



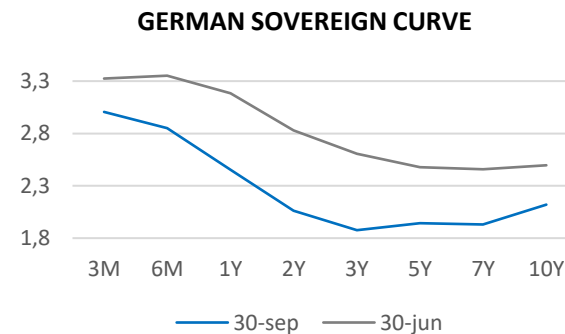
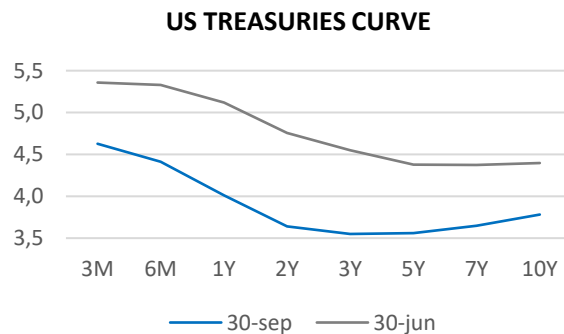
Belgravia Capital
Carta a Inversores
Tercer trimestre 2024

Estimados inversores,

El tercer trimestre del año, la renta variable europea ha terminado con una subida del 2,63% medida con el índice Stoxx 600. En EE.UU., las bolsas tuvieron un mejor comportamiento en el trimestre, el índice S&P 500 subió un 5,87% mientras que el Nasdaq se revalorizó un 2,75%.

En lo que llevamos de año, a cierre de septiembre, el Stoxx 600 se ha revalorizado un 11,71%. Las subidas son mucho mayores, de nuevo, en los índices norteamericanos: el S&P 500 acumula un 21,97% de rentabilidad mientras que el Nasdaq sube un 21,8%.

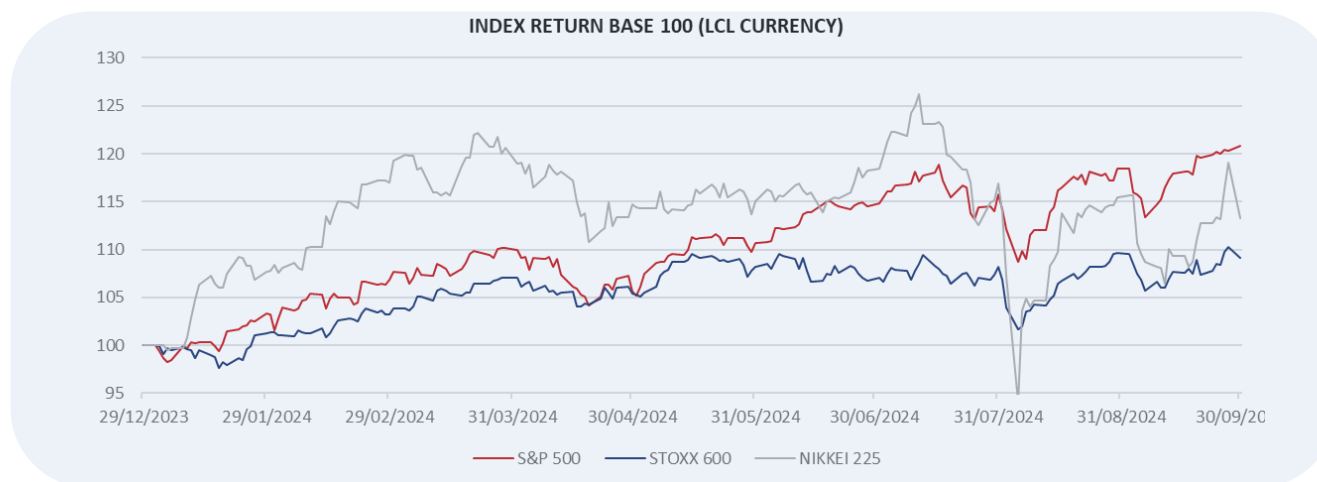
La renta fija ha tenido un comportamiento positivo en el trimestre con subidas de precio y, en consecuencia, caídas en la rentabilidad de los bonos de gobierno, tanto en EE.UU. (TIR 3,8% a 30 de septiembre frente a 4,4% a 30 de junio en el bono a 10 años) como en Europa (TIR 2,1% a 30 de junio frente a 2,5% en junio para el bono soberano alemán).



