

Estimados coinversores,

Durante el mes de septiembre **Iceberg Asset Management SICAV** retrocedió un 1,9%, cerrando el tercer trimestre con unas ganancias del 8,2%. En 2020 la rentabilidad latente es del -3,4% (peso medio renta variable del 66,5%), **desde el 1 de enero de 2015 acumula un 13,7% positivo, que supone un 2,3% anualizado** (exposición media a renta variable del 49,1%).

A tres meses de terminar este extraordinario año, marcado por los descensos de marzo, **Iceberg AM** ha recuperado aproximadamente un 50% desde mínimos y ha vuelto a cotizar en terreno positivo en este mes. Pese a que nuestros objetivos de rentabilidad son mucho más ambiciosos, el excelente comportamiento post confinamiento nos aporta un plus de confianza de cara al futuro.

En un escenario de vuelta a una actividad económica similar a la precovid-19 para 2022, seguimos observando una infravaloración enorme en muchas de las participadas. En este sentido, las dos OPA recibidas por **Rockrose** y **Devoteam**, así como la pronta recuperación en el precio que está experimentando el grueso de la cartera, invitan a pensar que los agentes del mercado no difieren mucho de esta idea.

El peso de la **renta variable** se sitúa por encima del 65% y esperamos mantenerlo en este nivel mientras sigamos observando grandes oportunidades de inversión. Por su parte, la **renta fija** aporta el límite inferior del 25% del patrimonio.

Estructura habitual

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

Estructura actual

ACTIVO	PESO
RENTA VARIABLE	65%
CARTERA VALUE	36%
CALIDAD MUNDIALES	12%
MATERIAS PRIMAS	9%
ASIA & EM ETF	4%
SMALL CAP EMU ETF	3%
OTROS ÍNDICES ETF	1%
RENTA FIJA	25%
BONOS A VENCIMIENTO	22%
BONOS INFLACIÓN €	3%
LIQUIDEZ	9%

Antes de repasar los movimientos y componentes de los diferentes apartados, vamos a dar a conocer nuestra visión sobre las mayores posiciones en el mercado de acciones:

Aryzta (2,4% + 3,1% híbridos)



Insiders	ND/EBITDA	Growth	ROIC	Upside '23
-	5,1x	3%	7%	81%

Compañía dedicada a la producción de pan y repostería de abasto mundial (48% Europa, 43% América del Norte). Se trata de un negocio conservador, de bajos márgenes e intensivo en capital, en el que la clave reside en su escalabilidad.

La mala gestión y el sobreendeudamiento de los últimos años la llevaron a una ampliación de capital superior a la cotización en bolsa para garantizar su supervivencia. Tras este episodio, con la venta de su participación en **Picard** y la lucha activa de sus mayores accionistas, **Veraison** y **Cobas**, los esfuerzos de la nueva dirección están centrados en disminuir la deuda mediante el recorte de gastos y la venta de algunos activos, como la división americana. También se baraja una posible venta total del negocio a la firma **Elliott**, con la cual se están manteniendo conversaciones.

Pese a todo, hay que tener en cuenta que con la estructura y entorno económico actual, **Aryzta** es capaz de no perder dinero. Un incremento de las ventas del 10% (3% anualizado) respecto a 2020, en el ejercicio fiscal 2023, podrían catapultar la generación de caja y con ello el valor de la compañía.

Pensamos que con la cotización actual hay muy poco que perder a largo plazo. Somos conservadores y no consideramos ventas de activos en nuestra valoración, lo cual podría añadir aún más potencial.

Golden Entertainment (2,3%) [Ver tesis de inversión](#)



Insiders	ND/EBITDA	Growth	ROIC	Upside '22
28%	5,6x	-3%	10%	100%

Empresa de Las Vegas propietaria y gestora de hoteles-casino, tabernas de juego y distribuidora de máquinas recreativas. Es un negocio familiar, integrado vertical y horizontalmente que cuenta con activos inmobiliarios únicos como el STRAT.

A falta de conocer los números que presente en el tercer trimestre, el primero de la “nueva normalidad”, obviamente, es un negocio que se está viendo muy afectado por el covid-19. Se prevé un descenso en ingresos del 30% en este año respecto a 2019, retrasando la afloración de valor de esta inversión.

