

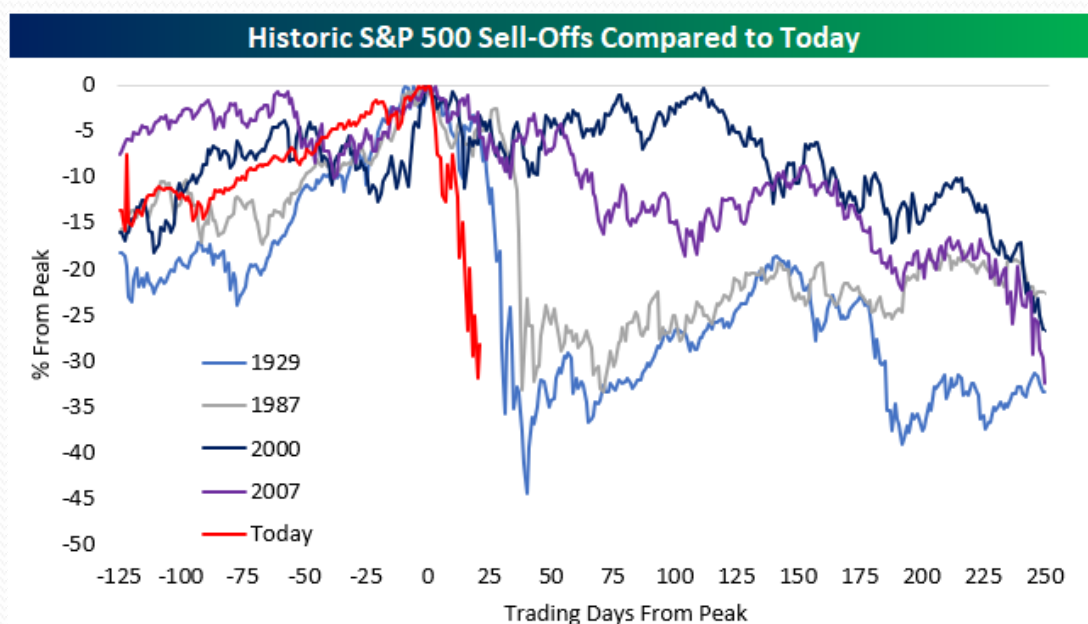
Estimados coinversores,

Iceberg Asset Management SICAV ha descendido un 26,6% en el primer trimestre (con un peso medio en renta variable del 64,9%). **Desde el 1 de enero de 2015 la rentabilidad neta obtenida ha sido del -13,6%, un -2,8% anual** (exposición media a renta variable del 47,4%).

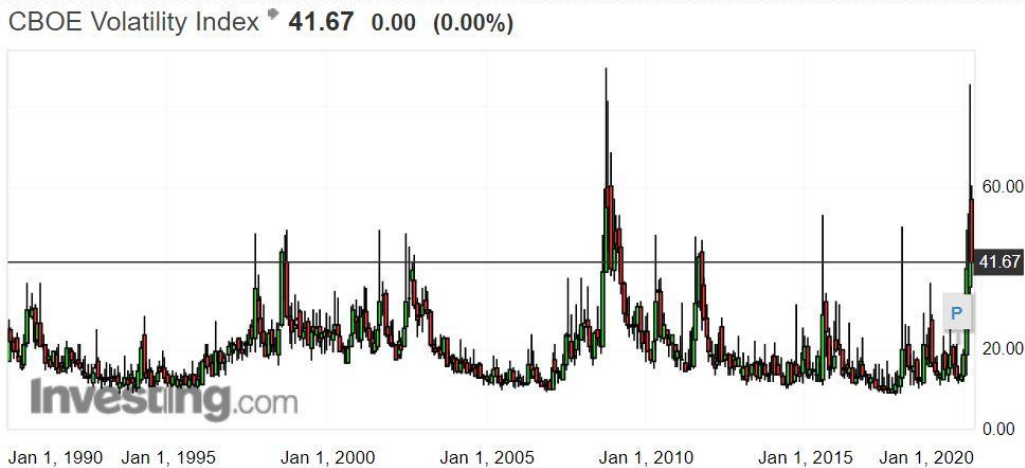
Vivimos, de nuevo, una situación compleja en los mercados. En esta ocasión, un elemento tan inesperado como una infección vírica de abasto mundial ha sido el desencadenante de los retrocesos. Un suceso de enormes magnitudes, una verdadera tragedia a nivel humanitario y sanitario, que hasta la fecha y oficialmente, ha terminado con la vida de más de 140.000 personas.