Las caídas en las TIRes de los bonos fueron más acusadas en los plazos cortos (2 a 3 años) que en los largos (más de 5 años), en un movimiento conocido como “bull steepening”, propio de periodos que siguen al inicio del ciclo de bajadas de tipos, y que dio lugar a la desinversión de la curva de tipos, tanto en EE.UU. como en Europa. Ello explica el mejor comportamiento durante el trimestre de la renta variable “madura” frente a la de “crecimiento”, al predominar el efecto empujamiento de pendiente (donde los plazos cortos bajan más que los largos) sobre el efecto en sí de reducción de TIRes de los plazos largos.

A pesar de las subidas a cierre del periodo, entre el 2 y el 5 de agosto, los mercados financieros experimentaron algunas de las sesiones más agitadas en años, impulsadas por el temor a una posible recesión en Estados Unidos y una inesperada decisión del Banco de Japón que disparó la volatilidad. Tras esos días de incertidumbre, los mercados recuperaron terreno y volvieron a considerar un aterrizaje suave como su escenario principal, dejando las caídas de principios de agosto como un episodio pasajero.

Todo comenzó el 31 de julio, cuando el Banco de Japón (BoJ) anunció inesperadamente la subida del tipo de interés de referencia del 0,10% al 0,25%. Esta medida provocó una rápida apreciación del yen, lo que causó una caída en la bolsa japonesa y desencadenó el cierre de posiciones de carry trade, operaciones que implican financiarse en yenes a bajo coste para invertir en activos internacionales de mayor rentabilidad, lo que exacerbó a su vez los movimientos de divisa y bolsas.



Dos días después, la publicación de datos de empleo de julio en EE.UU. resultaron algo peores de lo esperado, disparando las alarmas de una posible recesión e intensificando el nerviosismo mundial en los mercados. Lo que comenzó con una caída en la bolsa japonesa, se convirtió en una venta masiva de acciones a nivel mundial: el índice japonés Nikkei 225 llegó a caer más de un 12% en una sola sesión. La caída acumulada llegó a ser de un 18% entre el 2 y el 5 de agosto. El S&P 500 acumuló caídas del 7% en ese periodo mientras que en Europa el Stoxx 600 cayó un 8%. El índice VIX de volatilidad alcanzó niveles no vistos desde la pandemia, exacerbado por la baja liquidez típica del verano.

Desde entonces, la calma parece haber regresado gradualmente a los mercados, sostenida por los últimos datos de actividad e inflación que dibujan un escenario de suave desaceleración con inflaciones casi bajo control. No obstante, cada vez es mayor el número de compañías que hace referencia a la debilidad del consumidor norteamericano, especialmente en los segmentos de renta media-baja.

En el plano geopolítico, resaltamos el retorno de los conflictos arancelarios al foco mediático, en este caso por la imposición de tarifas a los vehículos eléctricos chinos por parte de la Unión Europea que, muy probablemente, conllevará contramedidas por el gigante asiático a diversos productos europeos. Por otro lado, se ha producido un recrudecimiento en las hostilidades en Oriente próximo, con el conflicto entre Israel, Gaza, Líbano, Irán y las diversas milicias que habitan la región.

