

Estimados coinversores,

**Iceberg Asset Management SICAV** se ha revalorizado un 1,38% en el mes de junio y un 21,5% en el segundo trimestre. Registrando una rentabilidad negativa del -10,8% en 2020 (con un peso medio en renta variable del 66,8%) y **un avance del 5,1% desde el 1 de enero de 2015, un 0,9% anualizado** (exposición media a renta variable del 48,4%).

El primer semestre de 2020 ha sido sin lugar a dudas el periodo más intenso y complejo desde que lanzamos este proyecto hace 5 años y medio. Ante lo que ha sido catalogado como el mayor desafío desde la Segunda Guerra Mundial, los mercados de valores fraguaron el descenso más vertical en 140 años, alrededor de un 40% en un mes.

En lo que concierne a nuestros intereses, **como sucede casi siempre en estas circunstancias, el segmento de *small caps* se desplomó antes y con mayor profundidad que el grueso del mercado, permitiendo un menor margen de maniobra.** No fueron pocos los días en los que un grupo de 4 o 5 compañías perdían entre un 20% y un 30%. Hacer frente a algunos descensos superiores al 60% en cuestión de días, llegando hasta el 85% en 3 semanas, en el contexto de pandemia mundial y confinamiento, **es especialmente difícil de gestionar** y requiere de un gran esfuerzo mental.

En una caída tan vertical, se ve muy limitada la capacidad de poder rotar hacia empresas de mayor visibilidad aunque también reflejen una gran infravaloración, puesto que a partir de un -66% para recuperar las pérdidas latentes es necesario multiplicar por 3 o alcanzar un 200%, tarea nada sencilla. Así que, en este contexto, la toma de decisiones debe pasar por **mantener la serenidad y hacer un diagnóstico concienzudo de cada inversión** para; o bien asumir que se incurre un riesgo demasiado elevado y materializar una pérdida muy abultada, o bien aguantar e incluso ampliar la posición esperando una futura y presumiblemente larga recuperación si así lo merece.

En este sentido, al hilo de la [Carta del 1r trimestre](#), concluimos que en muchos de nuestros negocios los precios no reflejaban la realidad de los mismos y tomamos la decisión de incrementar el peso o sostenerlos en cartera. “Llegados a este punto, es importante mantener la calma y seguir nuestro plan de inversión de largo plazo, ver la situación con perspectiva nos permite sacar el mayor provecho de la misma. Las peores crisis económicas han constituido también grandes oportunidades de compra para los inversores pacientes (...) las cotizaciones en estos momentos son presas de la acumulación de ventas en un espacio corto de tiempo debidas a la incertidumbre y el nerviosismo, y no reflejan el estado fundamental de las compañías a largo plazo.”

De acuerdo a nuestra convicción, en la segunda semana de marzo ya contábamos con un peso en renta variable máximo del 70%. El estrés al que estuvo expuesta la cartera fue enorme, así, 10 días después **Iceberg AM** hizo mínimos al acumular un descenso de casi un 25% desde la fundación de la SICAV y **más de un 36% en apenas un mes**, mismo comportamiento que los futuros del **S&P 500** con un 30% menos de renta variable.

Visto desde la perspectiva que pueda dar el paso de solo unos meses, creemos que hicimos lo correcto. Las decisiones de marzo y abril se han visto recompensadas durante los últimos meses con el cese del pánico. A partir de los mínimos experimentamos una subida del 38%, sumando un 21% en el segundo trimestre. A modo de referencia, los ascensos de los futuros **S&P 500** y **DAX** han sido del 18% y 26%,

El ascenso trimestral ha sido fruto, tanto de la recuperación de los valores que conservamos (multiplicando varias veces su precio en algunos casos), como, en menor medida, las numerosas rotaciones y nuevas inversiones que han generado rentabilidades excepcionales. También ha contribuido la recuperación en la **renta fija**. A final de junio el peso en **renta variable** era del 67,9% y del 26% en **renta fija**, a continuación pasamos a evaluar los diferentes apartados y los movimientos del trimestre.