En el plano económico, estamos viviendo el confinamiento de más de un tercio de la población mundial y un episodio de cierre total de millones de negocios, con las terribles consecuencias que ello implica. No obstante, el ejemplo de China demuestra que puede tratarse de un problema parcialmente transitorio y recuperarse rápidamente una actividad económica elevada. Para que ello sea más probable, en este episodio sí parece indispensable una intervención de los bancos centrales y una inyección de liquidez que ayude a sustentar la economía para poder retomar la acción en condiciones viables tras el parón. En este sentido, las buenas noticias son que, a diferencia de 2008, las instituciones han respondido con celeridad y han aprobado enormes medidas de ayudas monetarias y fiscales para sufragar momentáneamente parte de los efectos negativos derivados. Por supuesto, todo el dinero lanzado y condonado tardará años en ser devuelto en forma de riqueza y bienestar, pero evitaría un colapso en la cadena de crédito, proporcionando unos mínimos para el reinicio de la actividad.

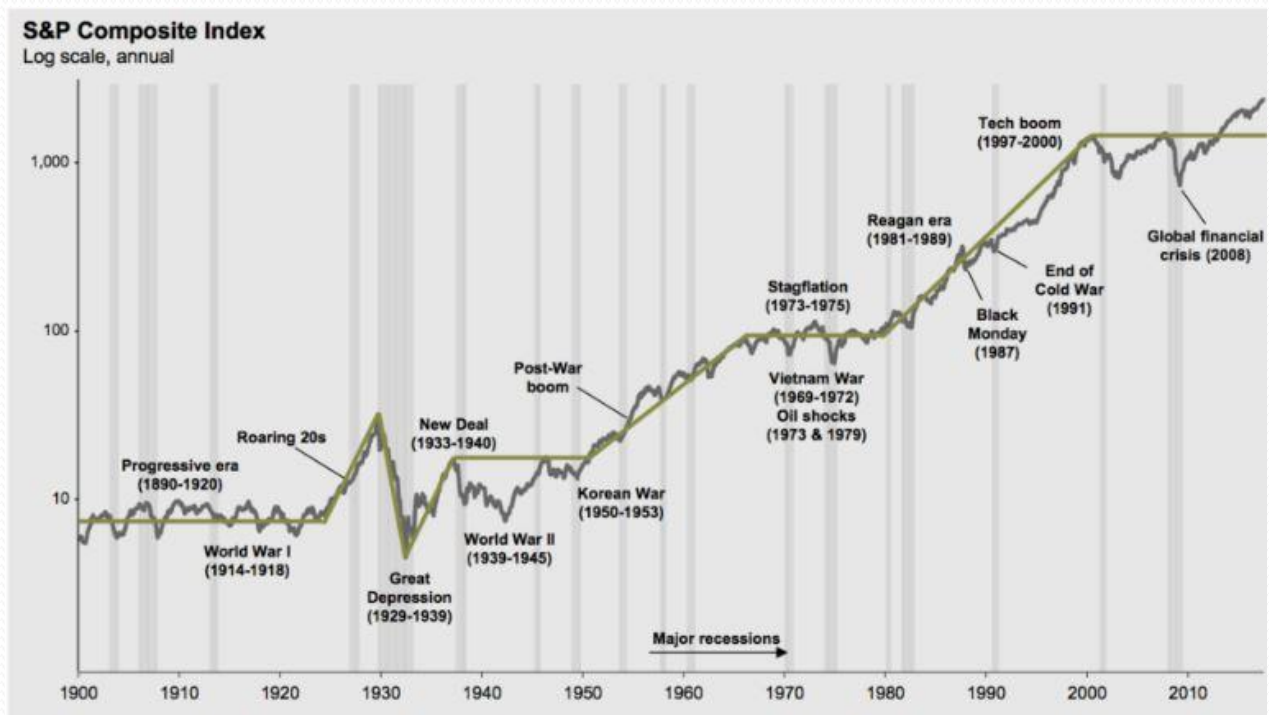
La respuesta de los índices bursátiles ha sido fulgurante, -36% para el **S&P 500** y -42% para el **DAX** desde máximos de febrero a mínimos de marzo, una caída de verticalidad nunca vista en los casi 140 años de historia de la bolsa estadounidense.



