



Belgravia Capital

Carta a Inversores

Diciembre 2021

Índice

Introducción	1
Evolución de mercados y cartera	2



Carta a inversores, diciembre 2021

Estimados inversores:

El año 2021 fue muy positivo para la renta variable europea y, en concreto, para los productos gestionados por Belgravia, que han destacado por la generación de alfa derivado de la selección de valores. Revisando algunos de nuestros productos, cerramos con una revalorización de +12,91% en Belgravia Epsilon, nuestro fondo de retorno absoluto; un +2,01% en Belgravia Delta, el fondo market neutral; y de un +23,79% en Belgravia Value Strategy, el producto fully invested, por encima del +22,25% del índice Stoxx 600 que tomamos como referencia para el comportamiento de la renta variable europea.

Pueden ver los detalles de las distintas estrategias, grado de inversión y rentabilidades en el cuadro adjunto.

Por otro lado, ha sido el año en el que se ha consolidado la incorporación de Belgravia Capital al grupo Singular. De esta incorporación han surgido sinergias que se ven reflejadas en el patrimonio bajo gestión de los fondos gestionado por el equipo de Belgravia, que ha crecido significativamente durante el periodo.

En este documento hacemos un análisis de los distintos factores que han marcado el posicionamiento de los mercados y nuestra cartera en el último trimestre del año y les comentamos algunos detalles de nuestra cartera actual.

Productos	Exposición a RV europea	Estrategia	Rentabilidad 2021(%)	Exposición media RV 2021 (%)
Belgravia Value Strategy	80% < cartera < 100%	Fully Invested	23,82	81
Belgravia Epsilon	0% < cartera < 100%	Retorno absoluto	12,91	48
Belgravia Epsilon PP	30% < carera < 75%	Renta variable mixta	9,47	37
Belgravia Delta	≈ 0%	Market neutral	2,01	3

Evolución de mercados y cartera

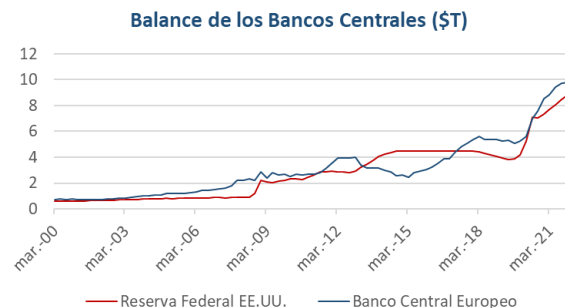
En el cuarto trimestre del año, la renta variable europea tuvo un comportamiento positivo con un rendimiento del +7.25% del índice Stoxx600 mientras que Belgravia Epsilon FI se apreció un +3.29% con una exposición neta media por NAV del 52% durante el trimestre, aunque aumentó progresivamente desde el 29% a cierre de septiembre hasta el 84% a final de año.

El último trimestre de 2021 ha estado marcado principalmente por los siguientes factores: los problemas en las cadenas de suministro, el miedo a la inflación, la política monetaria de los bancos centrales y la variante Omicron del Covid-19.

Terminábamos el tercer trimestre con la incertidumbre sobre la viabilidad financiera de Evergrande, el segundo mayor promotor urbanístico de China, por las dificultades para hacer frente al pago de intereses de su deuda, y el posible contagio a todo el sector de la vivienda, que representa casi la cuarta parte del PIB del país. Estas incertidumbres se mantuvieron durante el cuarto trimestre con varios impagos de cupones y rozando el default en varias ocasiones, aunque tras la venta de varios activos para obtener capital la compañía parece mantenerse a flote y el sector, por el momento, sobrevive al contagio sistémico. Otras compañías de desarrollo inmobiliario se enfrentaron a impagos como Fantasía Holdings, Sinic Holdings Group o China Modern Land.

La crisis de suministros es más bien un eufemismo que disimula la causa mayor de la inflación en curso: un exceso de la demanda

sobre la oferta agregada. Las extraordinarias medidas de estímulo monetario y fiscal aplicadas en EE. UU. y Europa para combatir el impacto económico de la pandemia han provocado un desplazamiento al alza de la demanda agregada, concentrada en bienes tangibles cuya adquisición no se ha visto afectada negativamente por las medidas de confinamiento y distanciamiento social, y que ya se encuentra notablemente por encima de los niveles pre-pandemia. Por otra parte, la menor demanda de servicios afectados negativamente por las restricciones sociales (transporte aéreo de pasajeros, servicios Horeca, etc.), que continúa por debajo de los niveles pre-pandemia, ha habilitado una demanda aún mayor de los bienes tangibles no afectados, agudizando aún más el déficit de oferta de estos últimos respecto a su demanda.