En materia de política monetaria, en septiembre la Fed recortó los tipos de interés en 50pb hasta el intervalo de 4,75%-5,00%, tras haberlos subido 500pb desde marzo de 2022, y dejó sin cambios el programa de reducción del balance. El argumento que justificaría la magnitud del recorte es el cambio de foco hacia un mercado de trabajo que comienza a enfriarse, toda vez que la inflación avanza hacia el objetivo de 2%. En palabras de Powell, “los riesgos al alza de la inflación han disminuido y los riesgos a la baja del empleo han aumentado”. En Europa, el BCE hizo lo propio recortando 25pb en junio a la vez que señaló la debilidad de la economía en la revisión de sus previsiones de crecimiento económico.

Para los próximos meses habrá que estar especialmente atentos a lo que suceda en China respecto a los estímulos monetarios y fiscales: tamaño, plazo, estructura... ya que parece que el gobierno se ha propuesto tomar medidas para dejar atrás definitivamente los problemas del mercado inmobiliario y estimular la inversión y el consumo de sus ciudadanos. Por otro lado, el resultado de las elecciones presidenciales en EE.UU. en el mes de noviembre, nos dará una indicación sobre la dirección en la que pueden continuar las guerras arancelarias.



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 4,91% frente a un 1,27% del Stoxx 600. Desde inicio (30 de junio de 2021) hasta el 30 de septiembre de 2024 la rentabilidad acumulada es de un 40,2% frente a una subida del 26,8% del Stoxx 600 incluyendo dividendos, es decir, un diferencial positivo de un 13,4%.

En la actual carta trimestral, pasamos a comentar Reply y Gerresheimer, que sustituyen a Criteo y Hikma del trimestre anterior.



***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	40,2%	26,8%
RETORNO ACUMULADO ANUALIZADO	12,5%	8,3%
RETORNO POR TRIMESTRE EN 2024		
1Q24 (Eurogroup & Carlsberg)	5,97%	7,82%
2Q24 (Gerresheimer & Ionos)	8,22%	2,16%
3Q24 (Hikma & Criteo)	4,91%	1,27%
DESV. RET DIARIO	1,8%	0,9%
DESV. RET DIARIO ANUALIZADO	29,7%	14,5%
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.



Protect your business
with our cybersecurity solutions

Informe 3º trimestre 2024

Reply es una empresa italiana de servicios informáticos que se especializa en ayudar a sus clientes a comprender e implementar la transformación digital en torno a conceptos como IA, big data, computación en la nube, medios digitales e Internet de las cosas (IoT). Sus servicios cubren áreas como productos conectados, soluciones tecnológicas (consultoría, software y hardware) y plataformas digitales. Ofrece servicios de extremo a extremo desde el diseño hasta la implementación y las operaciones.

A diferencia de sus competidores de mayor tamaño, **Reply** opera un modelo intencionalmente descentralizado con algunos servicios compartidos centralizados (por ejemplo, controladores financieros, RR.HH., etc.). **Reply** tiene más de 15.000 empleados en su red de 210 empresas, cada una de las cuales opera en un único mercado, se centra en un área de trabajo en particular y se gestiona de forma autónoma (responsable de su propio estado de resultados). En términos medios, los ingresos son de unos 10 millones de euros al año por unidad empresarial y, cuando las empresas se vuelven "demasiado grandes" y las ofertas "demasiado amplias", **Reply** normalmente las divide.

Desde su salida a bolsa en 2000, **Reply** ha disfrutado de un fuerte crecimiento (+14% CAGR de ingresos a 10 años) y rentabilidad gracias a una exposición atractiva a "megatendencias" como el big data, la computación en la nube y, cada vez más, la inteligencia artificial. Creemos que esto debería continuar respaldando un crecimiento continuo de un dígito alto (por delante de algunos comparables de capitalización mucho mayor), y también con un margen elevado que les ayude en futuras fusiones y adquisiciones que mejorará aún más el crecimiento y la diversificación geográfica (Italia representa ahora el 50% del negocio).