Las dosis de pánico y volatilidad han sido extremas, el índice VIX ha llegado a rebasar los 85 puntos, no vistos desde los máximos históricos de 89 puntos a finales de 2008.



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 y son tan solo un alto en el camino hacia el aumento del bienestar y calidad de vida de miles de millones de personas.



Sabemos que el dinero es miedoso y a menudo irracional, el valor del conjunto de empresas no disminuye un tercio o a la mitad por tener uno o varios malos años. Lo que determina el valor de un negocio es la capacidad de generación de caja del mismo de manera recurrente a lo largo del tiempo y pensamos que esto no ha cambiado sustancialmente... **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.**

En cuanto a nuestro desempeño en el trimestre, la elevada exposición a *small caps* y al sector del petróleo se ha visto desfavorecida en este entorno, agravado por el conflicto entre Arabia Saudí y Rusia que ha llevado al precio del barril WTI a 20\$, mínimos de los últimos 20 años. Pese a la rentabilidad obtenida, este contexto de pánico e iliquidez están brindando muy buenas oportunidades que intentamos aprovechar. Conforme iban profundizando las caídas, fuimos aumentando nuestra exposición a **renta variable** hasta el 70%, o el 75% máximo legal, si se combina con las acciones preferentes en cartera, aunque internamente tratamos a las últimas como activos de renta fija por su naturaleza.

A continuación se muestra la composición de los diferentes apartados a final de mes. Cabe indicar que por cuestiones de rebalanceo se redujo puntualmente el peso en acciones, peso que volvió a ser cercano al 70% en los días posteriores. La intención es mantener una exposición superior al 65% mientras se mantenga el altísimo número de opciones atractivas de inversión.

| <u>Estructura habitual</u> | | <u>Estructura actual</u> | |
|----------------------------|---------------|--------------------------|------------|
| ACTIVO | PESO | ACTIVO | PESO |
| RENDA VARIABLE | 58-62% | RENDA VARIABLE | 64% |
| CARTERA VALUE | 34% | CARTERA VALUE | 33% |
| CALIDAD MUNDIALES | 12% | CALIDAD MUNDIALES | 13% |
| MATERIAS PRIMAS | 7% | MATERIAS PRIMAS | 9% |
| ASIA & EM ETF | 4% | ASIA & EM ETF | 4% |
| SMALL CAP EMU ETF | 3% | SMALL CAP EMU ETF | 3% |
| OTROS ÍNDICES ETF | 0% | OTROS ÍNDICES ETF | 2% |
| RENDA FIJA | 30% | RENDA FIJA | 30% |
| BONOS A VENCIMIENTO | 20% | BONOS A VENCIMIENTO | 24% |
| BONOS INFLACIÓN € | 10% | BONOS INFLACIÓN € | 6% |
| LIQUIDEZ | 10% | LIQUIDEZ | 6% |

Por su parte, la **Cartera Value (33%)** ha sufrido el descenso con mayor intensidad que la media del mercado dada su relativa iliquidez y el menosprecio de los inversores en entornos de riesgo.

En la [Carta Anual 2019](#) dijimos: “si una característica puede definir a la mayoría de compañías en cartera para los años venideros sería, **salvo desplome macroeconómico**, la alta generación de caja. Numerosas empresas confluyen en un momento similar del ciclo de inversiones, donde un uso de CAPEX elevado en los últimos años para ampliar capacidad o posicionarse en su mercado, da paso a una necesidad de capital menor y a un proceso de generación de flujos de caja neta.”