#### Estructura habitual

ACTIVO	PESO
<b>RENTA VARIABLE</b>	<b>58-62%</b>
CARTERA VALUE	34%
CALIDAD MUNDIALES	12%
MATERIAS PRIMAS	7%
ASIA & EM ETF	4%
SMALL CAP EMU ETF	3%
OTROS ÍNDICES ETF	0%
<b>RENTA FIJA</b>	<b>30%</b>
BONOS A VENCIMIENTO	-
BONOS INFLACIÓN €	-
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>10%</b>

#### Estructura actual

ACTIVO	PESO
<b>RENTA VARIABLE</b>	<b>68%</b>
CARTERA VALUE	37%
CALIDAD MUNDIALES	12%
MATERIAS PRIMAS	10%
ASIA & EM ETF	4%
SMALL CAP EMU ETF	3%
OTROS ÍNDICES ETF	1%
<b>RENTA FIJA</b>	<b>26%</b>
BONOS A VENCIMIENTO	23%
BONOS INFLACIÓN €	3%
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>6%</b>

En la **Cartera Value (37%)** ha sido donde más movimientos ha habido. Por la parte de las ventas salieron **Flow Traders, GYM, Plus500** y **Singulus**. Luego, hemos tenido la oportunidad de realizar grandes plusvalías en operaciones de corto espacio de tiempo, es el caso de las compra-ventas de **Amadeus, GSX Techedu** o **XTB**. Por lo que respecta a las nuevas inversiones que siguen en cartera, se trata de **Howard Hughes, Imperial Brands, Mpac, NHI** y **Tesla**.

Seguimos convencidos de que pese a la recuperación parcial de las cotizaciones, el potencial de las compañías es aún mayúsculo, si bien el desenlace del episodio Covid-19 sigue incierto a nivel global y falta conocer cuando se podrá recuperar la normalidad. **Calculando unos flujos de caja normalizados en 2022, el precio objetivo de las participadas es superior al 100% y significaría que cotizan a un múltiplo de unas 7 veces o una rentabilidad como accionistas cercana al 14%**. No obstante, requerirá de actualizaciones según acontecimientos.

En su mayoría, las componentes son empresas olvidadas o de sectores con muy poco reconocimiento, cotizando a precios muy deprimidos. Las primeras posiciones corresponden a **Keck Seng (2,3%), Golden Entmt (2%), Golar (1,9%), Aryzta (1,8%)** y **Teekay (1,8%)**.

En cuanto a los activos de **Calidad Mundiales (12%)**, **Snowball** alcanza un 9% gracias a su excelente comportamiento en el año, +8,2%. Le acompañan las acciones de **Alphabet**, **Berkshire** y **Facebook**, mientras que vendimos **AB Inveb** e incorporamos **Brookfield AM**.

Por otro lado, las **Materias primas (10%)** mantienen su exposición. En la vertiente **energética** ha habido cambios importantes, en abril tomamos la delicada decisión de vender el 60% de la posición de **IPCO (1%)** y asumir unas pérdidas permanentes del 63% y del 2% sobre el patrimonio. Repartiendo el capital entre **Rockrose (1,9%)**, de manera mayoritaria, y más modestamente en **Hurricane (0,2%)**, ambas con un coste de extracción del petróleo significativamente menor. Mientras, **OCI (2%)** sigue con un peso relevante a la espera de mejores noticias del segundo trimestre, en el inicio de año la generación de caja fue débil y la empresa anunció el aplazamiento la venta de la división de metanol hasta 2021.

La exposición al **oro** aumentó ligeramente hasta el 5% por la fuerte revalorización de las compañías, uno de los “motores de rentabilidad” de corto plazo que citamos en la [Carta del 1º trimestre](#). Las posiciones son **Sandstorm (2,6%)**, el ETF **GOAU (1,3%)**, **West African (0,8%)** y **Solgold (0,3%)**.

Respecto a los 3 apartados de indexaciones:

- **Asia y Emergentes (4%)** formado por los ETF **SPEM** y **KWEB**, sin cambios.
- **Small Caps eurozona (3%)** también sin cambios, integrado por el ETF **ESCEUA**.
- Se ha disminuido ligeramente la posición del ETF **SVXY (1,4%)**, inverso en futuros del VIX.

