



Belgravia
Carta a Inversores
Primer trimestre 2025

Estimados inversores:

Cerramos el primer trimestre de 2025 con una subida del 5,77% en la bolsa europea medida con el índice Stoxx 600. En cambio, en EE.UU. las bolsas terminaron el trimestre con caídas en los índices, tanto en el S&P 500 que cayó un 4,37% como en el Nasdaq, que perdió un 10,31%.

El peor comportamiento de los índices norteamericanos y, en especial, del índice tecnológico Nasdaq vino marcado por el fenómeno DeepSeek que comentaremos más adelante.

La renta fija ha tenido un comportamiento positivo en el trimestre con subidas de precio y, en consecuencia, caídas en la rentabilidad de los bonos de gobierno en EE.UU. (TIR 4,2% a 31 de marzo frente a 4,6% a 31 de diciembre en el bono a 10 años). En Europa, en cambio, el comportamiento ha sido el opuesto, con caídas de precio y subidas de rentabilidad en los bonos (TIR 2,7% a 31 de marzo frente a 2,3% a 31 de diciembre para el bono soberano alemán).

Los acontecimientos políticos a ambos lados del charco han dominado los mercados en estos primeros meses del año.

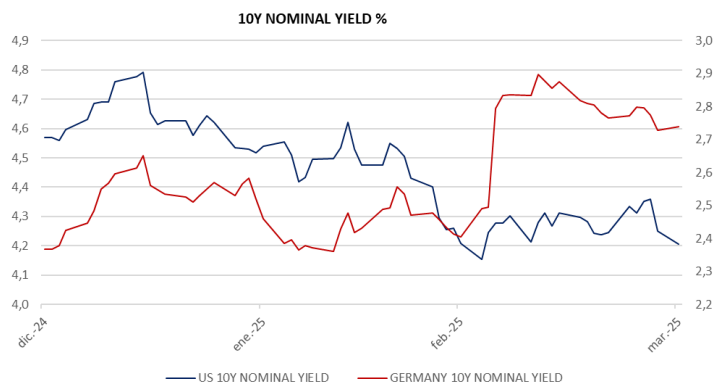
En enero tuvo lugar la toma de posesión de Donald Trump como nuevo presidente de los EE.UU.. En las primeras horas de su mandato firmó hasta 26 órdenes ejecutivas en materia migratoria, sanitaria, energía o política exterior entre otras, además de crear el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE).

Las siguientes medidas se centraron en la política comercial, anunciando aranceles para las importaciones desde México, Canadá y China además de imponer aranceles específicos sobre el acero y el aluminio. Estos anuncios vinieron acompañados de una errática comunicación tanto con los gobiernos afectados como con los medios, anunciándose en pocas horas medidas, contramedidas y cambios de opinión, dejando una muestra de cómo serán los próximos cuatro años.

Estos primeros pasos en política comercial fueron la antesala de lo que vendría semanas más tarde con el anuncio del día 2 de abril sobre aranceles recíprocos que han provocado fuertes turbulencias en los mercados y serios temores de una recesión económica.

En Europa, en el mes de febrero tuvieron lugar las elecciones federales de Alemania. Cumpliendo con las expectativas de analistas y encuestas, la CDU/CSU fue el partido que más votos recibió y Friedrich Merz se convertirá en el próximo canciller de Alemania previsiblemente apoyado por el partido socialdemócrata SPD y Los Verdes en una gran coalición.

Sin tan siquiera haber formado gobierno, el parlamento alemán ya ha aprobado una reforma que permitirá cambiar las estrictas normas de límite de deuda de la Constitución alemana, destinadas a dar un impulso histórico al gasto en defensa, además de crear un fondo de 500.000 millones de euros para modernizar las infraestructuras y reactivar la primera economía de Europa. Ello explica el dispar comportamiento de la renta fija alemana respecto a la de EE.UU.