Podemos afirmar, entonces, que el escenario en desarrollo no es nada benevolente con un buen número de nuestras participadas, retrasando inevitablemente la generación de flujos de tesorería. La propia idiosincrasia de esta crisis hace que, negocios de corte antifrágil y bien posicionados para soportar reveses macroeconómicos como **GYM**, **MTY** o **Shake Shack**, sean los principales damnificados al verse obligados a cerrar total o parcialmente. En cualquier caso, pensamos que todas las compañías en cartera tienen recursos de sobras para sortear el periodo de cierre con garantías.

Hemos agrupado en 4 a las 22 empresas que conforman este compartimento:

| MUY PERJUDICADOS | PERJUDICADOS | POCO PERJUDICADOS | FAVORECIDOS |
|------------------|--------------|-------------------|-----------------|
| AERCAP | ARYZTA | DEVOTEAM | FLATEX |
| GOLDEN ENTMT | CRH MEDICAL | R1 RCM | FLOW TRADERS |
| GOEASY | GOLAR LNG | UMANIS | PLUS500 |
| GYM | PAX GLOBAL | 5% | INTL SEAWAYS |
| MTY FOOD | SEMAPA | | SCORPIO TANKERS |
| KECK SENG | SINGULUS | | TEEKAY CORP |
| SHAKE SHACK | 7% | | 11% |
| 10% | | | |

Según la disposición, puede atribuirse la mitad del peso a compañías afectadas y a menos afectadas. Curiosamente, donde más hemos recomprado ha sido en los dos grupos de los extremos por su mejor relación de rentabilidad riesgo, a pesar de ello, el incremento más importante ha sido para las compañías que salen favorecidas a corto plazo en la situación actual.

Las empresas de **transporte marítimo de crudo** están viendo disparado el precio de alquiler de sus barcos. Dado el bajo precio del contado y el elevado *contango* de los futuros del petróleo, almacenar barriles a precio de mercado y venderlo a unos meses vista es un negocio muy lucrativo (15-20% mensual), lo que se traslada en un gran aumento del precio de almacenaje de los buques (en algunos casos ha multiplicado por 8 veces).

Simultáneamente, se ha podido apreciar un enorme volumen de operaciones en los mercados de capitales y una altísima volatilidad que amplía las horquillas en la compra-venta de los activos y beneficia extraordinariamente a los **brokers**.

Estamos convencidos que la infravaloración de estos negocios es muy importante y según vayan presentando los resultados del ejercicio la cotización reflejará dicho valor. Por otro lado, en el camino hemos deshecho algunas posiciones que habían sufrido menos para proveer liquidez y poder rebalancear el portafolio, por ejemplo **Neurones**, **Karelia** e **Internationella Engelska**.

En el grupo más perjudicado por el cierre económico, las cotizaciones han reflejado descuentos absurdos, caídas superiores al 66% en casi todas ellas. Pensamos que en unos años su valor será varias veces los precios actuales, aunque es cierto que a corto plazo pueden seguir sufriendo, con lo cual, una vez más es necesario armarse de paciencia y seguir firmes en nuestras convicciones bien justificadas.

En el apartado de activos de **Calidad Mundiales (13%)**, **Snowball SICAV** permanece con un peso del 8,5%, la rentabilidad ha sido superior a la media, del -14%. Le acompañan las acciones de **AB Inveb, Alphabet, Berkshire y Facebook**.

En cuanto a las **Materias Primas (9%)**, los dos subgrupos se diferencian claramente:

