



Belgravia
Carta a Inversores
Tercer trimestre 2025

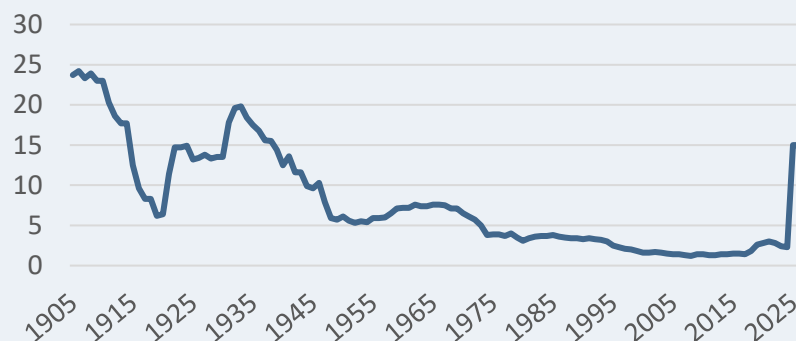
Estimados inversores:

La negociación de los aranceles con EE. UU. se mantuvo, un trimestre más, como uno de los grandes temas de fondo. A comienzos de julio seguía vigente la fecha límite del día 9, que suponía el final de la prórroga de 90 días anunciada poco después del “Liberation Day” en abril. Sin embargo, la implementación arancelaria se pospuso de nuevo del 9 de julio al 1 de agosto, y el presidente Trump remitió cartas a varios países comunicando nuevos tipos arancelarios a los que se enfrentarían.

Hacia finales de julio, EE. UU. alcanzó acuerdos comerciales con varias economías, incluida la UE y Japón, que quedaron sujetas a un nuevo arancel del 15%. Ello supuso un incremento desde el 10% de referencia, pero fue inferior a las peores previsiones y quedó por debajo de los niveles propuestos inicialmente el “Día de la Liberación”.

A pesar del desenlace más positivo para Japón y Europa, la tendencia continuó con un endurecimiento de la política comercial: al margen de los acuerdos anunciados, el arancel aplicado a Canadá (para bienes no amparados por el USMCA/T-MEC) se elevó del 25% al 35%. Asimismo, se comunicaron nuevos aranceles sectoriales: se estableció un tipo del 50% para el cobre, con entrada en vigor en agosto, y en septiembre se anunció que los farmacéuticos de marca o patentados quedarían sujetos a un arancel del 100% a partir del 1 de octubre. La tasa efectiva ponderada sobre importaciones de bienes a EE. UU. se ha elevado desde el 2% previo al 15%.

Arancel efectivo promedio de EE. UU.



3er trimestre de 2025

Aunque las tensiones arancelarias por el momento no han tenido un impacto significativamente alcista en la inflación, persiste cierta preocupación por un eventual repunte al alza de los datos de inflación en la medida que los mayores costes de los productos importados a EE. UU. acaben trasladándose al consumidor por parte de las empresas.

Continuando con el desempeño de la economía norteamericana, los datos de empleo de julio, publicados en agosto, pusieron de manifiesto las crecientes señales de debilidad del mercado laboral estadounidense. El dato no solo resultó mucho más débil de lo previsto, sino que incluyó fuertes revisiones a la baja de los datos de mayo y junio, el mayor conjunto de revisiones mensuales a la baja desde mayo de 2020 durante la pandemia. Los datos publicados en septiembre confirmaron esta tendencia, además de un repunte al alza de la tasa de desempleo hasta su nivel más alto desde finales de 2021, situándose en el 4,3%.

La debilidad del mercado laboral y las presiones por parte del ejecutivo de Trump llevó a la Fed a pivotar hacia un sesgo más acomodaticio, y el presidente Powell afirmó en Jackson Hole que el mercado laboral “no está particularmente tensionado y afronta riesgos crecientes a la baja”. A su vez, la Fed ejecutó en septiembre su primer recorte de 2025, con un movimiento de 25pb que redujo el rango objetivo de los fondos federales hasta el 4,00–4,25%. Además, señalaron nuevos recortes por delante, con la mediana del “dot plot” anticipando 50pb adicionales de bajadas de aquí a finales de 2025. Todo ello a pesar de que la inflación se mantiene persistentemente por encima del objetivo de la Fed del 2%, poniendo de manifiesto la dificultad de afrontar el objetivo dual que rige su política: inflación próxima al 2% y pleno empleo.