Aunque la acción lo ha hecho bien en los últimos 12 meses (+52%), **Reply** todavía cotiza a 13x EV/EBITDA24e (con un crecimiento en EBITDA 2024-26 del 18,8%), en línea con su promedio de largo plazo, pero con un descuento del 22% vs Accenture (15,5x EV/EBITDA24e con un crecimiento en EBITDA 2024-26 del 16,5%).

Vemos **Reply** como una historia de crecimiento estructural a largo plazo, y con margen para mejora en las estimaciones a corto y medio plazo (probablemente impulsadas por fusiones y adquisiciones).

	EV/EBITDA24e	EBITDA 24-27e cagr	EV/EBIT24e	EBIT 24-27e cagr
Reply	13,5	9,7%	16,6	12,2%
Capgemini	10,2	5,9%	12,0	6,1%
Accenture	17,2	5,4%	21,1	8,3%
Infosys	20,0	6,8%	23,1	9,6%
TCS	21,0	7,1%	22,6	10,1%
Wipro	14,3	5,5%	17,4	8,7%



gerresheimer

Innovative solutions for pharma,
biotech and cosmetics

Informe 3º trimestre 2024

Gerresheimer es una compañía de la que ya hemos hablado en anteriores cartas. Es una empresa que se dedica a la producción de envases principalmente para la industria farmacéutica. Tiene la mayor cartera de productos de la industria incluyendo envases para productos farmacéuticos como viales, jeringas, ampollas y frascos para productos tanto sólidos como líquidos, así como productos para la administración de medicamentos como inhaladores o plumas de insulina y envases para la industria cosmética. Operan principalmente en dos divisiones: “Plastics & Devices” (53% de las ventas 2023) y “Primary Packaging Glass” (47%). Facturaron 2bn EUR en ventas en 2023 y esperan crecer más de un 10% anual en el medio plazo derivado de su exposición a las áreas de mayor crecimiento dentro de la industria farmacéutica como son los fármacos biológicos (como por ejemplo el GLP-1 y los biosimilares), y las vacunas ARNm, ambos administrados de forma inyectable.

En los últimos meses han venido sufriendo en la división de envases de cristal (PPG) por la corrección que están teniendo en la demanda de viales después de años de fuerte crecimiento derivado de las vacunas contra el COVID y los problemas en las cadenas de suministros. Aunque en un principio este impacto ha sido superior al esperado a principios de año, creemos que estamos llegando al final del ciclo de destocking y que empezaremos a ver una recuperación en los siguientes meses, mientras que el resto de las divisiones del grupo se están comportando conforme a lo esperado, con crecimiento de doble dígito en algunas áreas como los inhaladores y las plumas de insulina. Esta recuperación más lenta de lo esperado en viales ha llevado al equipo gestor a bajar la guía de crecimiento para 2024, y también para 2025. Creemos que es una oportunidad muy interesante de compra puesto que el equipo gestor ha tomado una actitud muy conservadora de cara al 2025 para no decepcionar al mercado.

Aunque consideramos que Gerresheimer debe cotizar con descuento frente a sus competidores, por el diferente mix de producto, pensamos que el descuento de casi un 50% en múltiplo EV/EBITDA y del 40% en EV/EBIT son excesivos.

Valuation 2025					
	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	FCF/EV
Gerresheimer	1,8	8,3	14,5	16,9	4,5%
Schott	4,2	15,4	21,1	27,0	2,1%
Stevanato	3,0	17,6	25,9	30,4	2,6%
West Pharma	6,8	24,1	29,6	36,6	2,6%
Terumo	4,0	15,5	21,8	29,0	4,5%
Becton Dickinson	3,8	13,3	15,0	16,4	6,3%
Nipro	1,3	8,4	22,5	14,1	4,4%
Ypsomed	7,2	18,9	29,4	35,3	0,1%
Mediana ex GXI	4,0	15,5	22,5	29,0	2,6%



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.