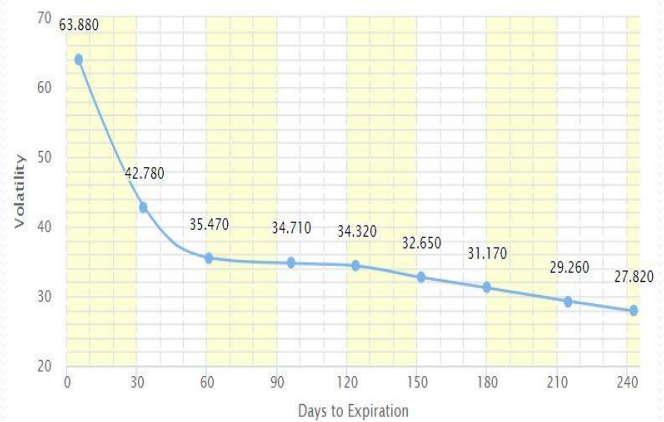
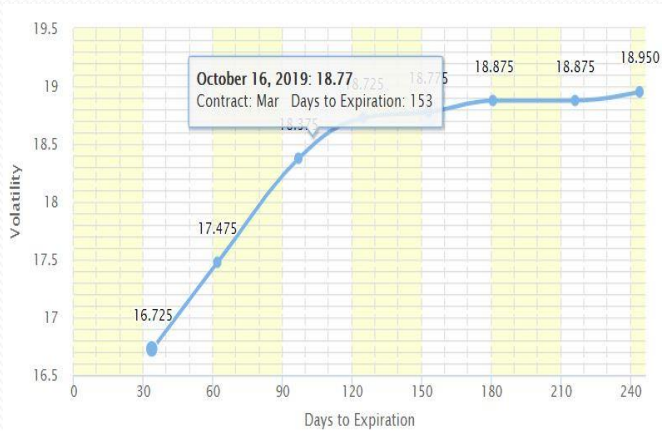
Las **energéticas** han visto reducido su peso al 5% desde el 8% de enero. Sin duda, un precio del petróleo Brent alrededor de los 25\$ por barril es una noticia muy mala para **IPCO (1,9%)**, que en condiciones normales necesita un barril por encima de los 40\$, aunque ya ha anunciado el recorte de las inversiones y gastos operacionales para aguantar los bajos precios durante más tiempo. Además cuenta con el recurso de las empresas de la familia **Lundin** (máximos accionistas), que podrían prestarle liquidez en el caso de necesitarla. **Rockrose (0,4%)**, en cambio, ha aumentado su dividendo y gracias a las coberturas parciales de su producción a precios de 2019 y a la enorme caja disponible, puede ser capaz de crear valor en el entorno actual. Somos optimistas en la evolución del precio del crudo, ya que la sostenibilidad de estos precios haría naufragar a casi toda la industria, pese a ello no descartamos hacer cambios importantes si lo creemos adecuado. Donde sí esperamos una recuperación inmediata es en **OCI (2,4%)**, recientemente ha confirmado un crecimiento en ingresos superior al 10% para 2020 y sus operaciones apenas se están viendo afectadas por el Covid-19, mientras, su valor en bolsa ha descendido un 40%.

La exposición al **oro**, superior al 4%, también debería ser uno de los principales motores de rentabilidad en el futuro más cercano. Mientras el metal precioso se mantiene en precios máximos históricos de 1,700\$ la onza, las empresas del sector han caído con fuerza, aumentando claramente el potencial de las mismas. El oro está representado en cartera por **Sandstorm (3,2%)**, el ETF **UBUD** y **Solgold**.

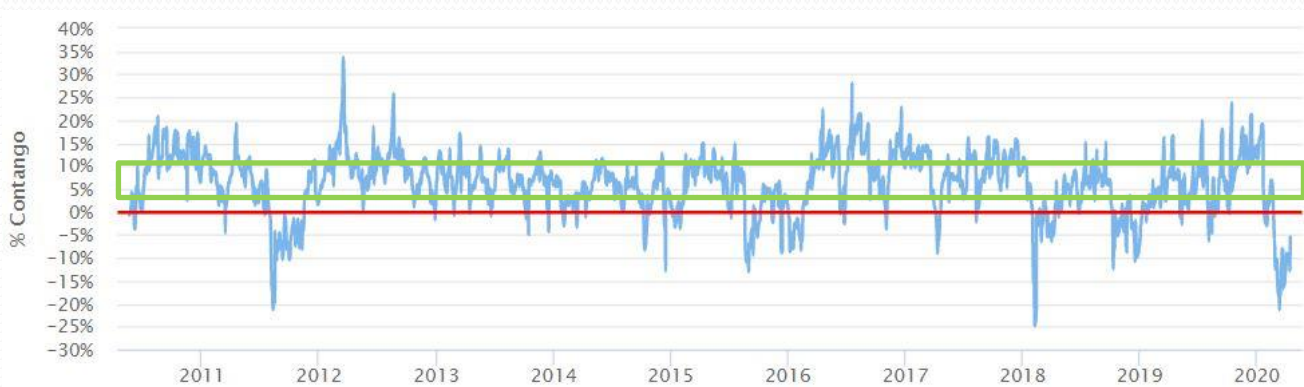
Terminamos el repaso a la renta variable con las 3 indexaciones:

