



Estimados coinversores,

**Iceberg Asset Management SICAV** se ha revalorizado en marzo un 4,1%, acumula un 15,3% en 2021 y cierra el trimestre en nuevos máximos históricos. **Desde el 1 de enero de 2015 el peso medio en renta variable ha sido del 50,5%, con una rentabilidad neta de gastos del 50,9% y del 6,8% de forma anualizada.**

Rentabilidad Acumulada	2021	1 año	3 años	5 años	Inicio
Iceberg AM	15,3%	74,5%	29,8%	48,6%	50,9%
Índice de referencia	2,1%	17,2%	21,4%	28,6%	31,8%
<i>Diferencia</i>	<i>13,2%</i>	<i>57,3%</i>	<i>8,4%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,1%</i>

Rentabilidad Anualizada	3 años	5 años	Inicio
Iceberg AM	9,1%	8,2%	6,8%
Índice de referencia	6,7%	5,2%	4,5%
<i>Diferencia</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,3%</i>

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)

*Disclaimer: Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras*

**Cabe destacar la subida extraordinaria del 99% desde los mínimos de marzo de hace un año. Asimismo, recomendamos refrescar la [Carta 1r Trimestre 2020](#) en la que se indicaba la excelente oportunidad que podía estarse produciendo.**

En el primer trimestre de 2021 la cotización de las participadas han seguido siendo respaldadas por los inversores. Tanto es así, que hemos deshecho las posiciones en las que el margen de nuestras estimaciones era inferior al 15%, algunas de ellas son **GoEasy, Miliboo, MPac y Shake Shack**. Pese a ello, seguimos viendo mucho recorrido en la cartera, tanto en las incorporaciones del periodo, de las que se darán más detalles en esta carta, como en las principales posiciones que han quedado rezagadas. Hablamos de negocios poco seguidos en la actualidad como **Altria, Golar, Keck Seng, Teekay o Umanis**.

Estos 3 meses han sido una nueva muestra de cuánto pueden diferir las cotizaciones bursátiles en función del segmento de mercado, y que a menudo vale la pena sentirse a contracorriente, una postura en la que nos hemos sentido identificados en los últimos años. Mientras el valor de nuestros activos ha aumentado con fuerza (15,3%), el **índice de referencia** ha obtenido un +2,1%, e índices de acciones “de moda” como el **Nasdaq** tecnológico tan solo un +1,8%.

Uno de los sucesos que han marcado el trimestre ha sido el pulso entre inversores minoritarios y grandes bancos en **GameStop**. A través de un foro de Internet se pretendía hinchar el precio de las acciones, para así forzar a cerrar las posiciones vendidas en prestado de los bancos con enormes pérdidas, y parece que con cierto éxito, puesto que el resultado fue una subida aún mayor al meter más presión en el lado comprador.

Viendo la anomalía del precio alcanzado, alrededor de 10 veces superior a lo que se podría considerar una valoración generosa, realizamos dos operaciones bajistas mediante opciones de **GameStop**. El resultado está siendo muy satisfactorio, con una rentabilidad sobre el patrimonio del 1,2% en la primera, y la segunda aún ejecutándose.

Por otro lado, las expectativas de alta inflación han llevado el tipo de interés a niveles prepandemia y a un fuerte aumento de las materias primas. Este escenario nos beneficiaría a la hora de reemplazar las posiciones de **renta fija** que van venciendo, a la vez que en **renta variable** favorece a nuestras participadas *commodities*.

A continuación, damos a conocer 4 incorporaciones de renta variable del periodo:

### **AKKA**

**Akka Technologies** es una empresa francesa de 600M€ de capitalización, de la cual el fundador y su familia, **Maurice Ricci**, conserva el 43% del accionariado. Se trata de una ingeniería a la que grandes empresas industriales del sector automovilístico, aéreo, telecomunicaciones y defensa externalizan los procesos de I+D. Les acompaña en la adopción de innovación, digitalización e implementación de nuevas tecnologías (66% Europa, 17% Norteamérica).

Es un negocio de mucho valor añadido, con altos márgenes. Pese a presentar una alta concentración de clientes, es de vital importancia al tener un gran conocimiento de como se han ido desarrollando los proyectos, con colaboraciones de varios años. En los últimos 5 años ha crecido al 15% anual gracias a adquisiciones, la llegada del Covid-19 ha supuesto una caída de ingresos cercana al 20% pero es lógico pensar que en los próximos años recupere el nivel de actividad previo.

A finales de 2020 realizó una ampliación de capital para asegurar suficiente músculo financiero de cara a sortear la crisis y mejorar la situación de su deuda, este hecho nos ha aportado confianza para invertir también en bonos de la compañía.