Informe 3º trimestre 2024

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 acciones de renta variable del 74% y futuros Stoxx 600 comprados por un 20%, lo que resulta en un grado de inversión total en renta variable del 94% por NAV, y del 92% ajustado por beta. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponden a compañías de gran capitalización y un 40% a compañías de mediana y pequeña capitalización.

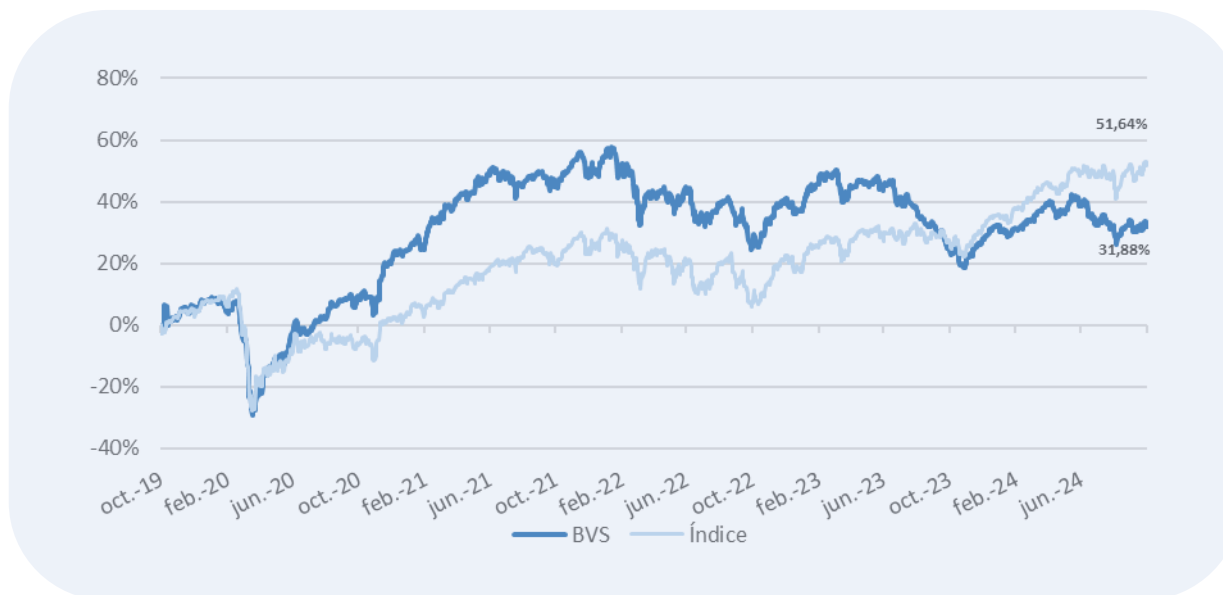
En el segundo trimestre de 2024, Belgravia Value se depreció un 0,3%, con una inversión media en acciones del 71%, y una posición media comprada en futuros Stoxx600 del 15%, lo que supone una inversión larga total en renta variable del 86%. Desde el inicio en octubre de 2019, BVS acumula una revalorización del 32% frente al 52% del MSCI Europe en el mismo periodo.

La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad marginalmente negativa del valor liquidativo en el periodo frente a la rentabilidad positiva del 2,3 % en el Stoxx 600. Los principales factores de atribución negativa de rentabilidad en el trimestre fueron los siguientes:

1. Peor comportamiento de las compañías de crecimiento que las maduras, pues las primeras tuvieron una rentabilidad marginalmente negativa mientras que las segundas se revalorizaron más de un 5% durante el trimestre, medido por los índices Stoxx Growth y Stoxx Value. La cartera de acciones de Belgravia mantiene un sesgo a crecimiento estructural, con el consecuente impacto negativo en su valor liquidativo.
2. Desfavorable mix sectorial, pues los sectores en los que tenemos mayor inversión en relación al índice tuvieron comportamiento negativo (sanidad y tecnología) o positivo pero inferior al índice (consumo discrecional).