- En **Asia y Emergentes (4%)** se ha aumentado el peso del 2% hasta el 4% estructural, incorporando el ETF **KWEB**, de empresas chinas enfocadas a Internet, al ya poseído ETF **SPEM**.
- Por su parte, también hemos adaptado el compartimento indexado **small caps eurozona** al peso habitual añadiendo más ETF **ESCEUA (3%)**.
- La novedad es el 2% invertido en el ETF **SVXY**. El subyacente de este producto es el índice de futuros de corto plazo (primer y segundo vencimiento) del **VIX**, al cual replica inversamente la mitad de su variación diaria, por lo tanto, **se trata de una posición corta en los futuros del VIX**.

El **VIX** es un índice que refleja la volatilidad del **S&P 500**, como se ha visto anteriormente, este aumenta con verticalidad durante los episodios de fuertes caídas (hasta 85\$ en marzo), reduciendo su precio también de forma rápida en las recuperaciones bursátiles (nivel medio histórico de 20\$).



En condiciones normales, igual que sucede con el petróleo, la curva de futuros es positiva, es decir, está en *contango* (izquierda). Mientras que cuando el VIX sube de precio, la curva pasa a ser negativa y se sitúa en *backwardation* (derecha).



Por consiguiente, este producto sufre por el paso del tiempo cuando el VIX es elevado y aumenta su rentabilidad cuando el VIX está en niveles habituales o más bajos, por el efecto de *rolar* el vencimiento del futuro. El objetivo de esta posición es doble; en primer lugar, beneficiarse del descenso del VIX hacia niveles cercanos a 20\$ a partir de la desescalada de las caídas del **S&P 500**, y en segundo lugar, beneficiarse del paso del tiempo, que normalmente implica unas ganancias de entre el 5% y 10% mensuales (rectángulo verde) entre el primer y el segundo vencimiento. Podría leerse como una exposición al **S&P 500** con mayor riesgo en el corto plazo y menor riesgo en el largo plazo.

Los mayores activos de la categoría de **renta variable** quedan de la siguiente manera:

| | | |
|---|-------------------------------------|-------------|
|  | SNOWBALL SICAV (EUR) | 8,5% |
|  | FLOW TRADERS (EUR) | 3,4% |
|  | SANDSTORM GOLD (USD) | 3,2% |
|  | UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR) | 3,0% |
|  | TEEKAY CORP (USD) | 3,0% |
|  | OCI NV (EUR) | 2,4% |

En la **renta fija** también ha habido cambios destacados en el trimestre, empezando por el vencimiento del bono de **Teekay Corp** en enero con una TIR realizada superior al 12%, la venta excepcional del bono de **Delta Air Lines** a finales de febrero por las incógnitas que se presentaban, con una rentabilidad anualizada superior al 4%, y el vencimiento del bono de **Ford** a principios de marzo dejando una TIR del 3% desde su compra. El reemplazamiento ha venido proporcionado por la compra del bono de **OCI**, con vencimiento en noviembre de 2024 a una TIR del 2,3%, **Teva**, en euros, de vencimiento en abril del 2022 y TIR del 1,8%, además de ampliar la posición en las acciones preferentes de **Teekay LNG**.

A mediados de marzo aprovechamos la inestabilidad para deshacer parte de la inversión en los **bonos ligados a inflación** mediante el ETF **CI3** para reañadir la deuda de la matriz **Teekay Corp**, en dólares, que vence en noviembre de 2022, a una TIR del 8,35%.

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

| | | |
|---|------------------------------|------|
|  | AMUNDI ETF € INFLATION (EUR) | 5,5% |
|  | TEEKAY LNG PREF. (USD) | 4,0% |
|  | CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21 | 3,6% |
|  | TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22 | 3,4% |
|  | TEEKAY CORP (USD) 15/11/22 | 3,4% |
|  | CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22 | 3,2% |

Quisiera reiterar la confianza en la cartera actual y hacer hincapié en la paciencia, tan necesaria para invertir con éxito. Es probable que se estén dando las circunstancias necesarias para realizar unas muy buenas rentabilidades a futuro, recordando la célebre frase de Warren Buffett: *“Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful”*.