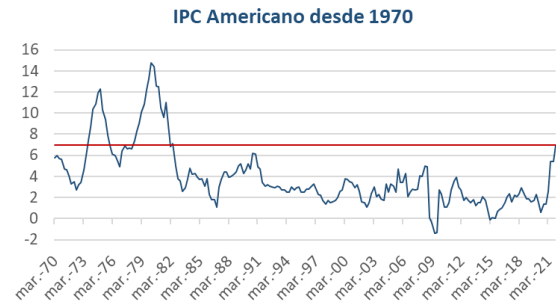
Debido a la globalización de las cadenas de producción y suministro, estos excesos de demanda o cuellos de botella se trasladan en cascada de unos sectores a otros, siendo especialmente relevantes en los recursos básicos, los semiconductores y el transporte. Sin embargo, no esperamos que se resuelvan todos con la misma velocidad: los fabricantes de automóviles ya alertan de que la escasez de chips no se resolverá, probablemente, hasta la segunda mitad de 2022 o incluso principios de

Carta a inversores diciembre 2021

2023, lo que tiene sentido ya que se tarda 2-3 años en poner una nueva fábrica de semiconductores en funcionamiento.

Los cuellos de botella en el transporte marítimo no se deben tanto a la falta de containers sino a la dificultad de descargarlos una vez llegan a puerto y darles salida por la falta de camioneros para ponerlos en circulación (algunas casas de análisis estiman el déficit de camioneros en EE.UU. en 80.000 unidades, un 30% por encima de los niveles pre-pandemia), por lo que el problema es más estructural. Donde sí que esperamos cierta estabilización en el corto plazo es en los precios de los recursos básicos, no solo energéticos sino también metales y productos agrícolas, aunque sujetos a decisiones políticas de China (metales), la OPEP (crudo) o la UE (gas) y a la volatilidad que pueden tener ciertos acontecimientos como el conflicto Rusia-Ucrania.

Estas presiones en costes han llevado a la inflación a niveles muy elevados. La inflación estadounidense ha subido hasta el 6,8% en noviembre y el 7,0% en diciembre, su nivel más alto desde 1982. La elevada y persistente inflación ha sorprendido a la Fed, abandonando la tesis de que se trataba de un evento “transitorio”. Como resultado, anunció en su reunión de noviembre la reducción de sus compras mensuales de bonos (tapering), aceleró el ritmo de la reducción de las compras de bonos en la de diciembre y abrió la puerta a tres posibles aumentos del tipo de referencia, lo que ocurriría una vez terminado el tapering (marzo). Por otro lado, el mercado empezó a cuestionarse si, además, podría ponerse en marcha la reducción del balance (QT – quantitative tightening) a partir de la mitad del año 2022.



Por su parte, el BCE dio un primer paso en cuanto a la restricción de la política monetaria expansiva al anunciar el final del programa de compra de activos extraordinario puesto en marcha a raíz de la pandemia (PEPP), aunque sí que mantuvo intacto el programa de compra de activos a largo plazo y confirmó su compromiso de no subir tipos en 2022, a pesar de que la actual tasa de inflación se encuentra en cifras extraordinariamente elevadas.

Por último, el brote de la nueva variante Omicron puso nerviosos a los mercados las últimas semanas del año con anuncios de restricciones en muchos países, aunque de carácter mucho menos severo que en anteriores ocasiones. Parece que el efecto de esta nueva variante es menos agudo a pesar de ser mucho más contagiosa; por lo que se espera que las restricciones se relajen de nuevo pasada la estación navideña.

Por el lado micro, la tercera estación de resultados del año continuó sorprendiendo positivamente, con más de un 60% de las compañías batiendo las estimaciones de ventas y un 64% batiendo estimaciones de beneficios, situándose el crecimiento año contra año en un +44%. La tendencia sigue siendo muy positiva, pero se observa cómo el crecimiento de beneficios se frena respecto a los trimestres anteriores.