**Global Dominion**, corporación bilbaína de 700M€ de valor bursátil (10% insiders) que reparte sus ingresos entre 50% España, resto Europa 15%, América 22%, Asia & Oceanía 12%. Es un negocio parecido al anterior, ofrecen soluciones y ejecución de proyectos industriales, así como su mantenimiento, en sectores muy diversos como telecomunicaciones o energías renovables. Ostenta una gran diversificación en tipología de clientes y geografías. Las divisiones de adjudicación de proyectos y mantenimiento se retroalimentan, generando una mayor recurrencia.

Cuenta con un equipo directivo prudente y una situación financiera de caja neta para hacer frente al descenso del 20% de las ventas de 2020. Además, posee activos que pueden ser revaluados, con la salida a bolsa de la división de energías renovables o la implementación del llamado Internet de las Cosas y distribución de suministros en los hogares, mediante su cartera de clientes tras la adquisición de **The Phone House** en 2017.



**Endor** comprende un tamaño de 300M€ en la bolsa de Múnich, el fundador **Thomas Jackermeier** ostenta el 50% de las acciones. Es una empresa muy especializada y de alto crecimiento, basa su éxito en las prestaciones de sus dispositivos de simulación de conducción para videojuegos y autoescuelas bajo la marca **Fanatec**.

Pese a que su actividad se está viendo muy realizada por el confinamiento (+130% ingresos en 9 meses de 2020), en los 3 años anteriores al Covid-19 el crecimiento anual de los ingresos ya era superior al 50%, gracias a vientos de cola del propio sector y del *e-commerce*. La situación actual ofrece la posibilidad de expansión internacional y una mayor fidelización a través de la construcción de imagen de marca, con algunos grandes acuerdos comerciales firmados en el mundo los *e-sports* y personajes famosos del mundo del deporte.

 **FINLOGIC** [Recomendable tesis de Jesús Argaiz](#)

**Finlogic** es una microcap italiana de apenas 40M€, controlada por las familias **Battista (63%)** y **Volta (10%)**, estos últimos son fundadores de la compañía **Datalogic**. Se trata de otro negocio muy nicho, el del etiquetaje de productos. Estas etiquetas cobran especial relevancia en algunos sectores, como el alimentario y el de salud, con una legislación muy exigente que le confiere barreras de entrada. Complementa su actividad con la venta de dispositivos de impresión, lectores y asistencia técnica.

En los últimos años se está viendo favorecida por el auge del *e-commerce*, la automatización logística, así como del desarrollo de las etiquetas electrónicas. Desde 2015 ha crecido a tasas anuales superiores al 20% gracias a crecimiento orgánico e inorgánico, a futuro esperamos una aceleración de las ventas de alrededor del 10% anual.

Por lo que respecta a la composición global de **Iceberg AM**, el peso de la **renta variable** es del 66,4%, mientras que la **renta fija** representa un 27,7%, manteniendo niveles de los últimos meses.

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>66%</b>
CARTERA VALUE	43%
CALIDAD MUNDIALES	10%
MATERIAS PRIMAS	7%
ASIA & EM ETF	4%
SMALL CAP EMU ETF	3%
OTROS ÍNDICES ETF	0%
<b>RENTA FIJA</b>	<b>28%</b>
BONOS A VENCIMIENTO	25%
BONOS INFLACIÓN €	2%
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>6%</b>

En el apartado de la **Cartera Value (43%)**, hemos recibido una OPA de la familia fundadora por la papelera **Semapa**, con una prima del 20% y después mejorada a un 28%. En ambos casos, el valor ofrecido está en la mitad de lo que pensamos que puede valer el negocio, por lo que creemos que no va a prosperar.

De otro lado, la empresa de alquiler de aviones **AerCap** ha anunciado la adquisición de su principal competidora **GECAS** (división de **General Electric**). La operación pretende dotar a la compañía de una mayor escalabilidad en costes y poder de negociación, además de diversificar el tipo de flota. Estamos delante de una operación gigante que habrá que monitorizar, de momento lo percibimos como algo positivo dada la necesidad de venta del vendedor y al pasar a ser el jugador más grande del mercado con mucha diferencia.

Asimismo, **Golar LNG** vendió la división de *downstream*, **Hygo**, y **Golar LNG Partners** a **New Fortress Energy**. Con sendas ventas consigue fortalecer el balance, a la vez que pasa a tener una participación cercana al 10% sobre **New Fortress**. Actualmente, la valoración bursátil de esta participación supone un 80% del valor de mercado de **Golar**, a lo que habría que sumar los activos de transporte marítimo y, sobre todo, la división de *upstream* con la tecnología FLNG. Estimamos que la suma de las partes debería valer más del doble de la cotización actual.