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

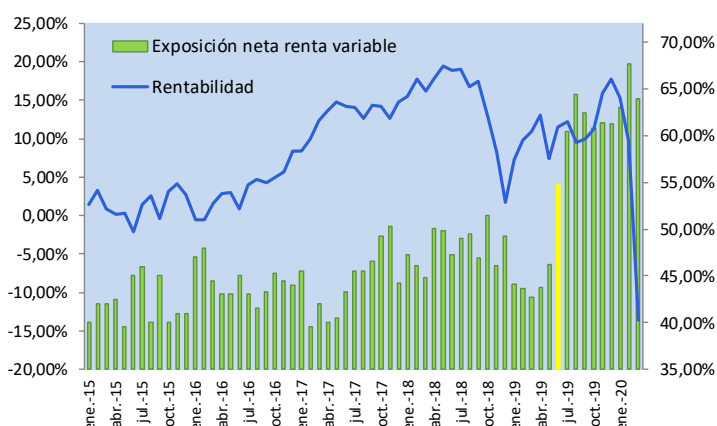
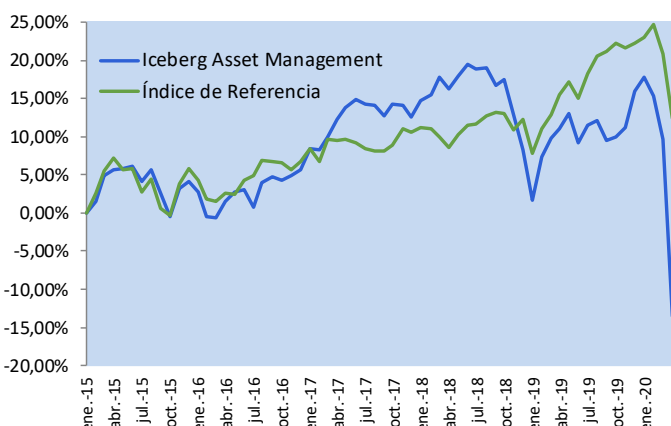
MARZO 2020

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 desde 20/06/2019. Anterior 60% Barcap Euro Aggr. Bond TR + 40% MSCI World Net (Eu)

| 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% | 14,8% | 12,1% |
| 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% | -8,4% | -2,8% |
| 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% | | | | | | | | | | -26,6% | -13,6% | 64,9% | 47,4% |

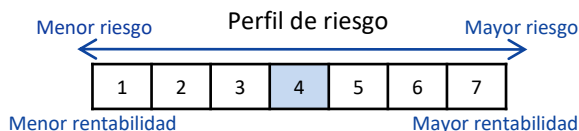
■ Cambio de política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

| | | |
|--|---------------------------------|---|
| <p>RENTA VARIABLE</p> <p>SNOWBALL SNOWBALL SICAV (EUR) 8,5%</p> <p>FLOW TRADERS FLOW TRADERS (EUR) 3,4%</p> <p>SANDSTORM SANDSTORM GOLD (USD) 3,2%</p> <p>EUR UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR) 3,0%</p> <p>TEEKAY TEEKAY CORP (USD) 3,0%</p> <p>OCI OCI NV (EUR) 2,4%</p> | <p>ASSET ALLOCATION*</p> | <p>RENTA FIJA</p> <p>EUR AMUNDI ETF € INFLATION (EUR) 5,5%</p> <p>TEEKAY TEEKAY LNG PREF. (USD) 4,0%</p> <p>CASINO CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21 3,6%</p> <p>teva TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22 3,4%</p> <p>TEEKAY TEEKAY CORP (USD) 15/11/22 3,4%</p> <p>CASINO CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22 3,2%</p> |
|--|---------------------------------|---|

*Acciones preferentes de Teekay LNG y Golar MLP 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 | 0,87€ |
| Liquidez | Diaria |
| Entidad Gestora | GVC Gaesco Gestión SGIIC |
| 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. 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