El principal motivo para pensar que vale mucho más es la enorme caja que generaría en una situación económica de mejora del coronavirus. Tras apalancarse agresivamente los últimos años, realizando varias integraciones de nuevos casinos y reformas de modernización del STRAT, el negocio requiere de gastos muy bajos en el futuro cercano y se prevé que siga un proceso de desapalancamiento y generación de valor para los accionistas. La mayor incertidumbre es cuánto tiempo seguirá afectando con dureza el virus a este negocio turístico, a nuestro modo de ver, la cotización actual ya tiene en cuenta un escenario bastante pesimista.

La deuda y los elevados intereses asociados hacen aumentar el riesgo ante un estancamiento de la actual situación, pese a ello, tiene una gran capacidad de refinanciarse si fuera necesario con la venta de activos. Posee más de 70 inmuebles valorados por el montante total de la deuda y que prácticamente triplican la capitalización.

Un nuestro modelo somos conservadores y no consideramos los elevados beneficios fiscales de los que gozará. Para 2022 tenemos en cuenta unos ingresos un 10% inferiores a los obtenidos en 2019, a partir de los cuales la valoración estimada duplicaría a la actual capitalización.

PAX Global (2,2%) [Recomendamos vídeo tesis de Gabriel Castro](#)



Insiders	ND/EBITDA	Growth	ROIC	Upside '22
11%	-2,9x	9%	37%	125%

Se trata del tercer jugador global dedicado a la manufactura de datáfonos y terminales de venta. Con sede en China, su alcance es mundial, si bien el área más importante de ingresos es Latinoamérica, y en concreto Brasil (41% Latam, 9% América del Norte, 6% China).

Es un negocio de crecimiento que se beneficia de la tendencia estructural del menor uso de efectivo y el aumento de terminales de venta de autoservicio. Históricamente obtiene un excelente retorno sobre el capital invertido y elevados márgenes, aunque periódicamente requiere de actualizaciones tecnológicas que comportan generosos gastos en I+D y un cierto riesgo disruptivo.

Atesora un 60% de la capitalización en caja neta. La gestión está trabajando en mejorar este aspecto recomprando acciones y aumentando el dividendo para destapar valor para el accionista. También ha cumplido un ciclo de fuertes inversiones en los últimos 3 años y se espera que recoja los frutos en los años venideros... con el covid sigue aumentando ventas y generando caja sin problemas, es más, seguramente le sirva de acelerador.

OCI (2,2%)



Insiders	ND/EBITDA	Growth	ROIC	Upside '22
54%	5,1x	8%	7%	96%

Controlada por la familia Sawiris, es una de las mayores productoras de fertilizantes del mundo con instalaciones en 4 continentes. Abastece a agricultura e industria con derivados de nitrógeno y metanol (44% America, 41% Europa, 9% Asia y Oceanía).

Pese a ser un negocio con elevadas necesidades de capital y no poseer un producto diferenciado (*commodity*), tiene un carácter defensivo, con barreras de entrada y es una de las empresas más eficientes de su sector.

Parecida a otras inversiones mencionadas, **OCI** es una compañía que ha experimentado un proceso de apalancamiento financiero, el cual le ha permitido un gran aumento de capacidad de producción. Para los próximos años, la gestión está enfocada en la generación de caja y reducción paulatina de deuda e intereses... en el entorno actual de precios deprimidos es capaz de originar una importante cantidad de caja. Además, pretende vender su división de metanol (18% ventas) en 2021, de la cual se ha barajado una valoración de casi la totalidad del importe de la deuda y el doble de la capitalización bursátil. En nuestra hipótesis hemos retrasado esa venta a 2022 y por la mitad del montante filtrando a la prensa.

Como siempre, somos conservadores en nuestras estimaciones de precios y márgenes futuros respecto al consenso de analistas. Para la valoración aplicamos un aumento del EBITDA del 47% en 2022 frente a 2019, en contraste con el incremento de más del 70% pronosticado.

En el apartado de la **Cartera Value (37%)**, a diferencia de los trimestres recientes, ha habido pocos movimientos. Estamos cómodos con las inversiones actuales, la mayoría mencionadas en cartas anteriores, y miramos a un horizonte de dos a tres años para que vayan cristalizando.