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento, dado que ha habido pocos cambios en la cartera respecto al trimestre anterior. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como financiero, energía y telecomunicaciones. Como nuevas posiciones, se han incorporado Fagron (sanidad) y Lottomatica (consumo discrecional). Por otra parte, hemos aprovechado las oportunidades de compra para aumentar la inversión en varias posiciones, como Ionos, Scout24, Criteo, Reply, Ion Beam, Gerresheimer, Volex, y Knorr-Bremse.

Rent. acumulada desde oct. 2019



Características generales	Belgravia Value Strategy
Exposición a mercado	80% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	20
Comisiones	1,60%
Código Bloomberg	VASFFEE
Categoría	Fully invested
ISIN	ES0182838005

3º trimestre 2024	Belgravia Value Strategy (%)	Índice Europeo NR (%)
Exposición media a mercado en el trimestre	86,1	100
Exposición a cierre de trimestre	91,3	100
Rentabilidad del trimestre	-0,29	2,3
Rentabilidad en el año	-0,26	11,6
Rentabilidad anualizada desde inicio (oct. 2019)	5,69	8,2
Rentabilidad acumulada desde inicio (oct. 2019)	31,9	51,6

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.

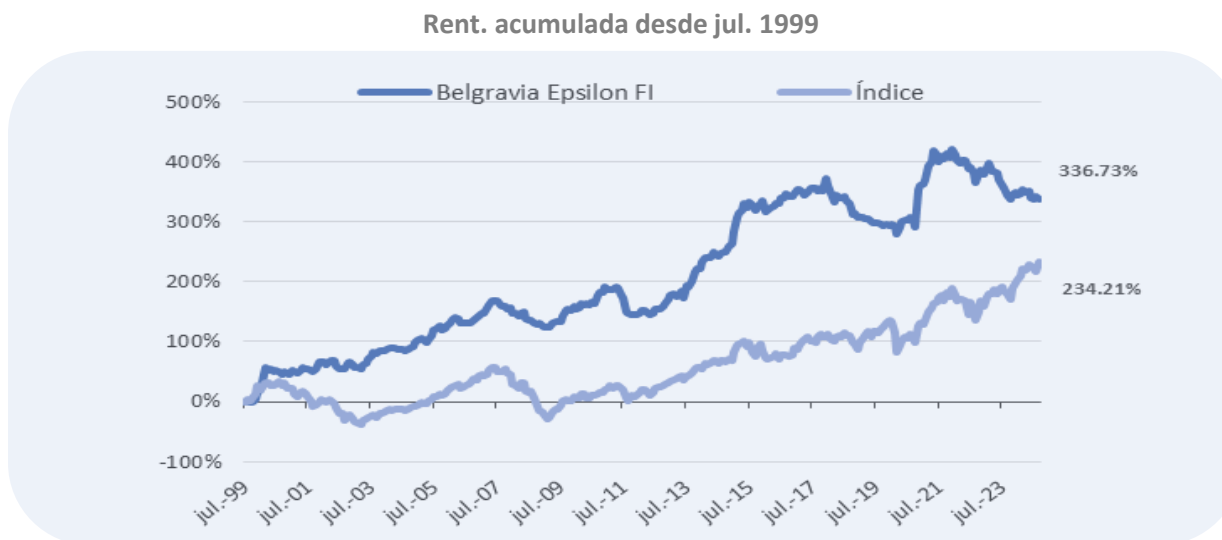
Actualmente, el fondo tiene un grado de inversión en acciones de renta variable del 50% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 15%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 35%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponden a compañías de gran capitalización y un 40% a compañías de mediana y pequeña capitalización.

