacadas	.....	5



Estimados inversores:

El primer trimestre del año ha venido marcado por la volatilidad de los mercados derivada de la inflación, de las políticas monetarias y el escenario bélico europeo.

En esta carta trimestral analizamos el detalle de estos factores y su efecto en los mercados, así como el nuestro posicionamiento actual en nuestros vehículos de inversión, destacando alguna de las ideas que consideramos más representativas dentro de nuestra cartera.

Por otro lado, queremos aprovechar esta comunicación para agradecerles la confianza depositada en nuestra gestión. Este trimestre continuamos con entradas netas positivas en los productos gestionados bajo la marca Belgravia.

Nuestra gama de productos dentro de la renta variable europea nos permite tener distintos perfiles de riesgo para adaptarnos a cada inversor y a los distintos momentos de mercado, destacando la gama Epsilon que varía su exposición a renta variable europea dependiendo, principalmente, del número de compañías que nos resultan atractivas en ese momento de mercado.

En el siguiente cuadro pueden ver el detalle de nuestra oferta,

	Belgravia Delta FI	Belgravia Epsilon FI	Belgravia Epsilon PP	Belgravia Lux Tau
Exposición a mercado	≈ 0%	0% < cartera < 100%	30% < cartera < 75%	80% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (millones EUR)	27	132	8,1	85
Estructura legal	Fondo de Inversión, UCITS	Fondo de Inversión, UCITS	PLAN DE PENSIONES	SICAV, UCITS
Comisiones	1,00%	1,25%	-	1,75%
Código Bloomberg	BELBALF SM Equity	BELEPSI SM Equity	-	BEUEEPE LX Equity
Rating Morningstar		4 Estrellas, Gold	-	-
Categoría	Market neutral	Retorno absoluto	Renta variable mixta	Fully invested
Política de inversión	El fondo tiene un objetivo de rentabilidad anual no garantizada del 4%, con un enfoque <i>Equity Market Neutral</i> .	El Fondo/Sociedad tiene un objetivo de rentabilidad positiva con un ratio de Sharpe superior al del Stoxx 600, manteniendo la volatilidad inferior a dicho índice	El fondo mantendrá una inversión en RV entre un 30% y un 75%	El fondo mantendrá una inversión de al menos un 80% en renta variable europea
Rentabilidad anualizada	3,15%	7,34%	10,15%	17,87%
Máximo drawdown	-18,43%	-19,62%	-3,40%	-8,02%
ISIN	ES0114429006	ES0114353032 (CLASE R)		LU2002524549 (CLASE P)

## Evolución de mercados

En el primer trimestre del año, la renta variable europea tuvo un comportamiento negativo con una caída del -6,55% del índice Stoxx600 mientras que Belgravia Epsilon FI se depreció un -4,25% con una exposición neta media por NAV del 43% durante el trimestre.

La elevada inflación, la política monetaria de los bancos centrales y el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania han marcado el rumbo de los mercados durante el primer trimestre de 2022.

Comenzamos el trimestre con la publicación de las minutas correspondientes a la reunión de diciembre de la Fed, en la que se eliminó la perspectiva “transitoria” sobre la inflación americana y se aceleró el ritmo del tapering, considerando la posibilidad de tres subidas de tipos de interés a lo largo de 2022.

El contenido de las actas, publicadas ya en enero, fue lo que sorprendió negativamente al mercado, sobre todo por no haberlo hecho en la declaración oficial de la reunión. En ellas, la Fed mostró la preocupación de sus miembros por la elevada inflación y la tensión en el mercado de trabajo, muy cerca del pleno empleo. Pero, sobre todo, por la necesidad de reducir el balance de la Fed (\$8,8trn) de una forma acelerada, tan pronto como tras la primera subida de tipos, y más agresivamente que en anteriores ocasiones.

Esto provocó caídas generalizadas en las bolsas, tanto americanas (S&P -13% desde inicio de año hasta mínimos a principios de marzo, Nasdaq Composite -20%) como

europas (Stoxx600 -16%, FTSE 100 -7%) así como un incremento significativo en la rentabilidad de los bonos.

A esto habría que sumar el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania el 24 de febrero cuando las tropas rusas cruzaron la frontera ucraniana y comenzó el bombardeo contra las principales ciudades del país. Lo que parecía en un principio un intento por recuperar de forma rápida las regiones independentistas del Donbas (Donetsk, Lugansk) se convirtió en un ataque e invasión a gran escala de todo el país. De esta forma, crece el riesgo de un conflicto bélico en la región de mayor severidad y duración cuya solución diplomática podría llevar meses y estar condicionada a las futuras decisiones y exigencias del gobierno de Putin para garantizar que Ucrania quede fuera de la OTAN y dentro de la influencia de Rusia.