Los principales activos de renta variable a 30 de junio quedaban de la siguiente manera:

	<b>SNOWBALL SICAV (EUR)</b>	<b>9,0%</b>
	<b>UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)</b>	<b>2,9%</b>
	<b>SANDSTORM GOLD (USD)</b>	<b>2,6%</b>
	<b>KECK SENG INVESTMENTS (HKD)</b>	<b>2,3%</b>
	<b>KRANESHARES CHINA INT. (USD)</b>	<b>2,3%</b>
	<b>OCI NV (EUR)</b>	<b>2,0%</b>

Por su parte, el mercado de **renta fija** también estuvo sujeto a grandes caídas ante el aumento del riesgo de hipotéticos impagos, lo que no altera nuestra rentabilidad si finalmente se produce la devolución del capital al vencimiento del bono.

Por lo tanto, la situación actual ha dado lugar a un repunte de los intereses en algunas compañías, poco frecuente en los últimos años. Aprovechamos para vender más **bonos ligados a la inflación de la eurozona**, como ya hiciéramos en el 1º trimestre, permitiendo la entrada de los bonos híbridos de **Aryzta (2,5%)** a un precio cercano a 60 francos. Se trata de una deuda perpetua a refinanciar en cuanto la situación del negocio mejore, estimamos que posiblemente se lleve a cabo en 2024, por lo que recibiríamos una revaloración del 66% en 4 años.

Además, rentaría alrededor de un 9,5% anual mediante el cupón que va acumulando, dicho cupón está suspendido de pago temporalmente hasta que la empresa esté en una mejor situación de generación de caja... deberá abonar todo lo debido antes de repartir cualquier dividendo a los accionistas. Pese a las complejas circunstancias de este producto, pensamos que será una muy buena inversión.

En el terreno de las operaciones de corto plazo, vendimos las preferentes de **Golar MLP** adquiridas en marzo con unas excelentes plusvalías. Es un movimiento poco habitual debido a una clara ineficiencia del mercado en un momento de gran iliquidez.

A fecha del cierre, las principales posiciones de renta fija eran las siguientes:

	TEEKAY LNG PREF. (USD)	4,0%
	CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	3,2%
	AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	3,1%
	OCI NV (EUR) 01/11/24	2,9%
	TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,9%
	CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22	2,9%

Pese a que estimamos que existe una gran infravaloración en muchos de nuestros activos, debemos ser cautos y estar preparados para un empeoramiento macroeconómico. Muchas de las consecuencias y efectos en cadena de la pandemia en algunos sectores como el ocio puede que todavía no hayan sido recogidos. Lo cual sigue demandando una gran dosis de paciencia como inversores, ya que probablemente hasta que no vuelva una plena confianza en la economía no se materialice una valoración “aceptable” en los segmentos de *small caps* y sectores menos atractivos como los relacionados con el petróleo.

Mantenemos una guía aproximada de 1,30€ por acción a finales de 2021 ([Carta Anual 2018](#)) frente a los 1,05€ actuales, y bastante superior para más adelante, aunque obviamente faltan por resolver muchas incógnitas y evaluaremos los sucesos según se vayan produciendo.

**En la siguiente página pueden consultar la nueva ficha mensual.**

Muchas gracias,

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



POLÍTICA DE INVERSIÓN

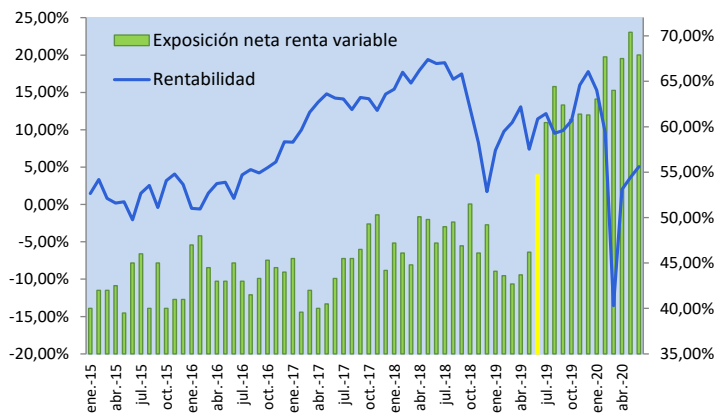
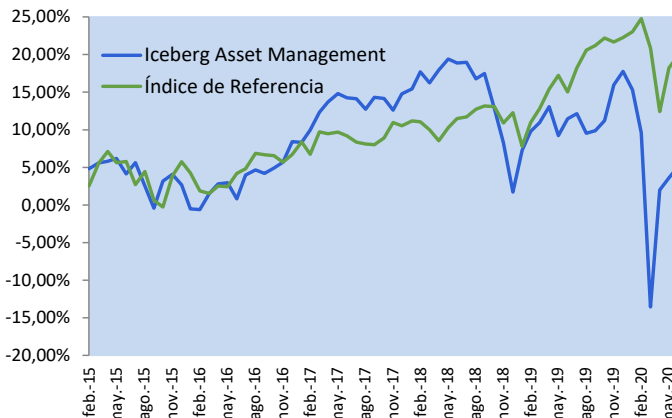
JUNIO 2020