En el tercer trimestre de 2024, Belgravia Epsilon se depreció un 0,5%, con una inversión media en acciones del 48%, y una posición media vendida en futuros del 17%, lo que supone una inversión neta media del 30%. Desde el inicio en Julio de 1999, Belgravia Epsilon acumula una revalorización del 337% frente al 234% del Stoxx 600 en el mismo periodo.

La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad negativa del valor liquidativo en el periodo frente a la rentabilidad positiva del 2,3% del Stoxx 600. Los principales factores de atribución negativa de rentabilidad en el trimestre fueron los siguientes:

1. Peor comportamiento de las compañías de crecimiento que las maduras, pues las primeras tuvieron una rentabilidad marginalmente negativa mientras que las segundas se revalorizaron más de un 5% durante el trimestre, medido por los índices Stoxx Growth y Stoxx Value. La cartera de acciones de Belgravia mantiene un sesgo a crecimiento estructural, con el consecuente impacto negativo en su valor liquidativo.
2. Desfavorable mix sectorial, pues los sectores en los que tenemos mayor inversión en relación al índice tuvieron comportamiento negativo (sanidad y tecnología) o positivo pero inferior al índice (consumo discrecional).

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento, dado que ha habido pocos cambios en la cartera respecto al trimestre anterior. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como financiero, energía y telecomunicaciones. Como nuevas posiciones, se han incorporado Fagron (sanidad) y Lottomatica (consumo discrecional). Por otra parte, hemos aprovechado las oportunidades de compra para aumentar la inversión en varias posiciones, como Ionos, Scout24, Criteo, Reply, Ion Beam, Gerresheimer, Volex, y Knorr-Bremse.



Características generales
Belgravia Epsilon FI, R

Exposición a mercado	0% < cartera < 100%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	47
Comisiones	1,25% + 9% s/ resultados
Código Bloomberg	BELEPSI SM Equity
Rating Morningstar	4 Estrellas, Plata
Categoría	Retorno absoluto
ISIN	ES0114353032 (CLASE R)

3º trimestre 2024
Belgravia Epsilon FI (%)
Índice Europeo NR (%)

Exposición media neta a mercado en el trimestre	30,7	100
Exposición a cierre de trimestre	33,8	100
Rentabilidad del trimestre	-0,5	2,6
Rentabilidad en el año	-2,7	11,7
Rentabilidad anualizada desde inicio (jul. 1999)	6,0	4,9
Rentabilidad acumulada desde inicio (jul. 1999)	337	234

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 50% y futuros Stoxx 600 vendidos por un 47%, lo que resulta en un grado de inversión neta en renta variable del 3%. De la inversión en acciones de renta variable, aproximadamente un 60% corresponden a compañías de gran capitalización y un 40% a compañías de mediana y pequeña capitalización.