La actuación militar de Rusia está dando lugar a la imposición de sanciones económicas y financieras por parte tanto de EE. UU. como de Reino Unido y la UE, a la espera de valorar otro tipo de sanciones sobre el terreno.

En este entono, más allá de las consecuencias sociales y de carácter humanitario, una de las principales implicaciones es el repunte del coste del petróleo y el gas natural que añade nuevas tensiones inflacionistas en una coyuntura marcada por los cuellos de botella, el encarecimiento de los costes de transporte y de las principales materias primas, y la crisis

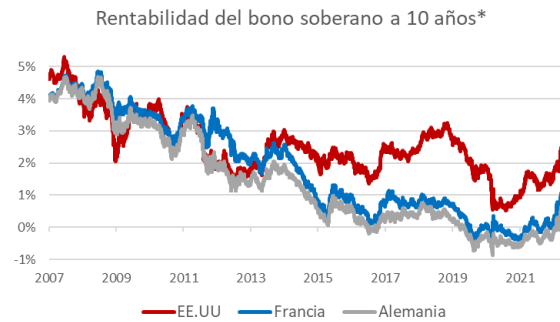


energética. Un riesgo que añade nuevas incertidumbres sobre las perspectivas de inflación y de crecimiento de la economía global, condicionando la senda de recuperación tras dos años de pandemia.

En el lado económico, los datos de inflación siguen con su escalada alcista superando los máximos de los meses anteriores a ambos lados del charco. En EE. UU. el dato de marzo (publicado ya en abril) se situó en un 8,5%, mientras que, en la Eurozona, el dato de febrero registró un 5,9%. Estos datos no recogen toda la subida en el precio de las materias primas que viene produciéndose con motivo de la guerra, por lo que se espera que se sigan haciendo nuevos máximos los próximos meses.

En materia de política monetaria, resaltar la primera subida de tipos de interés de 25pb por parte de la Fed en la reunión de marzo. Por su parte, el BCE ha dado un giro acelerando la retirada de la compra de activos a partir del mes de abril. Todo ello en un contexto de elevada incertidumbre en el que los bancos centrales tratarán de equilibrar su estrategia para evitar no sólo condicionar a la baja las expectativas de crecimiento sino también una espiral de precios-salarios al alza.

Mención aparte merece el desplome generalizado del mercado de bonos soberanos, consecuencia de la inflación desbocada y la política monetaria restrictiva, donde se están registrando severas caídas que no se veían desde los años 90. La TIR 10 años del bono norteamericano ha pasado de cotizar desde el 1,51% a 31 de diciembre al 2,34% a 31 de marzo. Lo mismo ocurre con el bono alemán, 0,54% vs. -0,18% a 31 de diciembre, o el francés, 0,98% vs. 0,19%.



*\*La relación entre la TIR y el precio es inversa, por lo tanto, una TIR al alza refleja una caída en el precio del activo.*

A 31 de marzo de 2021 la cartera está compuesta por un total de 41 valores que conjuntamente representan un nivel de inversión en acciones del 61% del patrimonio, con un peso medio por posición del 1,5% de NAV. Un 80% de la cartera de contado está invertida en valores de gran capitalización y un 20% en valores de mediana y pequeña capitalización.

Durante el trimestre hemos ido reduciendo la exposición tanto bruta como neta de la cartera. Cerrábamos el ejercicio 2021 con una exposición bruta y neta del 84% (sin cobertura de futuros de Eurostoxx50). Sin embargo, cerramos el trimestre con una exposición de contado de renta variable del 61% que, una vez descontada la venta de futuros, arroja una exposición neta a mercado del 23%. La necesidad de los bancos centrales, principalmente la Fed, de combatir la inflación mediante una política monetaria más restrictiva nos hace estar algo más cautos que a 31 de diciembre.

## Cartera

La cartera está construida bottom-up, atendiendo a los méritos propios de cada compañía, sin sesgos excesivos desde el punto de vista sectorial. Actualmente, se encuentra equilibrada sin muchos sesgos en cuanto a tipo de activo (growth/income). La cartera se encuentra ligeramente sobreponderada en los sectores industrial, consumo defensivo y servicios públicos; e infraponderada en financiero, sanitario y telecomunicaciones.

Los sectores que más han contribuido al performance en el trimestre son industriales, financiero y materiales y los que han tenido un peor comportamiento en el periodo han sido tecnología, salud y sector público.

Desde el segundo trimestre de 2021, en nuestra carta trimestral venimos comentando dos nuevas compañías de entre las posiciones de nuestras carteras como ejemplo de la toma de decisiones en nuestro proceso de inversión.