Nos congratula también, anunciar la concreción de la [tesis de inversión de Golden Entertainment](#) al alcanzar nuestro escenario base de 25\$ por acción y una revalorización del 59% en dos años. Este hecho es especialmente significativo ya que fue uno de los valores que más descendió en las caídas de hace un año, concretamente un 83,5% en un mes (de 21,7\$ a 3,6\$). A continuación ha experimentado una subida del 765% (de 3,6\$ a 30,9\$). Demostrando la robustez del negocio, de una parte, y nuestra convicción y visión de largo plazo, independiente del ruido de mercado, de otra parte. La compañía ha salido de cartera.

Siguiendo con las operaciones de venta, dejamos el accionariado de **Leatt**, lo que consideramos un error por precipitación. La compañía de protecciones para moto y bici, batió por mucho nuestras estimaciones en ventas de 2020 y las previsiones de años venideros. Pese a que deshicimos con una ganancia del 50% desde noviembre, si hubiéramos esperado a conocer la cifra habría supuesto ganar alrededor de un 100% sólo dos semanas más tarde.

Las salidas del periodo han sido **GoEasy**, **Golden**, **Leatt**, **Miliboo**, **MPac**, **Shake Shack**, **St Joe**, **Virgin Galactic** y **VIQ**. Mientras que las adquisiciones destacadas corresponden a **Akka**, **Dominion**, **Endor**, **Finlogic** y **Wecon**.

En cuanto a las inversiones en empresas de **Calidad Mundiales (10%)**, están encabezadas por **Snowball SICAV**, con una rentabilidad del -0,4% en 2021. Le acompañan las acciones de **Brookfield AM** y **Facebook**.

Con respecto a las **Materias Primas (7%)**, se mantienen los pesos habituales del 4% en **oro** y el 3% **energético**. Ambos sin cambios y formados respectivamente por participaciones en **Sandstorm**, **ETF GOAU**, **First Majestic**, **Solgold** e **IPCO**, **OCI**, **Seplat**, **Hurricane**.

En las indexaciones encontramos a:

- **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**.
- Vendimos la posición en el **ETF SVXY**, corta en volatilidad, por precaución ante futuras correcciones bursátiles. De momento no ha sido una buena decisión, con una subida del 25% desde la venta y la caída del índice **VIX** por debajo de 20\$, acentuando el contango, explicado en la [Carta 1r Trimestre 2020](#).

Los principales activos de **renta variable** a 31 de marzo quedaban de la siguiente manera:

	<b>SNOWBALL SICAV (EUR)</b>	<b>7,6%</b>
	<b>UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)</b>	<b>2,8%</b>
	<b>TEEKAY CORP (USD)</b>	<b>2,6%</b>
	<b>GOLAR LNG (USD)</b>	<b>2,3%</b>
	<b>KECK SENG INVESTMENTS (HKD)</b>	<b>2,2%</b>
	<b>UMANIS REG (EUR)</b>	<b>1,9%</b>

**En cuanto a la renta fija (27,7%)**, destaca el buen rendimiento obtenido en los últimos años, con una gestión activa, aplicando el *value investing* a la cartera. Actualmente obtenemos una TIR media por cupones del 4,6% respecto a nuestros precios de compra.

En la [Carta del 1r Semestre 2020](#) explicamos la inversión en bonos híbridos de **Aryzta** del mes de mayo. La compañía panadera ha anunciado recientemente la venta de su división norteamericana por 850M\$ en efectivo, lo que seguramente permitirá la cancelación de nuestros bonos antes de lo que prudentemente esperábamos, 2024. La rentabilidad de la operación está siendo extraordinaria, con un aumento del precio del 65% en apenas 10 meses, a lo que hay que añadir el futuro cobro de los cupones que se van acumulando a una tasa anual del 9,5% desde nuestro precio de compra.

Este trimestre hemos incorporado una nueva posición, los bonos convertibles de **Akka Technologies** a 79€, con vencimiento en 2069. Esta deuda paga un cupón del 4,4% anual respecto a nuestro precio de compra y la empresa tiene la opción de reembolsarnos el 100% del nominal del bono en enero de 2025. Con lo cual, la rentabilidad total sería del 17,6% vía cupón y del 26,5% vía precio en el trascurso de 4 años, en total, más de un 9,5% anualizado.

Este sería el escenario más probable, en el caso de no ejecutar la recompra en enero 2025, a partir de esta fecha **Akka** podrá hacerlo en ventanas de medio año, pero deberá pagar un interés anual del 9% + Euribor de 6m a los bonistas mientras la emisión siga en curso. Hay que añadir que hasta enero de 2025, los bonistas también tenemos opción de canjear el importe de los bonos por acciones a 70€, eso sólo sucedería si las acciones superan esa cota, la empresa se reserva el derecho a satisfacer la petición mediante acciones o en efectivo.