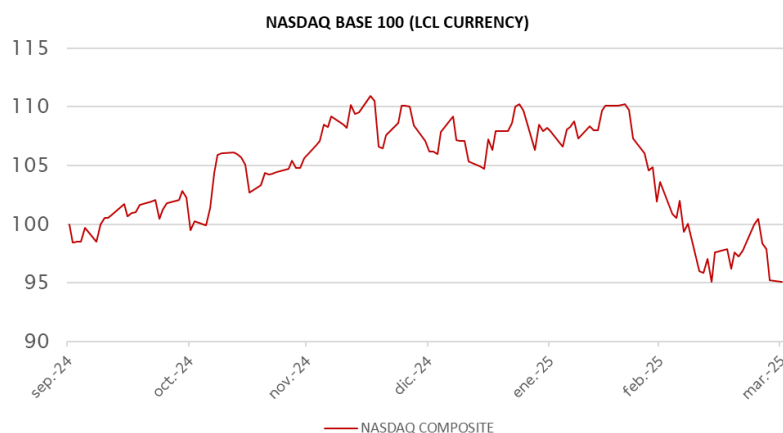


En el escenario geopolítico, además de la guerra arancelaria, el nuevo mandato de Trump trajo consigo los primeros pasos para un acercamiento entre Rusia y Ucrania, una posible tregua y un eventual final al conflicto. Si bien se produjeron varias rondas de negociaciones entre representantes de Ucrania, EE.UU. y Rusia lo cierto es que las posiciones maximalistas de ambos bandos y la negativa de Putin a sentarse a negociar hacen que la resolución del conflicto parezca todavía lejana.

La Unión Europea, por su parte, se ha tomado en serio las amenazas de Trump de dejar de pagar la defensa del continente europeo y ha aprobado un ambicioso plan de inversión en defensa de 800.000 millones de euros que se invertirán en el rearme europeo hasta 2030.

En el ámbito empresarial, en enero el mercado se hizo eco de la existencia de DeepSeek, un modelo de inteligencia artificial generativa de código abierto desarrollado en China que, aparentemente, fue desarrollado en apenas unos meses y es hasta diez veces más eficiente que otros modelos como ChatGPT, lo que implica un coste mucho menor. Además, los creadores del modelo alegaron haber utilizado tecnología de procesamiento inferior a la que usan las grandes tecnológicas de Silicon Valley.

La aparición de DeepSeek generó inquietudes sobre la posición dominante de las empresas estadounidenses en el ámbito de la inteligencia artificial y la posible disminución en la demanda de chips y expansión de centros de datos. El día de la irrupción de DeepSeek, las principales compañías vinculadas a la IA y a los centros de datos sufrieron fuertes correcciones. Las acciones de Nvidia, líder en fabricación de chips para aplicaciones de inteligencia artificial, cayeron un 17%, eliminando aproximadamente 593.000 millones de dólares de su valor de mercado, marcando una pérdida récord en un solo día para una empresa en Wall Street.