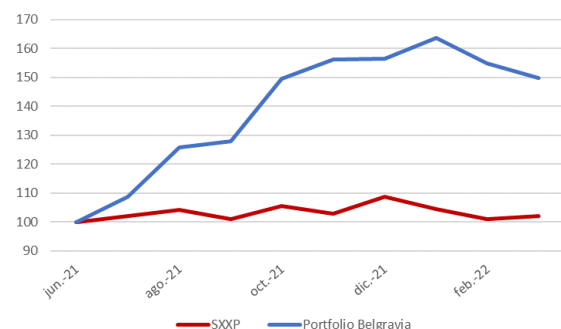
A continuación, mostramos la evolución de sus rendimientos en comparación al Stoxx600, índice que mejor representa nuestro universo de inversión en renta variable europea.

El cálculo de rentabilidades teórica asume la entrada a inicio de trimestre de las dos nuevas compañías comentadas en la carta trimestral, en sustitución de las dos compañías comentadas en el trimestre anterior. Por ejemplo, en la carta del segundo trimestre de 2021 comentamos Vivendi y Deceuninck, que tuvieron una rentabilidad en el tercer trimestre del 32% y 24%, respectivamente, dando una media simple del 28%, frente a una

rentabilidad del Stoxx 600 del 0,4% en el mismo periodo.

A cierre del tercer trimestre de 2021, sustituimos Vivendi y Deceuninck, comentadas en el trimestre anterior, por Kion y Renewi, que en el cuarto trimestre del 2021 dieron una rentabilidad del 25% y 19%, respectivamente, para dar una rentabilidad media del 22%, frente al 7,5% del Stoxx 600 en el periodo. Y así sucesivamente.

La rentabilidad teórica de nuestra cartera teórica de dos valores acumulada desde el 30 de junio de 2021 hasta el 31 de marzo de 2022 asciende al 50% frente a un 1,94% del Stoxx600 en el mismo periodo.



## Ideas destacadas

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar Ryanair y ENAV, que sustituyen a Heidelberg Druck y Vinci del trimestre anterior.

### **RYANAIR**

Ryanair, con más de 2.000 rutas entre 225 aeropuertos, es la aerolínea en la que más pasajeros viajan dentro de Europa.

Aunque Ryanair no es inmune a los riesgos de su sector, vemos potencial de cara a verano por los siguientes factores:

- I. El 100% de sus vuelos son intraeuropeos y el 90% de sus pasajeros motivados por el ocio, segmentos que mostrarán una mejora superior a corto plazo en comparación con vuelos de larga distancia y de negocios.
- II. Cuenta con la mejor cobertura de combustible del sector a corto plazo al estar cubierto en un 80% para el año fiscal 23 a \$657/tm y del 10% para el año fiscal 24 a \$760/tm vs. un precio sport de >\$1.200/tm.
- III. Cuenta con el balance más sólido del sector con una deuda neta de €1.500m para el año fiscal terminado en marzo 2022 frente a una capitalización de €16.000m.

Con un crecimiento esperado a medio y largo plazo superior al 5%, actualmente la compañía cotiza a un PER y un EV/EBITDA de 11,4 y 7,8x

respectivamente sobre el año fiscal terminado en marzo 2023.

### **ENAV**

ENAV es una compañía italiana que presta de forma exclusiva el servicio de navegación aérea civil en el espacio aéreo italiano. Es uno de los cinco mayores proveedores de tales servicios en Europa y casi el 100% de sus ingresos están regulados a nivel europeo bajo la supervisión del ENAC, la autoridad italiana de aviación civil. ENAV cotiza en la Bolsa de Milán desde 2016 y su accionista mayoritario, con una participación del 53,3%, es el Ministerio de Economía y Finanzas de Italia.

Nuestra perspectiva positiva sobre ENAV se basa en su marco regulatorio favorable, que limita la exposición a la volatilidad del tráfico en comparación con las aerolíneas o los aeropuertos y que, además, está protegido ante la inflación.

Como resultado del Covid, las estimaciones de tráfico y costes realizadas en 2019 para la actualización regulatoria para el período 2020-24, quedaron anuladas y se retrasó su aprobación, que se suponía ocurriría a principios de 2020. La aprobación definitiva debiera ocurrir a lo largo del mes de abril de 2022 y la información disponible (tarifas preliminares para 2022, objetivos de rendimiento de RP3 en toda la Unión Europea) nos sugiere un resultado relativamente benigno.

## Carta a inversores, abril 2022

Sin tener en cuenta la recuperación del déficit de remuneración generado durante 2020-21 (NPV de €500m, que es un 20% de la capitalización bursátil de ENVA y que la compañía espera recuperar en un periodo de 5 a 7 años a partir de 2023), ENAV cotiza en c. 10x EV/EBITDA 2023e, o lo que es lo mismo, con 20-

25% de descuento frente al resto de empresas reguladas italianas (Terna, Snam e Italgas) o frente AENA. Además, su balance relativamente sólido (1,5x DN/EBITDA23e) cuenta con margen para que la compañía reparta dividendos.



## 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.