Estas eran las mayores posiciones a cierre trimestral:

	TEEKAY LNG PREF. (USD)	3,8%
	AKKA TECHN. 01/07/69 (EUR)	3,2%
	ARYZTA 25/01/49 (CHF)	3,0%
	BURFORD 19/08/22 (GBP)	2,4%
	AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,3%
	CASINO GUICH. 26/05/21 (EUR)	2,1%

Cerramos la carta informando de que desde el mes de febrero, la casa de análisis **Morningstar** nos califica con la puntuación máxima de 5 estrellas, destinada al 10% de los vehículos de inversión mejores en su categoría a 3 y 5 años. Hacía dos años y medio que **Iceberg Asset Management** no recibía esta puntuación.

**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

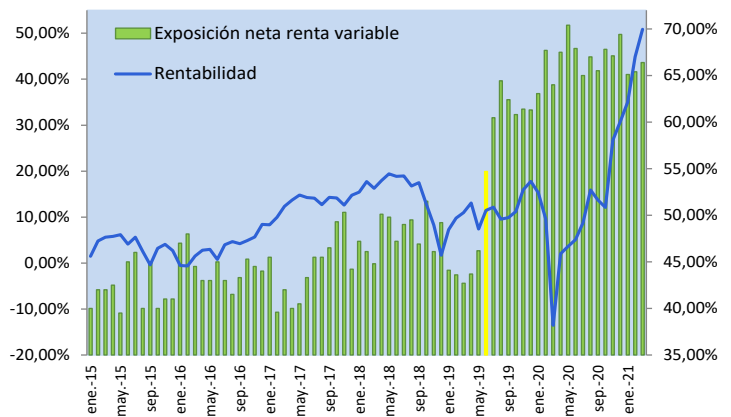
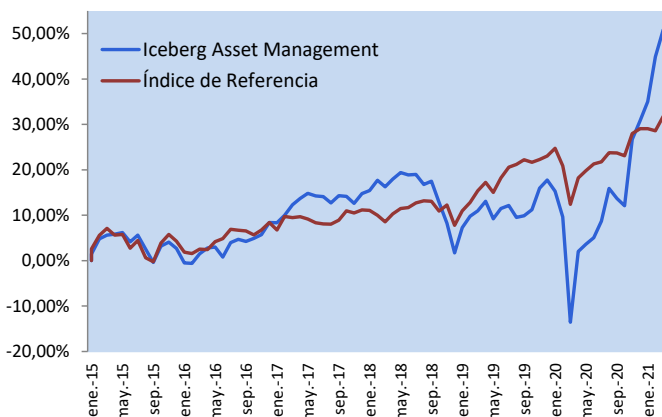
MARZO 2021

**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.	YTD	TAE 3A
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%	15,3%	9,1%
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%	TAE 5A	TAE '15
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%	8,2%	6,8%
2020	-2,1%	-4,9%	-21,1%	18,0%	1,5%	1,4%	3,5%	6,6%	-1,9%	-1,4%	13,0%	3,2%	11,0%	30,8%	RV YTD	RV '15
2021	3,3%	7,3%	4,1%										15,3%	50,9%	65,6%	50,5%

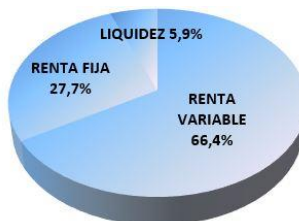
■ Cambio de política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENDA VARIABLE

SNOWBALL	SNOWBALL SICAV (EUR)	7,6%
EUR	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,8%
AKIA	TEEKAY CORP (USD)	2,6%
Golar LNG	GOLAR LNG (USD)	2,3%
Keck Seng	KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,2%
Umanis	UMANIS REG (EUR)	1,9%

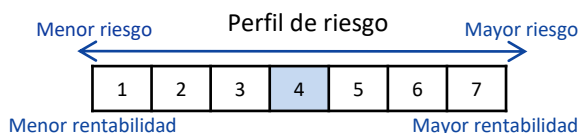
ASSET ALLOCATION



RENDA FIJA

AKIA	TEEKAY LNG PREF. (USD)	3,8%
AKIA	AKKA TECHN. 01/07/69 (EUR)	3,2%
ARYZTA	ARYZTA 25/01/49 (CHF)	3,0%
Burford	BURFORD 19/08/22 (GBP)	2,4%
EUR	AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,3%
Casino	CASINO GUICH. 26/05/21 (EUR)	2,1%

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional	Código ISIN	ES0147269007
Plazo de inversión indicativo	> 5 años	Inversión Mínima	1,51€
Exposición a renta variable	30% a 75%	Liquidez	Diaria
Exposición máxima a divisa no euro	100%	Entidad Gestora	GVC Gaesco Gestión SGIIC
Comisión de gestión anual	0,5%	Entidad Depositaria	BNP Paribas Securities
Comisión de éxito anual	3%*	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