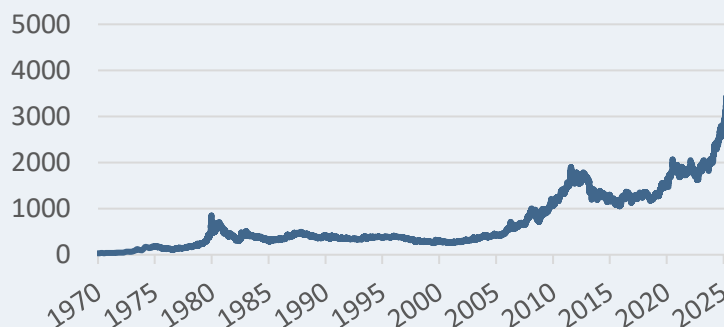
La expectativa de mayor estabilidad en materia arancelaria y los recortes de la Fed generaron, en general, un entorno favorable para los mercados. Así, el S&P 500 avanzó un 8,1% en términos de rentabilidad total (total return), también avanzó el Nasdaq un 11,4%. En Europa, el Stoxx 600 subió un 3,5%. Esta pauta se trasladó, en general, a la renta fija: la rentabilidad del Bono a 10 años norteamericano cedió 8pb en el trimestre (de 4,23% a 4,15%).

La excepción a este desempeño positivo de la renta fija soberana tuvo lugar en Europa, donde aumentaron las preocupaciones sobre la situación fiscal, con Francia en el epicentro: el primer ministro Bayrou perdió una moción de confianza obligando a Macron a nombrar un nuevo gobierno y el país sufrió una rebaja de calificación por parte de Fitch, a A+. En consecuencia, la rentabilidad del bono francés a 10 años aumentó 25pb hasta el 3,53%, y llegó a tocar máximos de 2011 del 3,6 % en septiembre. Este patrón se contagió de forma más amplia: el 10 años de Alemania subió 11pb hasta el 2,71%, y la rentabilidad del gilt a 10 años aumentó 24pb hasta el 4,69%.

En otras jurisdicciones, los bancos centrales registraron menos novedades; el BCE mantuvo la facilidad de depósito sin cambios en el 2%. Continuando con Europa, circularon especulaciones sobre un posible alto el fuego en Ucrania hacia mediados de agosto, tras una reunión del presidente Trump con el presidente Putin en Alaska, seguida de un encuentro entre Trump y varios líderes europeos. No obstante, al no concretarse un alto el fuego, el impacto de mercado fue limitado en el conjunto del trimestre.

Destacamos el comportamiento del oro, no solo en el trimestre sino en el conjunto del año. La revalorización fue del 17% en el trimestre, ascendiendo a un 47% para lo que llevamos de 2025. Diversos factores podrían explicar esta tendencia, que ha llevado a situar al metal en cotas nunca vistas hasta la fecha de 3.859\$ la onza a 30 de septiembre: la caída en los tipos reales, la debilidad del dólar (el oro se negocia en dólares), una alta demanda de los bancos centrales buscando diversificar sus reservas y reducir su dependencia del dólar, además de la continua incertidumbre económica y geopolítica.