Cartera de ideas destacadas

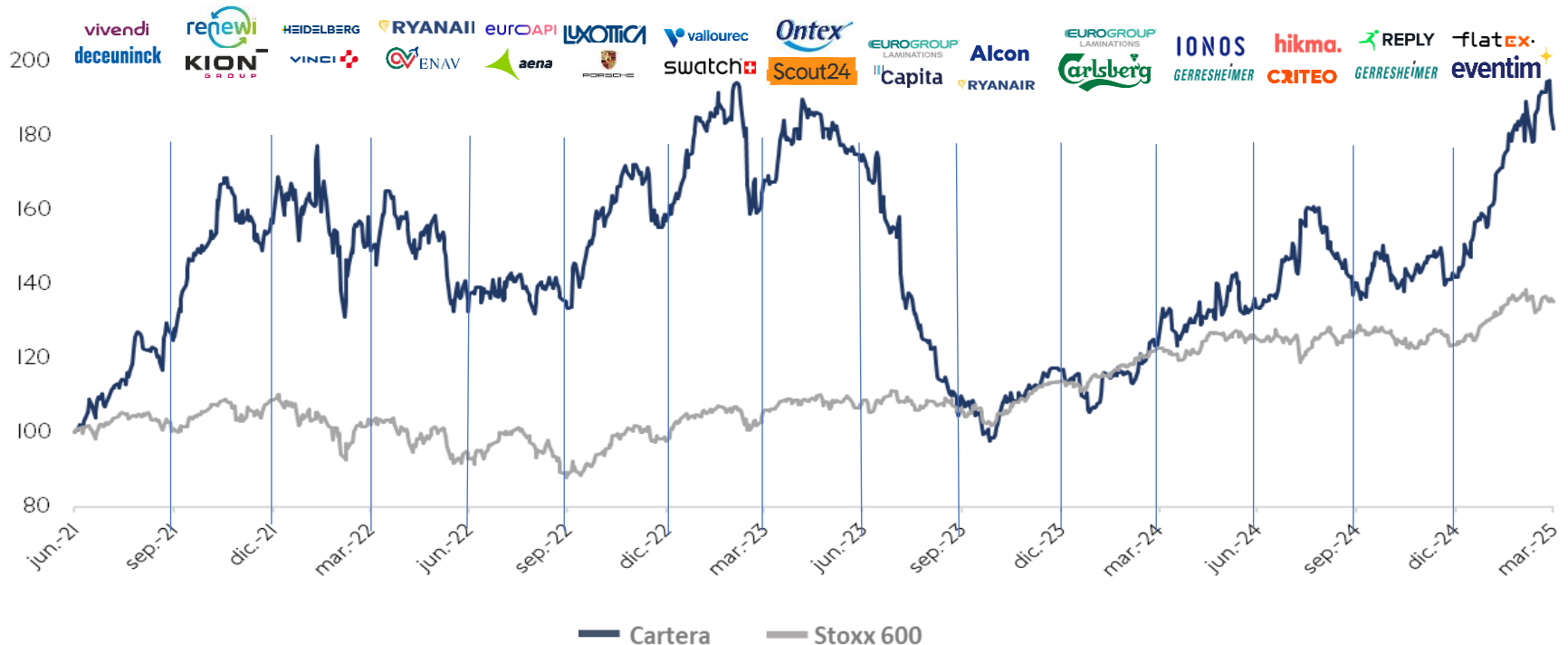
Cartera de ideas destacadas*

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 25,7% frente a un 5,26% del Stoxx 600. Desde inicio (30 de junio de 2021) hasta el 31 de diciembre de 2024 la rentabilidad acumulada es de un 82% frente a una subida del 32% del Stoxx 600 incluyendo dividendos, es decir, un diferencial positivo de un 50%.

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar Deutsche Telekom y Buzzi, que sustituyen a flatexDEGIRO y CTS Eventim 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.

Informe 1^{er} trimestre 2025

Del 01/07/2021 al 31/03/2025*	VL Cartera de 2 valores	Stoxx 600
RETORNO ACUMULADO	81.7%	31.8%
RETORNO ACUMULADO ANUALIZADC	21.9%	8.5%
RETORNO POR TRIMESTRE		
IQ24 (Eurogroup & Carlsberg)	5.97%	7.82%
2Q24 (Gerresheimer & Ionos)	8.22%	1.50%
3Q24 (Hikma & Criteo)	4.91%	2.68%
4Q24 (Reply & Gerresheimer)	1.11%	-2.57%
IQ25 (CTS Eventim & Flatex Degiro)	25.73%	5.26%
DESV. RET DIARIO	1.8%	0.9%
DESV. RET DIARIO ANUALIZADO	29.0%	14.1%
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.



30 años en Telekom

Deutsche Telekom AG (DT) es una compañía alemana con sede en Bonn, la Teleco más grande de Europa y una de las principales empresas de telecomunicaciones integradas del mundo, con más de 261 millones de clientes móviles, 25 millones de líneas de red fija y 22 millones de clientes de banda ancha. Constituida en 1996 cuando se privatizó el antiguo monopolio estatal de Deutsche Bundespost, el gobierno alemán aún posee directamente un 14% de las acciones de la compañía y otro 14% a través del banco KfW.

