

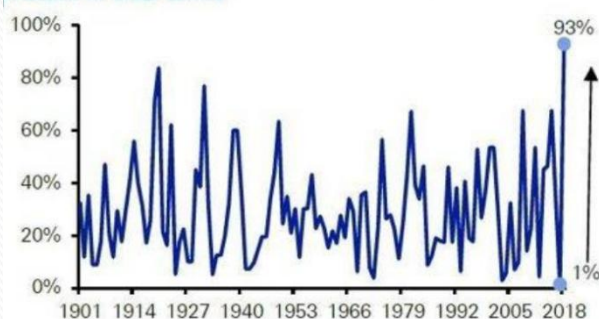
## Carta Anual 2018: Vuelta a empezar

En 2018 Iceberg Asset Management SICAV retrocedió un 11,38%, un 6,04% en diciembre, suponiendo el peor mes por tercera vez consecutiva y cerrando un trimestre espectacularmente negativo al dejarse un 13,43%. **La rentabilidad neta obtenida desde el 1 de enero de 2015 es de un 1,72%, 0,69% anual y un 0,43% anualizada (CAGR).**

El año que dejamos atrás ha sido muy complicado para los mercados financieros, las bolsas mundiales han sufrido pérdidas generalizadas de doble dígito. Entre las zonas desarrolladas ha sido especialmente difícil para Europa, dónde la caída media de los países que aparecen en la tabla de abajo, sin Grecia ni Turquía, es del 17%, con la referente Alemania perdiendo un 22%. Estados Unidos descendió un 5% pese a que las famosas tecnológicas FAANG promediaron un avance del 7%, y supone la peor caída anual desde 2008. En Asia, Japón y China se dejaron casi un 13% y 19%, respectivamente. Pero lo más destacable de 2018 es el desarrollo conjunto de la inmensa mayoría de categorías de productos financieros, ya que más del 90% de los activos han mostrado un rendimiento negativo, un nivel nunca visto en más de 100 años y absolutamente contrapuesto al 1% registrado en 2017.

Global Equity Total Returns (As of 12/31/2018)		
Country	Index	2018 Return (In US \$)
Brazil	MSCI Brazil	-0.5%
Russia	MSCI Russia	-0.7%
USA	MSCI USA	-5.0%
Israel	MSCI Israel	-5.5%
Thailand	MSCI Thailand	-5.5%
Malaysia	MSCI Malaysia	-6.0%
India	MSCI India	-7.3%
Norway	MSCI Norway	-8.6%
Taiwan	MSCI Taiwan	-8.9%
Switzerland	MSCI Switzerland	-9.1%
Indonesia	MSCI Indonesia	-9.2%
Singapore	MSCI Singapore	-9.4%
Colombia	MSCI Colombia	-11.5%
Australia	MSCI Australia	-12.0%
France	MSCI France	-12.8%
Poland	MSCI Poland	-12.9%
Japan	MSCI Japan	-12.9%
Sweden	MSCI Sweden	-13.7%
United Kingdom	MSCI UK	-14.2%
Nigeria	MSCI Nigeria	-14.3%
Denmark	MSCI Denmark	-15.4%
Mexico	MSCI Mexico	-15.5%
Spain	MSCI Spain	-16.2%
Canada	MSCI Canada	-17.2%
Italy	MSCI Italy	-17.8%
China	MSCI China	-18.9%
Chile	MSCI Chile	-19.7%
Germany	MSCI Germany	-22.2%
Ireland	MSCI Ireland	-25.3%
Belgium	MSCI Belgium	-26.9%
Austria	MSCI Austria	-27.4%
Greece	MSCI Greece	-36.8%
Turkey	MSCI Turkey	-41.4%
Argentina	MSCI Argentina	-50.8%

Figure 2: Percentage of Assets with a Negative Total Return in USD terms



Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, GFD. Note, returns YTD are until December 20