Precio de la onza de oro en dólares



3^{er} trimestre de 2025



Cartera de ideas destacadas

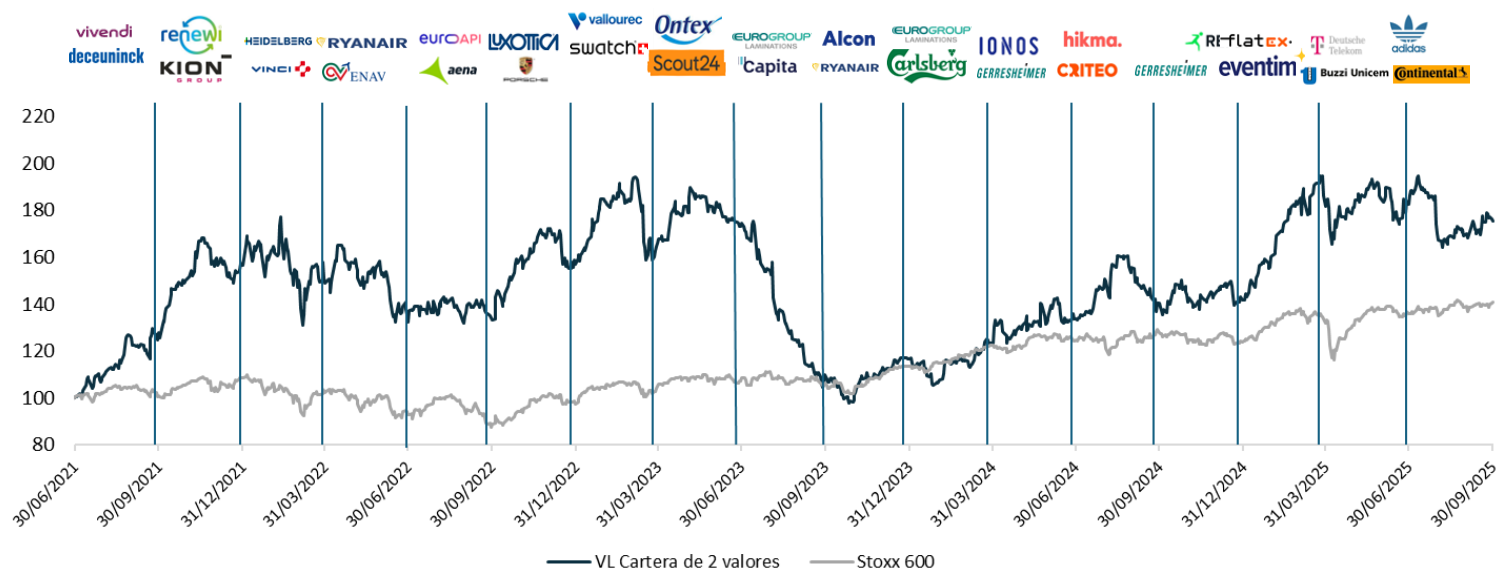
Cartera de ideas destacadas*

Desde junio 2021, 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 -4,1% frente a un 3,5% del índice. Desde inicio (30 de junio de 2021) hasta el 30 de septiembre de 2025 la rentabilidad acumulada es de un 75,2% frente a una subida del 40,9% del Stoxx 600 incluyendo dividendos, es decir, un diferencial positivo de 34 puntos porcentuales.

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar KBC y Lottomatica, que sustituyen a Adidas y Continental del trimestre anterior.

Evolución de la cartera simulada



*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 29/12/2023*	VL Cartera de 2 valores	Stoxx 600
RETORNO ACUMULADO	75,2%	40,9%
RETORNO ACUMULADO ANUALIZADO	17,8%	9,7%
1Q24 (Eurogroup & Carlsberg)	6,0%	7,8%
2Q24 (Gerresheimer & Ionos)	8,2%	1,5%
3Q24 (Hikma & Criteo)	4,9%	2,7%
4Q24 (Reply & Gerresheimer)	1,1%	-2,6%
1Q25 (CTS Eventim & Flatex Degiro)	28,2%	5,9%
2Q25 (Buzzi & Deutsche Telecom)	0,5%	3,3%
3Q25 (Adidas & Continental)	-4,1%	3,5%
DESV. RET DIARIO	1,8%	0,9%
DESV. RET DIARIO ANUALIZADO	28,6%	14,4%
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.



KBC es una de las principales instituciones financieras de Bélgica, con una cuota de mercado del 21% en banca, 27% en fondos de inversión, 13% en seguros de vida y 9% en seguros no vida, que atiende principalmente a clientes minoristas, de banca privada, pymes y corporates de tamaño medio. Desde el punto de vista geográfico, aparte de Bélgica, KBC también opera en Europa Central y del Este, especialmente en la República Checa (a través de ČSOB), Eslovaquia, Hungría y Bulgaria. Cuenta con alrededor de 11 millones de clientes en sus cinco principales mercados.

Al ser una entidad de banca-seguros totalmente integrada, con una posición de capital elevada y una fuerte capacidad de generación de capital, KBC es uno de los bancos más rentables y sólidos del sector.