Carta a inversores diciembre 2021

A 31 de diciembre de 2021 la cartera está compuesta por un total de 37 valores que conjuntamente representan un nivel de inversión en acciones del 84% del patrimonio, con un peso medio por posición del 2,2% de NAV. Un 90% de la cartera de contado está invertida en valores de gran capitalización y un 10% en valores de mediana y pequeña capitalización.

Durante el mes de enero hemos reducido ligeramente la exposición de la cartera, que se encuentra en un 63% de exposición neta a cierre de mes. Aunque esperamos una temporada de resultados del cuarto trimestre de 2021 que bata las estimaciones del mercado, 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.

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 discrecional y financiero; e infraponderada en salud y consumo defensivo.

Los sectores que más han contribuido al resultado en el trimestre son industriales y consumo defensivo y los que han tenido un peor comportamiento en el periodo han sido financiero, salud y materias primas, aunque los tres con un rendimiento positivo en el trimestre.

En cuanto a compañías destacaríamos:

HEIDELBERG DRUCKMASCHINEN

Heidelberg es una compañía alemana líder mundial en impresoras. Con una cuota mundial superior al 40% en impresoras offset (impresión indirecta) así como en soluciones de impresión flexográfica (usada en packaging) y digital. La compañía prácticamente no tiene exposición a impresión para publicaciones y es la líder indiscutible tanto en impresión comercial como en impresión de envases y etiquetas con una cuota cercana al 50%. Además, su amplia experiencia en electrónica de potencia le ha permitido establecerse como un proveedor de sistemas de carga domésticos de coches eléctricos donde actualmente es líder en el mercado alemán con una cuota del 20%.

La impresión a nivel mundial se ha caracterizado en el pasado por una tendencia decreciente por el impacto negativo que la digitalización ha tenido tanto en la impresión para publicaciones (25% del mercado actual) como en impresión comercial/publicidad (40% del mercado).

De cara a futuro pensamos la situación mejora para la compañía por que el crecimiento esperado del +2-4% en impresión de embalajes y etiquetas (35% del mercado) más que compensará la tendencia decreciente del 1% anual en impresión comercial.

Heidelberg viene implementando exitosamente un plan de reestructuración y reducción de costes muy agresivo que sorprendentemente incluyó la transferencia de las reservas de liquidez de su fondo fiduciario de pensiones al balance de la compañía. Bajo un nuevo equipo directivo (nuevos presidente y director financiero desde a finales de 2019 y el recientemente anunciado nuevo CEO, anterior CEO de Zeiss Meditech), pensamos la compañía es una buena reestructuración con una valoración actual de 3.6€ frente a un precio por acción de 2.7€.

Carta a inversores diciembre 2021

VINCI

Vinci es una compañía concesionaria francesa, principalmente de autopistas y aeropuertos (70% del negocio) pero también construye edificios, grandes obras e infraestructuras y ofrece servicios industriales (30%).

Vinci Autoroutes es la primera concesionaria de autopistas, con mas de 4.000 km de carreteras bajo el régimen de concesión. El tráfico por carretera se ha recuperado ya prácticamente a los niveles pre-pandemia y, además, sus precios se encuentran en su mayoría indexados al índice de precios francés, por lo que sus beneficios están totalmente protegidos de la inflación.

Vinci Airports, gestiona una red de 45 aeropuertos principalmente en Francia, Portugal, así como Gatwick en Londres además de otros activos en EE.UU., Asia y Latinoamérica. El tráfico aéreo se encuentra significativamente por debajo de los niveles pre-covid, en torno al 70% y no se espera que

las cifras se recuperen hasta, por lo menos, el año 2024. Sin embargo, pensamos que una vez se supere la fase de restricciones puestas en marcha a raíz de la variante Omicron, las cifras podrían sorprender al alza.

Además, Vinci cuenta con un negocio de construcción de infraestructuras y de gestión de servicios industriales, principalmente energéticos, que incluyen los activos de Cobra adquiridos a ACS en 2021. Las perspectivas de estos negocios son muy sólidas y la cartera de pedidos de la división de construcción se encuentra en máximos históricos.

Vinci cotiza a unos múltiplos muy razonables de 13x beneficios 2023 y FCF sobre EV de casi el 10% para una compañía con activos principalmente concesionarios que otorgan mucha visibilidad, protección frente a la inflación y, además, con un balance sólido.

Carta a inversores diciembre 2021

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.