Commodity	Spot Indices	2018
Cocoa	S&P Gsci Cocoa	27.7%
Wheat	S&P Gsci Wheat	17.9%
Palladium	S&P Gsci Palladium	12.8%
Corn	S&P Gsci Corn	6.9%
Live Cattle	S&P Gsci Live Cattle	1.9%
Natural Gas	S&P Gsci Natural Gas	-0.4%
Gold	S&P Gsci Gold	-2.1%
Soybeans	S&P Gsci Soybeans	-6.9%
Cotton	S&P Gsci Cotton	-8.2%
Silver	S&P Gsci Silver	-9.4%
Platinum	S&P Gsci Platinum	-14.7%
Lean Hogs	S&P Gsci Lean Hogs	-15.0%
Nickel	S&P Gsci Nickel	-16.4%
Copper	S&P Gsci Copper	-17.5%
Lead	S&P Gsci Lead	-18.6%
Heating Oil	S&P Gsci Heating Oil	-18.8%
Aluminum	S&P Gsci Aluminum	-19.0%
Coffee	S&P Gsci Coffee	-19.3%
Brent Crude	S&P Gsci Brent Crude	-19.5%
Sugar	S&P Gsci Sugar	-20.6%
Crude Oil	S&P Gsci Crude Oil	-22.6%
Lumber	Continuous Contract	-23.7%
Zinc	S&P Gsci Zinc	-25.6%
Unleaded Gasoline	S&P Gsci Unleaded Gasoline	-27.5%
Commodity Index	S&P Gsci Commodity Index	-15.4%

Note: Data as of 12/31/2018

Se puede observar que este tampoco fue un buen año para las materias primas, categoría en la que tenemos una exposición en torno al 6,5% del patrimonio de forma directa y algo superior indirectamente. Las *commodities* cayeron un 15% de media, y más de un 20% en el caso del petróleo.

Respecto a **Iceberg AM**, tras 8 trimestres consecutivos positivos, la segunda mitad del año ha traído un fortísimo retroceso, recordando lo abruptos que pueden llegar a ser los movimientos correctivos.

En nuestro perfil moderado el desempeño de 2018 es especialmente negativo, consecuencia del comportamiento de los segmentos en los que estamos invertidos, como las materias primas, y algunos errores de inversión. El más grave de ellos fue la gran posición en **Mondo TV**, comentada detalladamente el mes pasado y sin el cual la rentabilidad anual habría sido cercana al -7,7%, que, pese a extraño que parezca, sería bastante aceptable en términos relativos. Otros errores que influyeron en la rentabilidad fueron las acciones de **Protector**, **Safestyle**, **Figeac** y **Banca Sistema**.

En los últimos trimestres, una exposición cada vez mayor a empresas europeas de pequeña capitalización propició un cierto desequilibrio y dependencia a esta clase de activos que no habría ayudado a la mejor gestión de la volatilidad. No quiere decir que renunciemos a este mercado ni mucho menos, pero seguramente se podría haber conservado un equilibrio mayor en el último ejercicio, como teníamos intención de hacer e indicamos en varias ocasiones. En el pasado, una de las características ha sido un buen comportamiento en entornos de mayor volatilidad, gracias a una buena gestión de la liquidez, caso opuesto al ocurrido recientemente. En este sentido, posiciones grandes no materializadas como la de **Mondo TV** hicieron difícil una buena gestión de la liquidez y maniobrabilidad, pues el nivel de inversión en **renta variable** ha sido muy elevado durante todo el año (48,1%).

La cartera de **renta fija** también ha contribuido de forma negativa a la rentabilidad aunque casi inapreciablemente, y en su mayoría se trata de una pérdida temporal, al rotar las posiciones a vencimiento. Un caso excepcional es el de **Bayer**, de lejos el mayor contribuidor al descenso de este apartado. Se trata de un bono convertible por acciones que pagaremos a un mínimo de 90€ en noviembre de 2019, por lo cual se comporta prácticamente igual que si fuera *equity*. El bono fue comprado cuando la acción estaba algo por debajo de 80€, arrojando a final de año un descenso del 19% entre los intereses cobrados y la caída en bolsa.

La TIR media de compra de los bonos en cartera es de 3,82% (sin contar el de **Bayer**) y su peso alrededor de un 22% del patrimonio, a lo que hay que sumar un 11% entre el fondo **Carmignac Sécurité** y el **Imantia Renta Fija Flexible**.