A pesar del fuerte rally de los bancos en general y de KBC en particular desde 2023, estimamos que el entorno sigue siendo favorable para los bancos: inflación estable ligeramente por encima del 2%, tipos de interés en Europa en el 2% y un crecimiento que puede sorprender al alza en la eurozona. Todo esto con unas valoraciones razonables de 9,5x beneficios de 2026 que supone un descuento del 35% frente al resto del mercado europeo.

KBC se encuentra dentro del sub-segmento de bancos de duración media-alta que le protegería en un potencial escenario de bajadas de tipos. Cotiza históricamente con una prima de valoración por su consistencia en resultados, la calidad del equipo directivo y su conservadora asignación de capital.

Métricas de la compañía

	P/E		P/TE		ROTE		ET1 % (B3 FL)	
	26e	27e	26e	27e	26e	27e	26e	27e
KBC	10,7x	9,9x	1,71x	1,60x	16,6%	16,7%	14,5%	14,8%
Benelux	9,4x	8,6x	1,30x	1,25x	14,0%	14,8%	13,4%	13,5%
France	7,3x	6,7x	0,81x	0,78x	11,5%	11,9%	12,8%	12,8%
Germany	10,6x	9,6x	1,04x	1,01x	10,0%	10,7%	14,2%	14,1%
Iberia	9,6x	8,8x	1,48x	1,42x	15,7%	16,4%	13,5%	13,7%
Italy	8,9x	8,4x	1,61x	1,59x	18,1%	18,9%	14,3%	14,4%
Nordics	10,9x	10,4x	1,52x	1,50x	14,0%	14,6%	16,9%	16,7%
Sector bancario	9,5x	8,7x	1,35x	1,30x	14,3%	15,1%	14,1%	14,2%

LOTTOMatica

Lottomatica es el mayor operador de juego en Italia, uno de los mayores mercados de juego regulado del mundo.

Tras un proceso de consolidación mediante M&A, **Lottomatica** cuenta con cuotas de mercado de >30% en Online, >40% en apuestas deportivas off-line y del 25% en salas de juego, superiores a las de sus mayores competidores Flutter (30% online y 30% en apuestas deportivas) y Entain (8% online y 15% en apuestas deportivas) que son, junto con **Lottomatica**, los únicos que se benefician de un modelo omnichannel en Italia.

El impulsor principal del caso de inversión es el crecimiento en los flujos de caja gracias a un crecimiento del juego online superior al 10% anual (60% EBITDA del grupo) apoyado aún en una baja penetración en Italia. Adicionalmente, la recién aprobada actualización regulatoria del juego online, que entra en vigor en Noviembre 2025, impulsará una mayor consolidación que favorecerá a los mayores operadores.

Lottomatica cotiza a un flujo de caja libre 2026 cercano al 8% con un crecimiento superior al 15% gracias a: (i) un crecimiento anual del EBITDA 2026-28 del 10% apoyado casi exclusivamente en el segmento online y (ii) una mayor conversión de FCF por menores costes financieros y (iii) recompra y cancelación de acciones (actualmente ejecutando recompras por Eur500m).

En términos de múltiplos, **Lottomatica** cotiza a un PE25 de **16.3x** con un EPS CAGR 25-27 del 21.5% lo que la convierte en uno de los operadores de juego más baratos en términos de PEG.

Peers valuation 2026				
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	FCF/EV
Entain	7,7	10,4	12,8	8,9%
Flutter	12,6	18,7	24,0	4,4%
Playtech	6,3	15,0	18,0	7,0%
Brightstar (IGT)	7,5	13,6	15,2	8,5%
FDJ united	7,0	10,8	10,7	10,7%

Lottomatica	8,1	10,2	12,6	10,1%
--------------------	------------	-------------	-------------	--------------

Stoxx600				
----------	--	--	--	--

PEG			
PER 25	EPS g 25-27	PEG	PEGx360vol
16,9	26,3%	0,64	26,4
33,9	38,2%	0,89	31,8
23,2	29,0%	0,80	26,3
30,5	43,1%	0,71	24,0
11,7	10,8%	1,08	26,3

16,3	21,5%	0,76	17,7
-------------	--------------	-------------	-------------

15,2	10,0%	1,52	30,5
------	-------	------	------



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 Bloomberg Europe 600 Price Return, manteniendo un grado de inversión en renta variable superior al 80%.

Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en renta variable del 80%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 59% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 12bn de euros), un 38% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn de euros) y un 3% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn de euros).

En el tercer trimestre de 2025, Belgravia Value se apreció un 0,5%, con una inversión media en renta variable del 84%. Desde el inicio en octubre de 2019, BVS acumula una revalorización del 42% frente al 61% del Índice en el mismo periodo.

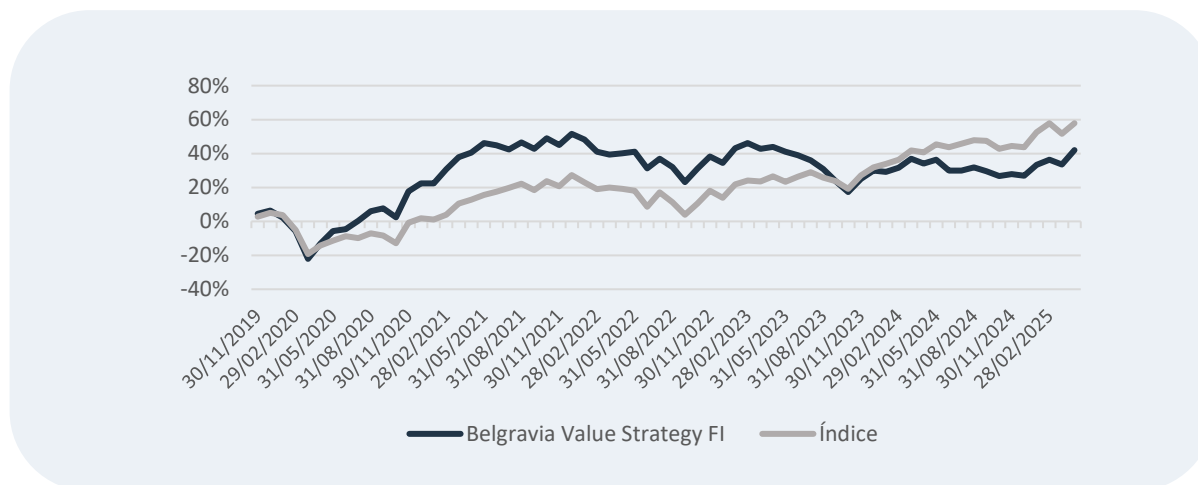
La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad obtenida (+0,5%) en comparación con la del índice Bloomberg Europe 600 Price Return (+3,6%). Si bien en el mes de julio la selección de valores de Belgravia fue positiva por décimo mes consecutivo, no fue así en los meses de agosto y septiembre. Las principales razones son las siguientes:

1. Peor comportamiento del growth frente al value, con el consecuente impacto negativo sobre Belgravia, dado el sesgo growth que mantiene la cartera.
2. Peor comportamiento de los mid y small caps frente a los large caps, lo cual lastra la cartera dada su mayor exposición a small y mid caps que el índice de referencia.
3. Reacción negativa a resultados de algunas compañías de la cartera, como Adidas, UMG, CTS-Eventim en consumo discrecional, así como Alcon y Hikma en sanidad.
4. En tecnología, el mercado rotó hacia el sector de hardware/semis como mayor beneficiario de IA, en detrimento de software y servicios informáticos, donde se centra nuestra inversión con SAP, Ionos y Reply.

En el lado positivo, destacaron las aportaciones de industriales, con Kion y Siemens, así como CRH en materiales, y el sector financiero en general, donde cinco de nuestras seis posiciones batieron el índice sectorial financiero.

Al cierre del trimestre la cartera estaba invertida al 80% en renta variable, con una exposición sectorial equilibrada, salvo por el sobrepeso en consumo discrecional frente a la menor exposición en industriales.

Rent. acumulada desde oct. 2019



Características 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

3 ^{er} trimestre 2025	Belgravia Value Strategy (%)	Índice Europeo NR (%)
Exposición media a mercado en el trimestre	83,9	100
Exposición a cierre de trimestre	80,4	100
Rentabilidad del trimestre	0,5	3,6
Rentabilidad en el año	11,6	12,4
Rentabilidad anualizada desde inicio (oct. 2019)	6,0	8,3
Rentabilidad acumulada desde inicio (oct. 2019)	41,7	61,5

Belgravia Epsilon FI

La estrategia tiene un objetivo de rentabilidad positiva con un ratio de Sharpe superior al del Bloomberg Europe 600 Price Return, manteniendo la volatilidad por debajo de la de dicho índice. Es nuestro producto más antiguo, que gestionamos desde 1999.

Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en renta variable del 34% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 14%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 20%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 59% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 12bn de euros), un 38% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn de euros) y un 3% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn de euros).

En el tercer trimestre de 2025, Belgravia Epsilon se depreció un 0,45%, con una inversión media en acciones del 43%, y una posición media vendida en futuros Stoxx 600 del 20%, lo que supone una inversión neta media en renta variable del 23%. Desde el inicio en julio de 1999, Belgravia Epsilon acumula una revalorización del 365% frente al 266% del índice en el mismo periodo.

La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad negativa en comparación con la del índice Bloomberg Europe 600 Price Return (+3,6%) y la exposición media del 20% durante el trimestre. Si bien en el mes de julio la selección de valores fue positiva por décimo mes consecutivo, no fue así en los meses de agosto y septiembre. Las principales razones son las siguientes:

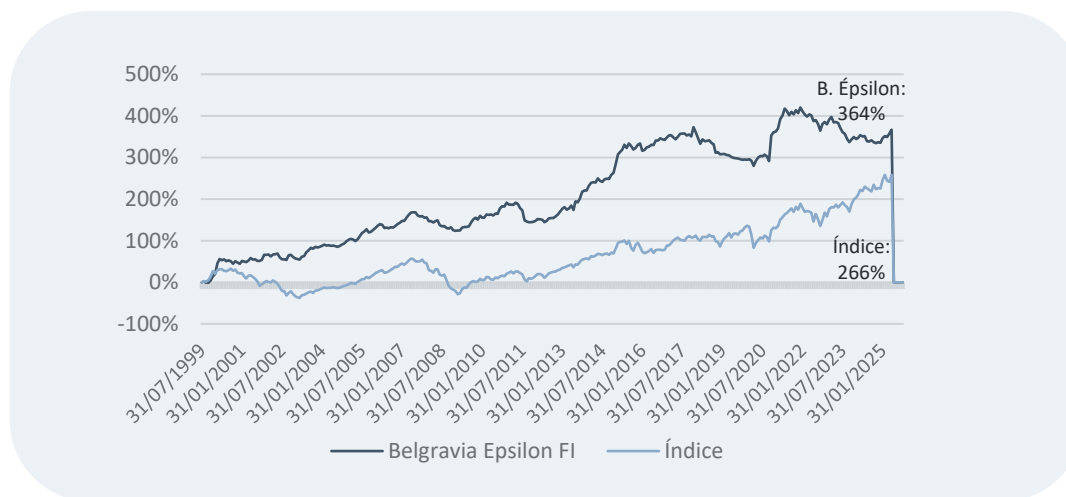
1. Peor comportamiento del growth frente al value, con el consecuente impacto negativo sobre Belgravia, dado el sesgo growth que mantiene la cartera.
2. Peor comportamiento de los mid y small caps frente a los large caps, lo cual lastra la cartera dada su mayor exposición a small y mid caps que el índice de referencia.
3. Reacción negativa a resultados de algunas compañías de la cartera, como Adidas, UMG, CTS-Eventim en consumo discrecional, así como Alcon y Hikma en sanidad.
4. En tecnología, el mercado rotó hacia el sector de hardware/semis como mayor beneficiario de IA, en detrimento de software y servicios informáticos, donde se centra nuestra inversión con SAP, Ionos y Reply.

3^{er} trimestre de 2025

En el lado positivo, destacaron las aportaciones de industriales, con Kion y Siemens, así como CRH en materiales, y el sector financiero en general, donde cinco de nuestras seis posiciones batieron el índice sectorial financiero.

Al cierre del trimestre la cartera tenía una inversión neta en renta variable del 20%, con una exposición sectorial equilibrada, salvo por el sobrepeso en consumo discrecional frente a la menor exposición en industriales.