**Objetivo: Preservación y crecimiento moderado del ahorro a largo plazo**

- Vehículo de inversión global, independiente y eficiente. Estructurado para poder gestionar la totalidad de los ahorros gracias a su diversificación (patrimonialista).
- Combina la rentabilidad a largo plazo de las acciones con la estabilidad y certidumbre de ingresos que proporcionan los bonos, aportando una mayor seguridad en plazos de inversión medios.
- La exposición habitual a renta variable será cercana al 60%. En su mayor parte aplica una inversión de estilo valor, puede complementarse con estrategias indexadas de diferentes tipologías y geografías.
- La exposición mínima a renta fija será del 25%. Salvo situaciones excepcionales los bonos se mantendrán hasta el vencimiento y no tendrán una duración media superior a 3 años. También invierte en renta fija ligada a la inflación.
- No pretende replicar a ningún índice en concreto, el índice de referencia se usa a efectos meramente comparativos.

HISTÓRICO DE RENTABILIDAD NETA

EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE



Índice de referencia: 60% MSCI World Net (Euro) + 40% Bloomberg EuroAgg Corporate TR desde 20/06/2019. Anterior 60% Barcap Euro Aggr. Bond TR + 40% MSCI World Net (Euro)

ICEBERG AM	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL	ACUM.	VOL. 3A	VOL. '15
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%	5,6%	8,4%	18,1%	14,1%
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%	5,9%	14,8%	TAE 3A	TAE '15
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%	-11,4%	1,7%	-2,8%	0,9%
2019	5,5%	2,3%	1,1%	1,9%	-3,4%	2,0%	0,6%	-2,3%	0,3%	1,2%	4,3%	1,6%	15,8%	17,8%	RV YTD	RV '15
2020	-2,1%	-4,9%	-21,1%	18,0%	1,5%	1,4%							-10,8%	5,1%	66,8%	48,4%

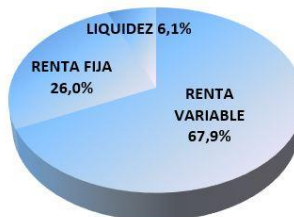
■ Cambio de política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENDA VARIABLE

SNOWBALL	SNOWBALL SICAV (EUR)	9,0%
EUR	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,9%
SANDSTORM	SANDSTORM GOLD (USD)	2,6%
K	KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,3%
OCI	KRANESHARES CHINA INT. (USD)	2,3%
	OCI NV (EUR)	2,0%

ASSET ALLOCATION\*

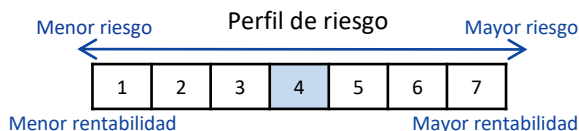


RENDA FIJA

TEEKAY LNG PREF. (USD)	3,8%
AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	3,1%
CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,9%
TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,9%
OCI NV (EUR) 01/11/24	2,8%
CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22	2,8%

\*Acciones preferentes de Teekay LNG como renta fija

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional
Plazo de inversión indicativo	> 5 años
Exposición a renta variable	30% a 75%
Exposición máxima a divisa no euro	100%
Comisión de gestión anual	0,5%
Comisión de éxito anual	3%*

Código ISIN	ES0147269007
Inversión Mínima	1,05€
Liquidez	Diaria
Entidad Gestora	GVC Gaesco Gestión SGIC
Entidad Depositaria	BNP Paribas Securities
Entidad Auditora	PwC

\*Aplicable cuando la rentabilidad anual supere el 5% (high water mark de 3 años)

Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Consulte el folleto informativo y demás documentación en la web de la CNMV y en [www.icebergam.com](http://www.icebergam.com). Este documento es informativo y no supone recomendación u oferta de suscribir acciones. Iceberg Asset Management SICAV SA está inscrita en la CNMV con el número de registro 4.132