En Alemania, **DT** es el líder del mercado tanto en red fija (con 700.000km de fibra y 17m de clientes) como en móviles (con más de 60m de clientes y una cobertura superior al 95% en 5G). También posee importantes participaciones en otras empresas de telecomunicaciones (incluidas las filiales centroeuropeas Slovak Telekom y Magyar Telekom, el operador de telecomunicaciones griego, OTE, o el operador austriaco Magenta Telekom) siendo la más importante su participación del 51,4% en la Americana T-Mobile US que representa cerca del 67% del EV total de DT.

El negocio de **DT** se apoya en el sólido desempeño en EE.UU. (un mercado con tasas de crecimiento y rentabilidad superiores al europeo) donde la mejor calidad de su red y apuesta por zonas rurales le está permitiendo ganar cuota de mercado sobre los dos primeros operadores. Además, como operador alemán dominante, está bien posicionado para beneficiarse de un mercado interno racional y continuar con su tendencia de crecimiento actual, lo que ayudará a reevaluar la valoración del stub ex-EE.UU. DT también se beneficiará de los c. USD50.000-70.000 millones que TMUS devolverá a sus accionistas entre 2025 y 2027, que les proporcionará el poder financiero para aumentar la remuneración de los accionistas.

	EV/EBITDA25	EV/EBITDA26	EV/EBIT25	EV/EBIT26	PE25	PE26
Deutsche Telekom	6,90	6,61	11,78	10,74	14,59	12,86
Telefonica	5,40	5,42	15,12	14,53	11,79	11,03
Orange	5,57	5,27	11,73	10,97	11,44	9,49
Vodafone	5,62	5,45	15,25	13,91	7,76	6,62
KPN	8,08	7,87	14,34	13,75	15,80	14,87
T-Mobile US	11,68	10,97	19,92	17,65	23,01	19,14



Buzzi Unicem

Buzzi

Buzzi Unicem es una compañía italiana especializada en la producción de cemento, hormigón y otros materiales como agregados de construcción. Fundada en 1907 en Casale Monferrato, Italia, la compañía ha crecido hasta convertirse en un actor global en la industria de materiales de construcción.

Actualmente, Buzzi opera en más de 12 países siendo sus principales mercados EE.UU., México, Brasil, Italia y Alemania, por este orden.

El cemento es un producto muy pesado y de poco valor al peso y volumen por lo que no suele viajar por tierra en radios superiores a 400-500km, esto hace que la producción y el consumo sean locales. Es cierto que algunos países como Grecia, Turquía, Vietnam o Brasil exportan ciertas cantidades, aunque éstas representan un pequeño porcentaje del consumo local. En el caso de Buzzi, las medidas arancelarias impuestas por el gobierno de Trump mejoran la posición competitiva de su producto en EE.UU., región que representa el 50% del EBITDA del grupo, frente a las importaciones de Turquía, Canadá, Vietnam, Grecia y México que, en conjunto, suponen un 80% de las importaciones del país que cubren un 30% de la demanda.

En Europa, por otro lado, estamos en proceso de implantación de la regulación CBAM, el mecanismo de ajuste en frontera por carbono que hará menos competitivas las importaciones de otros países fuera de la Eurozona que sean producidas con menores exigencias en cuanto a regulación medioambiental. Además, la regulación europea hará que se vayan cerrando progresivamente las plantas de producción más contaminantes e ineficientes. De esta manera, mejorará la competitividad de la producción local. Además, Buzzi cuenta con una exposición a relevante a Alemania, donde esperamos que los planes de inversión pública en infraestructura anunciados por el nuevo gobierno se traduzcan en mayores volúmenes y ventas para Buzzi en el medio plazo.

Buzzi es una compañía familiar, controlada por la familia Buzzi con un 53% del accionariado. Gestionan la compañía con una visión a muy largo plazo y con criterios conservadores. A diferencia de sus principales competidores, cuenta con caja neta en el balance. La compañía cotiza a 3.4x EBITDA y 7.8x beneficios de 2026, lo que supone un descuento del 30% frente a sus pares europeos y del 65% respecto a los norteamericanos.