Rent. acumulada desde jul. 1999



3^{er} trimestre de 2025

Características generales	Belgravia Epsilon FI, R
Exposición a mercado	0% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	38
Comisiones	1,25% + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	BELEPSI SM Equity
Rating Morningstar	2 Estrellas
Categoría	Retorno absoluto
ISIN	ES0114353032 (CLASE R)

3 ^{er} trimestre 2025	Belgravia Epsilon FI (%)	Índice Europeo NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre	22,5	100
Exposición a cierre de trimestre	20,1	100
Rentabilidad del trimestre	-0,5	3,6
Rentabilidad en el año	6,7	12,4
Rentabilidad anualizada desde inicio (jul. 1999)	6,1	5,1
Rentabilidad acumulada desde inicio (jul. 1999)	365	266

Belgravia Delta FI

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

Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en renta variable del 32% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 30%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 2%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 12bn de euros), un 37% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn de euros) y un 3% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn de euros).

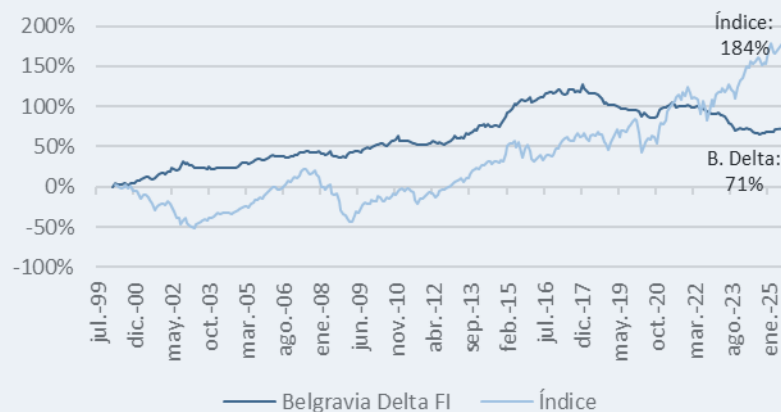
En el tercer trimestre de 2025, Belgravia Delta se depreció un 0,95%, con una inversión media en acciones del 40%, y una posición media vendidas en futuros Stoxx 600 del 39%, lo que supone una inversión neta media del 1%. Desde el inicio en 2000, Belgravia Delta acumula una revalorización del 71%.

La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad negativa en comparación con la del índice Bloomberg Europe 600 Price Return (+3,6%) y la exposición media del 20% durante el trimestre. Si bien en el mes de julio la selección de valores fue positiva por décimo mes consecutivo, no fue así en los meses de agosto y septiembre. Las principales razones son las siguientes:

1. Peor comportamiento del growth frente al value, con el consecuente impacto negativo sobre Belgravia, dado el sesgo growth que mantiene la cartera
2. Peor comportamiento de los mid y small caps frente a los large caps, lo cual lastra la cartera dada su mayor exposición a small y mid caps que el índice de referencia.
3. Reacción negativa a resultados de algunas compañías de la cartera, como Adidas, UMG, CTS-Eventim en consumo discrecional, así como Alcon y Hikma en sanidad.
4. En tecnología, el mercado rotó hacia el sector de hardware/semis como mayor beneficiario de IA, en detrimento de software y servicios informáticos, donde se centra nuestra inversión con SAP, Ionos y Reply.

Al cierre del trimestre la cartera tenía una inversión larga en renta variable del 32%, con una exposición sectorial equilibrada, salvo por el sobrepeso en consumo discrecional frente a la menor exposición en industriales.

Rent. acumulada desde oct. 2000



Características generales	Belgravia Delta FI
Exposición a mercado	≈ 0%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	4,9
Estructura legal	Fondo de Inversión, UCITS
Comisiones	1% + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	BELBALF SM Equity
Categoría	Market neutral
ISIN	ES0114429006

3 ^{er} trimestre 2025	Belgravia Delta FI (%)	Índice europeo NR (%)
Exposición media neta a mercado en el trimestre (ajustada por beta)	-0,36	100
Exposición a cierre de trimestre (ajustada por beta)	0,02	100
Rentabilidad del trimestre	-0,95	3,56
Rentabilidad en el año	1,97	12,42
Rentabilidad anualizada desde inicio (feb. 2000)	2,12	4,16
Rentabilidad acumulada desde inicio (feb. 2000)	71,24	184,41

Cristina Solinís

Cristina.solinis@singularam.es

+34 915158621

Singular Asset Management SGIIC SAU

Goya, 11

28001 - 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.