## ¿Qué deparará el futuro?

Cuando miramos hacia el futuro consideramos que la gran mayoría de valores bursátiles comprados no han sido errores de inversión pese a obtener grandes minusvalías latentes y darán sus frutos con el paso del tiempo. **IPCO, Keck Seng, Teekay, Fintech, Petra Diamonds** e incluso **Zeal Network**, forman parte de este grupo, pensamos que han experimentado oscilaciones inherentes a la **renta variable** y sus fundamentales respaldan al largo plazo como un aliado para reconocer un mayor valor que el precio pagado.

Las recientes caídas del mercado, generalizando, de un 25% desde máximos han brindado excelentes oportunidades de inversión. Negocios de gran calidad con múltiplos históricamente superiores a 17 o 20 veces sobre flujo de caja libre (FCF), acumulan descensos de más del 50%, lo cual hemos aprovechado para adquirirlos, aumentando el peso en esta clase de negocios (sumados al 7,4% de **Snowball SICAV**) y recuperando equilibrio en tipología y distribución geográfica. **AB Inveb, Kraft Heinz y Philip Morris** cumplen el escenario descrito, en algunos casos cotizando a precios no vistos desde 2012. Otros negocios que consideramos excelentes adquiridos recientemente son **Alphabet, Apple, Euronext o Michelin**.

Mientras, el grueso de la cartera sigue estando centrado en empresas de pequeña capitalización y menor calidad, dónde normalmente existen mayores oportunidades de revalorización por su iliquidez, volatilidad y menor seguimiento, aunque no sea una condición sine qua non y, por su naturaleza, también alberguen un mayor riesgo de equivocación. De igual modo, se han podido incorporar valores de esta índole aprovechando el amplio movimiento del mercado, algunos ejemplos son **Altri, Aryzta, Bonduelle, La Doria, Semapa y Teekay LNG**.

Por su parte, seguimos siendo dueños de **Facebook, Flow Traders, MPac, Naspers, OCI y Rocket Internet**. El número de empresas a cierre de año era de 34, de las cuales ya hemos nombrado a 24. Las ventas más destacables de los últimos meses han sido **Mondo TV, Global Gaming, Figeac, Atalaya Mining, DEAG y Banca Sistema**.

Sabemos que para obtener resultados diferentes a la media debemos hacer cosas diferentes, con el riesgo que ello entraña. Hasta fecha, prácticamente sólo habíamos experimentado la parte positiva de la gestión activa e independiente. Los errores y los malos periodos son inevitables y una etapa más del camino hacia la rentabilidad deseada de nuestros ahorros. Por arrojar un poco de luz, de febrero de 2016 a junio de 2017 experimentamos una revalorización del 20%, ahora, en cuestión de 6 meses hemos descendido más de un 16%. Es, sin duda, una mirada largoplacista y el paso del tiempo quien pone orden a los movimientos erráticos en cortos espacios de tiempo.

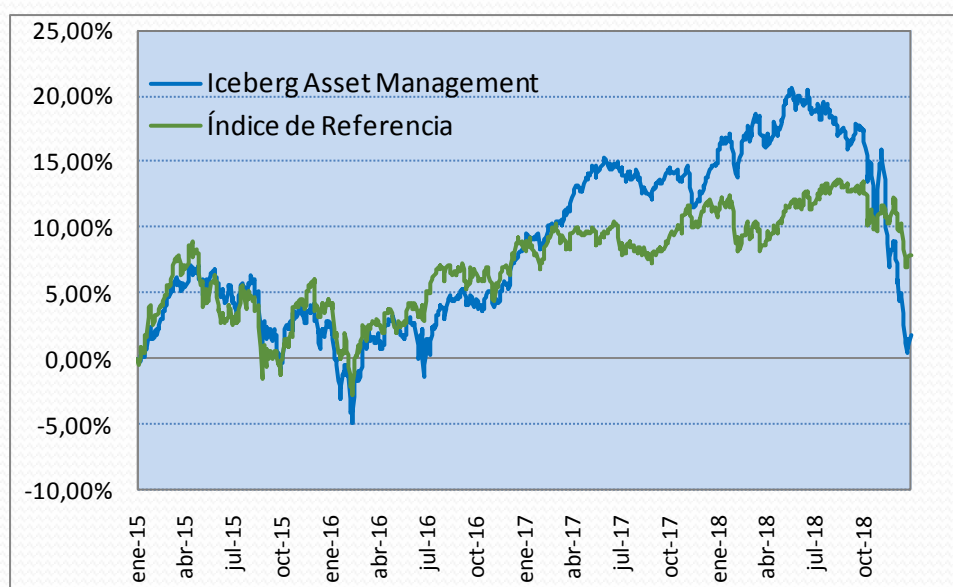


Según nuestros cálculos, el valor liquidativo teórico de la cartera actual es superior a 1,30€ por acción a finales de 2021, que supone una rentabilidad anualizada o CAGR de al menos un 9,15%. A continuación añadimos todas las posiciones de renta variable y su tamaño:

<i><b>Staples</b></i> <b>9,8%</b>		<i><b>Cyclical</b></i> <b>4,9%</b>	
1 EUR AB Inveb	1,0%	21 USD Apple	1,0%
2 USD AerCap	0,8%	22 GBP MPac	1,2%
3 CHF Aryzta	1,5%	23 EUR Renault	1,2%
4 EUR Bonduelle	1,2%	24 EUR Semapa	1,5%
5 EUR Euronext	1,1%		
6 USD Kraft Heinz	1,0%		
7 EUR La Doria	1,0%		
8 EUR Michelin	1,2%		
9 USD Philip Morris	1,0%		
<i><b>Compounder</b></i> <b>15,2%</b>		<i><b>Commodity</b></i> <b>10,2%</b>	
10 USD Alphabet	1,0%	25 EUR Altri	1,0%
11 USD Facebook	1,3%	26 GBP Eland	0,5%
12 EUR Fintech	1,2%	27 SEK IPCO	2,9%
13 EUR Flow Traders	2,2%	28 USD Intl. Seaways	1,0%
14 CAD Go Easy	1,3%	29 EUR OCI	1,4%
15 USD JD.com	1,2%	30 GBP Petra Diam.	1,5%
16 USD Naspers	1,3%	31 USD Scorpio	0,9%
17 EUR Rocket	1,7%	32 USD Teekay	0,5%
18 GBP Taptica	1,0%	33 USD Teekay LNG	0,5%
19 EUR Zeal Network	1,8%		
20 EUR Zooplus	1,2%		
		<i><b>Holdings</b></i> <b>9,9%</b>	
		34 EUR Snowball	7,2%
		35 HKD Keck Seng	2,7%
		<b>Value per share 2021 &gt;1,30€</b>	

Seguidamente se exponen las rentabilidades históricas trimestrales y el gráfico de evolución del valor liquidativo frente al **índice de referencia** o benchmark (60% Barclays Euro Aggregate Bond + 40% MSCI World € NR):

PERIODO	ICEBERG AM	BENCHMARK	DIFERENCIA
<b>2015</b>	<b>2,68%</b>	<b>4,27%</b>	<b>-1,59%</b>
T1	-1,13%	-1,69%	-
T2	-0,71%	2,25%	-
T3	3,38%	1,66%	-
T4	4,03%	1,71%	-
<b>2016</b>	<b>5,57%</b>	<b>3,95%</b>	<b>1,62%</b>
T1	3,62%	1,22%	-
T2	1,71%	-1,03%	-
T3	0,06%	0,51%	-
T4	0,40%	2,09%	-
<b>2017</b>	<b>5,88%</b>	<b>2,58%</b>	<b>3,30%</b>
T1	1,28%	-2,37%	-
T2	2,25%	2,91%	-
T3	-1,19%	1,23%	-
T4	-13,43%	-4,68%	-
<b>2018</b>	<b>-11,38%</b>	<b>-3,05%</b>	<b>-8,33%</b>
<b>ACUMULADO</b>	<b>1,72%</b>	<b>7,79%</b>	<b>-6,07%</b>



Los números hablan por si solos, con un comportamiento del **benchmark** muy bueno en términos relativos pese a su 40% de peso en renta variable, favorecido por la apreciación del dólar y otras monedas frente al euro. El 60% de renta fija permaneció en positivo y sumó un 0,2% anual.