2026	EV/EBITDA	PE	FCF Yield
Global			
Heidelberg	5,4	8,8	8,2%
Holcim	6,6	10,9	8,6%
Cemex	4,3	6,6	9,6%
US			
CRH	7,5	12,1	5,9%
Martin Marietta	12,1	20,5	4,0%
Titan America	5,3	8,5	4,4%
Vulcan Materials	12,1	21,6	4,6%
Buzzi	3,4	7,8	9,8%



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 renta variable del 82%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 15bn), un 25% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn) y un 15% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn).

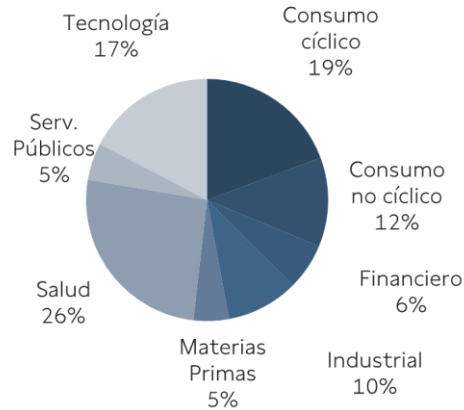
En el primer trimestre de 2025, Belgravia Value se apreció un 5,14%, con una inversión media en acciones del 82%, y una posición media comprada en futuros Stoxx600 del 4,5%, lo que supone una inversión larga total en renta variable del 86%. Desde el inicio en octubre de 2019, BVS acumula una revalorización del 37% frente al 56% del MSCI Europe en el mismo periodo.

La selección de valores fue ligeramente positiva en el trimestre, como muestra la rentabilidad obtenida en comparación con la del índice MSCI Europe (+5,9%), y considerando el grado medio de inversión del 86% en el periodo. Ello a pesar de que los sesgos de la cartera (hacia small y mid caps, hacia crecimiento, y sobreponderada en sanidad y consumo discrecional e infraponderada en sector financiero y en industriales) fueron adversos puesto que en el trimestre:

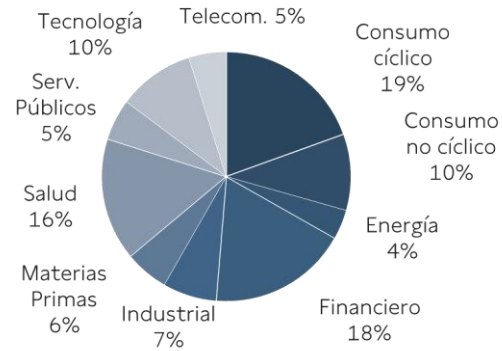
1. Los small y mid caps continuaron comportándose peor que los large caps, en torno a un -5%
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value, en torno a un -9%
3. El sector financiero se revalorizó un 20% e industriales un 6,5% mientras el sector de sanidad se depreció un 2%

No obstante, a lo largo de febrero y marzo se han ido reduciendo los sesgos de small-mid caps, crecimiento, sanidad y consumo discrecional, que tanto nos han lastrado en los últimos trimestres, en favor de large caps, sector financiero, e industrial, lo cual ya ha estado contribuyendo positivamente a la rentabilidad en los meses de marzo y abril.