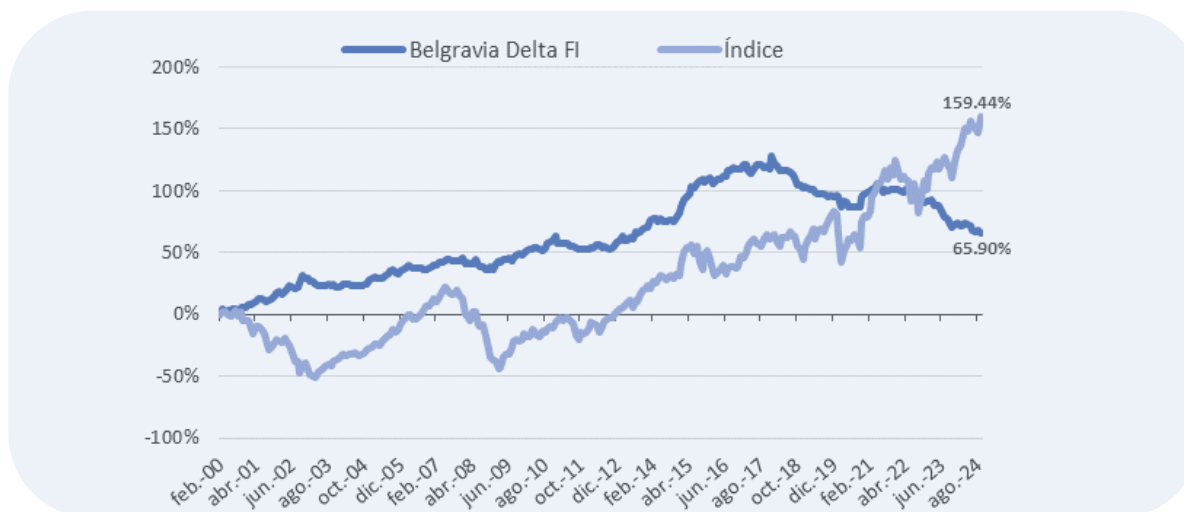
En el segundo trimestre de 2024, Belgravia Delta se depreció un 0,98%, con una inversión media en acciones del 49,8%, y una posición media vendida en futuros del 46,4%, lo que supone una inversión neta media del 3,4%. Desde el inicio en 2000, Belgravia Delta acumula una revalorización del 65,9%.

La selección de valores fue negativa en el trimestre, como muestra la rentabilidad negativa del valor liquidativo en el periodo, dado que la evolución del valor liquidativo depende exclusivamente del acierto en la selección de valores, por el carácter market-neutral de la cartera. Los principales factores de atribución negativa de rentabilidad en el trimestre fueron los siguientes:

1. Peor comportamiento de las compañías de crecimiento que las maduras, pues las primeras tuvieron una rentabilidad marginalmente negativa mientras que las segundas se revalorizaron más de un 5% durante el trimestre, medido por los índices Stoxx Growth y Stoxx Value. La cartera de acciones de Belgravia mantiene un sesgo a crecimiento estructural, con el consecuente impacto negativo en su valor liquidativo.
2. Desfavorable mix sectorial, pues los sectores en los que tenemos mayor inversión en relación al índice tuvieron comportamiento negativo (sanidad y tecnología) o positivo pero inferior al índice (consumo discrecional).

A cierre del trimestre la cartera mantiene el sesgo small/mid caps así como sobreponderación a sanidad y consumo discrecional y, en menor medida, tecnología, y en consecuencia sesgo crecimiento, dado que ha habido pocos cambios en la cartera respecto al trimestre anterior. En contraposición, tenemos infraponderados sectores más cíclicos y maduros como financiero, energía y telecomunicaciones. Como nuevas posiciones, se han incorporado Fagron (sanidad) y Lottomatica (consumo discrecional). Por otra parte, hemos aprovechado las oportunidades de compra para aumentar la inversión en varias posiciones, como Ionos, Scout24, Criteo, Reply, Ion Beam, Gerresheimer, Volex, y Knorr-Bremse.

Rent. acumulada desde oct. 2000



Características generales
Belgravia Delta FI

Exposición a mercado	≈ 0%
Patrimonio en la estrategia (mill. EUR)	5,6
Estructura legal	Fondo de Inversión, UCITS
Comisiones	1%
Código Bloomberg	BELBALF SM Equity
Categoría	Market neutral
ISIN	ES0114429006

3º trimestre 2024
Belgravia Delta FI (%)
Índice europeo NR (%)

Exposición media neta a mercado en el trimestre (ajustada por beta)	0,08	100
Exposición a cierre de trimestre (ajustada por beta)	1,04	100
Rentabilidad del trimestre	-0,98	2,06
Rentabilidad en el año	-4,57	11,7
Rentabilidad anualizada desde inicio (feb. 2000)	2,08	3,9
Rentabilidad acumulada desde inicio (feb. 2000)	65,9	159,4

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.