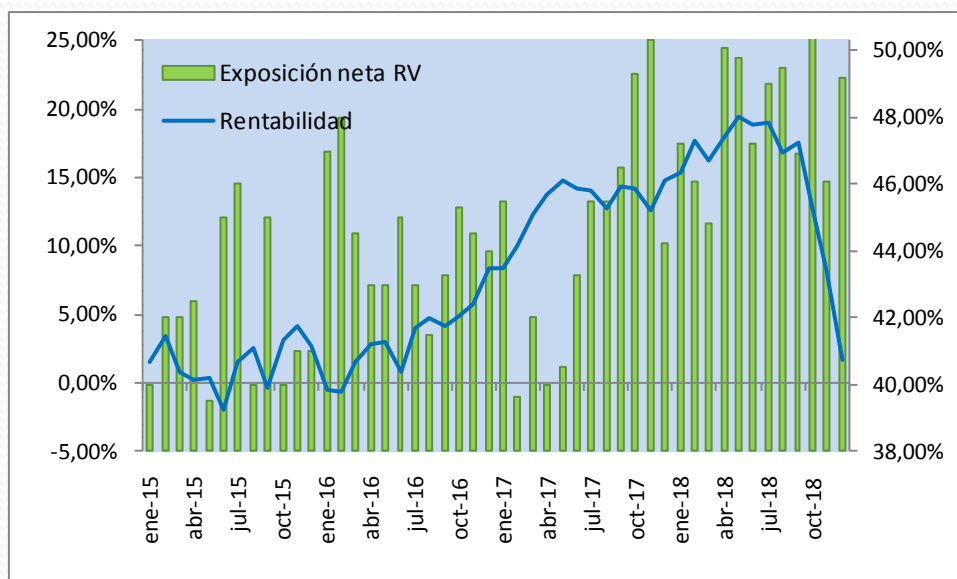
Como cada trimestre, repasamos también las rentabilidades mensuales históricas y el desempeño frente a la media de la categoría **EUR Moderate Allocation** de Morningstar:

ICEBERG AM	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL
2015	1,5%	3,3%	0,8%	0,2%	0,4%	-2,1%	1,5%	-3,1%	-3,0%	3,6%	0,9%	-1,4%	<b>2,68%</b>
2016	-3,2%	-0,1%	2,2%	1,3%	0,2%	-2,1%	3,1%	0,7%	-0,5%	0,7%	0,7%	2,6%	<b>5,57%</b>
2017	-0,1%	1,5%	2,1%	1,2%	1,0%	-0,5%	-0,1%	-1,2%	1,4%	-0,2%	-1,4%	1,9%	<b>5,88%</b>
2018	0,6%	2,0%	-1,2%	1,5%	1,2%	-0,5%	0,1%	-1,8%	0,6%	-4,0%	-4,0%	-6,0%	<b>-11,38%</b>






ACTIVOS COMPARABLES	2015	2016	2017	2018	DESDE 01/01/2015	CAGR
Iceberg AM	2,68%	5,57%	5,88%	-11,38%	1,72%	0,43%
Índice de Referencia	4,27%	3,83%	2,58%	-3,05%	7,79%	1,89%
Media de la Categoría	2,54%	4,12%	5,62%	-8,19%	3,53%	0,87%

De nuevo, destaca el gran comportamiento del *benchmark*.






La exposición a **renta variable** a cierre anual era del 49,2% y se mantiene una media histórica de un 44,7%. Las carteras tanto de acciones como de bonos ya han sido comentadas.



## ACCIONES MAYOR PESO

	INTL. PETROLEUM CORP.	2,8%
	KECK SENG INVESTMENTS	2,7%
	FLOW TRADERS	2,6%
	ROCKET INTERNET SE	1,7%
	ZEAL NETWORK SE	1,7%

## BONOS MAYOR PESO

	MOTA ENGIL SGPS 22/04/19	4,5%
	DELTA AIR LINES INC 04/12/20	3,8%
	FORD HOLDINGS 01/03/20	3,7%
	CASINO GUICHARD 26/05/21	3,3%
	TEVA PHARMA 15/04/22	3,2%

En el apartado **derivados del VIX** se vendieron futuros de enero. Siendo la primera operación abierta en 10 meses.

Con todo, a 31 de diciembre de 2018 el peso neto de la renta variable era del 49,2%, la renta fija representaba un 34,6% y permanecía en liquidez un 9,7% del capital, mientras que existía una exposición neta a divisa no euro del 19,5%. Recordamos que la ponderación máxima permitida de renta variable es del 50%.

Muchas gracias y feliz 2019 a tod@s,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado  
jordan.delrio@icebergam.com  
Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)