Composición sectorial al 31/12/2024



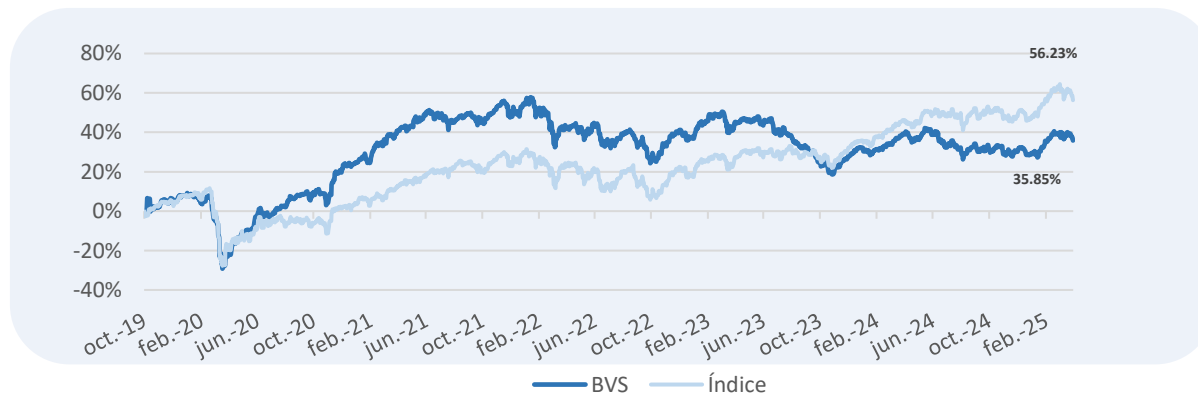
Composición sectorial al 31/03/2025



La atribución positiva de rentabilidad en el trimestre tuvo lugar tanto en los large caps, como en los mid y small caps. A destacar las contribuciones positivas de Iberdrola, Commerzbank, Ionos, Lottomatica y FlatexDegiro.

Al cierre del trimestre la cartera estaba invertida al 81% en renta variable, próximo al mínimo del 80% que marca su política de inversión, lo que nos permite aprovechar las oportunidades de compra que se presentan con la volatilidad derivada de la política comercial estadounidense.

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

1º trimestre 2025**Belgravia Value Strategy (%)****Índice Europeo NR (%)**

Exposición media a mercado en el trimestre	86,4	100
Exposición a cierre de trimestre	81,0	100
Rentabilidad del trimestre	+5,14	5,9
Rentabilidad en el año	+5,14	5,9
Rentabilidad anualizada desde inicio (oct. 2019)	5,73	10,4
Rentabilidad acumulada desde inicio (oct. 2019)	37,00	56,2

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 37% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 13%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 24%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 15bn), un 25% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn) y un 15% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn).

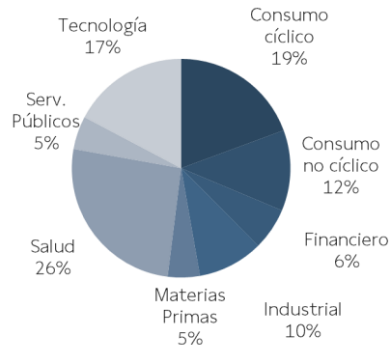
En el primer trimestre de 2025, Belgravia Epsilon se apreció un 3,1%, con una inversión media en acciones del 56%, y una posición media vendida en futuros del 17%, lo que supone una inversión neta media del 39%. Desde el inicio en Julio de 1999, Belgravia Epsilon acumula una revalorización del 349% frente al 244% del Stoxx 600 en el mismo periodo.

La selección de valores fue positiva en el trimestre, medida contra el Stoxx600, como muestra subida del valor liquidativo en el periodo, por encima de la que corresponde a su grado medio de inversión neto (39%) multiplicado por la revalorización del índice Stoxx 600 (5,8%). Ello a pesar de que los sesgos de la cartera (hacia small y mid caps, hacia crecimiento, y sobreponderada en sanidad y consumo discrecional e infraponderada en sector financiero y en industriales) fueron adversos puesto que en el trimestre:

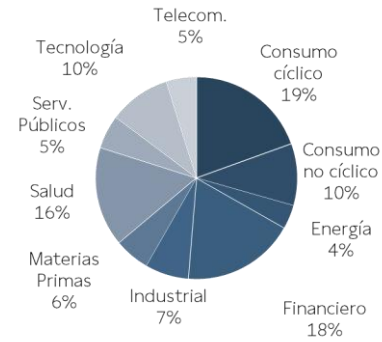
1. Los small y mid caps continuaron comportándose peor que los large caps, en torno a un -5%
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value, en torno a un -9%
3. El sector financiero se revalorizó un 20% e industriales un 6,5% mientras el sector de sanidad se depreció un 2%

No obstante, a lo largo de febrero y marzo se han ido reduciendo los sesgos de small-mid caps, crecimiento, sanidad y consumo discrecional, que tanto nos han lastrado en los últimos trimestres, en favor de large caps, sector financiero, e industrial, lo cual ya ha estado contribuyendo positivamente a la rentabilidad en los meses de marzo y abril.

Composición sectorial al 31/12/2024



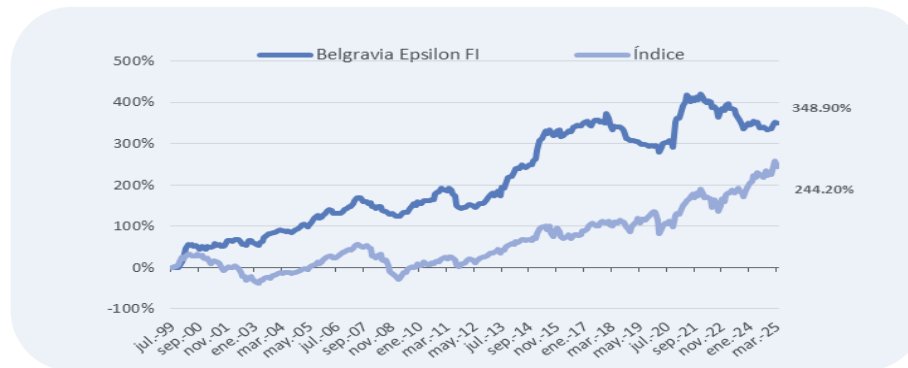
Composición sectorial al 31/03/2025



La atribución positiva de rentabilidad en el trimestre tuvo lugar tanto en los large caps, como en los mid y small caps. A destacar las contribuciones positivas de Iberdrola, Commerzbank, Ionos, Lottomatica y FlatexDegiro.

Al cierre del trimestre la cartera tenía una inversión neta en renta variable del 25%, lo que nos permite aprovechar las oportunidades de compra que se presentan con la volatilidad derivada de la política comercial estadounidense.

Rent. acumulada desde jul. 1999



Características generales
Belgravia Epsilon FI, R

Exposición a mercado	0% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	37,5
Comisiones	1,25% + 9% sobre resultados
Código Bloomberg	BELEPSI SM Equity
Rating Morningstar	4 Estrellas, Plata
Categoría	Retorno absoluto
ISIN	ES0114353032 (CLASE R)

1º trimestre 2025
Belgravia Epsilon FI (%)
Índice Europeo NR (%)

Exposición media neta a mercado en el trimestre	39,3	100
Exposición a cierre de trimestre	24,8	100
Rentabilidad del trimestre	+3,07	5,8
Rentabilidad en el año	+3,07	5,8
Rentabilidad anualizada desde inicio (jul. 1999)	6,03	4,9
Rentabilidad acumulada desde inicio (jul. 1999)	349	244

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 33,5% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 31%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 2,5%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponde a compañías de gran capitalización (más de 15bn), un 25% a compañías medianas (entre 12bn y 3bn) y un 15% a compañías de pequeña capitalización (menos de 3bn).

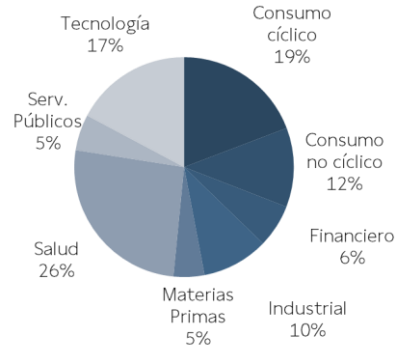
En el primer trimestre de 2025, Belgravia Delta se apreció un 0,63%, con una inversión media en acciones del 52%, y una posición media vendida en futuros del 48%, lo que supone una inversión neta media del 4%. Desde el inicio en 2000, Belgravia Delta acumula una revalorización del 69%.

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 y consumo discrecional e infraponderada en sector financiero y en industriales) fueron adversos puesto que en el trimestre:

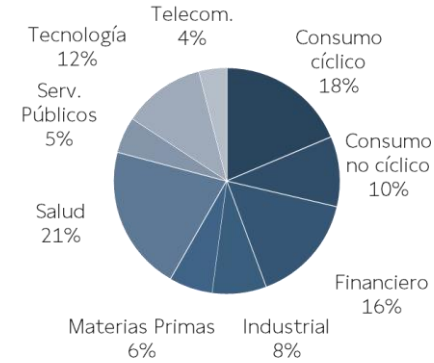
1. Los small y mid caps continuaron comportándose peor que los large caps, en torno a un -5%
2. Crecimiento continuó haciéndolo peor que value, en torno a un -9%
3. El sector financiero se revalorizó un 20% e industriales un 6,5% mientras el sector de sanidad se depreció un 2%

No obstante, a lo largo de febrero y marzo se han ido reduciendo los sesgos de small-mid caps, crecimiento, sanidad y consumo discrecional, que tanto nos han lastrado en los últimos trimestres, en favor de large caps, sector financiero, e industrial, lo cual ya ha estado contribuyendo positivamente a la rentabilidad en los meses de marzo y abril.

Composición sectorial al 31/12/2024



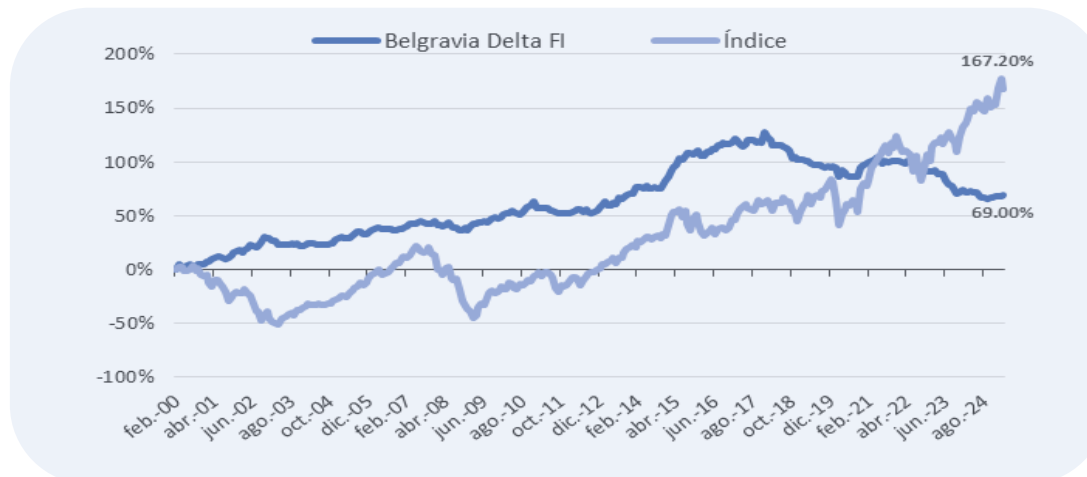
Composición sectorial al 31/03/2025



La atribución positiva de rentabilidad en el trimestre tuvo lugar tanto en los large caps, como en los mid y small caps. A destacar las contribuciones positivas de Iberdrola, Commerzbank, Ionos, Lottomatica y FlatexDegiro.

Al cierre del trimestre la cartera tenía una inversión larga en renta variable por debajo del 35%, lo que nos permite aprovechar las oportunidades de compra que se presentan con la volatilidad derivada de la política comercial estadounidense.

Rent. acumulada desde oct. 2000



Características generales
Belgravia Delta FI

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

1º trimestre 2025
Belgravia Delta FI (%)
Índice europeo NR (%)

Exposición media neta a mercado en el trimestre (ajustada por beta)	0,56	100
Exposición a cierre de trimestre (ajustada por beta)	0,29	100
Rentabilidad del trimestre	+0,63	5,8
Rentabilidad en el año	+0,63	5,8
Rentabilidad anualizada desde inicio (feb. 2000)	2,11	4,0
Rentabilidad acumulada desde inicio (feb. 2000)	69,0	167,2

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 SGIC 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, SGIC 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, SGIC 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.