En las salidas encontramos a la comentada **Devoteam (1,3%)**, al recibir una OPA con una prima cercana al 30%, y una única entrada de **VIQ Solutions (1%)**.

Por otro lado, las inversiones en empresas de **Calidad Mundiales (12%)** siguen encabezadas por **Snowball SICAV**, con una rentabilidad del 17,7%, acompañada de pequeñas aportaciones de **Alphabet, Berkshire, Brookfield** y **Facebook**.

En cuanto a las **Materias Primas (9%)**, los únicos cambios fueron la venta tras OPA de **Rockrose (3%)**, con una prima del 65% respecto a la cotización, y la entrada de **First Majestic (0,8%)**. La vertiente energética sigue integrada por **OCI (2,2%)**, **IPCO (1,6%)**, **Seplat** y **Hurricane**, mientras que la exposición en **oro** mantiene el 5% de peso y está integrada por **Sandstorm (1,7%)**, el ETF **GOAU (1,2%)**, **First Majestic (0,8%)**, **West African (0,8%)** y **Solgold**.

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**.
- Sigue la posición del ETF **SVXY (1,4%)**, inverso en futuros del VIX.

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

	SNOWBALL SICAV (EUR)	9,1%
	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,9%
	ARYZTA (CHF)	2,4%
	GOLDEN ENTERTAINMENT (USD)	2,3%
	PAX GLOBAL TECHNOLOGY (HKD)	2,2%
	OCI NV (EUR)	2,2%

En cuanto a la **renta fija**, no ha habido ningún ajuste. A fecha del cierre, estas eran las principales posiciones:

	TEEKAY LNG PREF. (USD)	4,1%
	ARYZTA (CHF) 25/01/49	3,1%
	AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,9%
	CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,7%
	TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,7%
	OCI NV (EUR) 01/11/24	2,7%

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

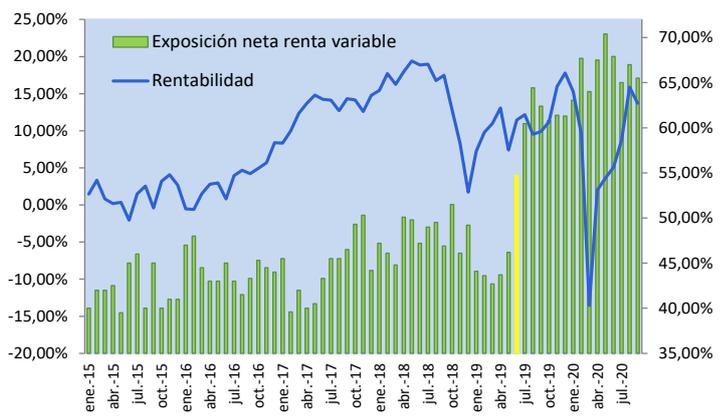
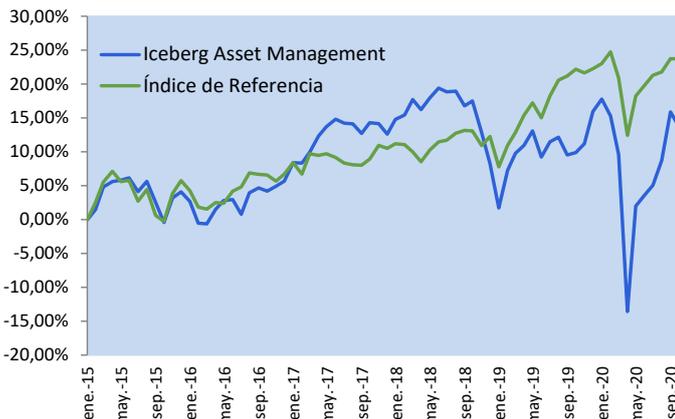
SEPTIEMBRE 2020

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%	18,6%	14,2%
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%	0,3%	2,3%
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%	3,5%	6,6%	-1,9%				-3,5%	13,7%	66,5%	49,1%

■ Cambio de política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENDA VARIABLE

SNOWBALL SICAV (EUR)	9,1%
UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,9%
ARYZTA (CHF)	2,4%
GOLDEN ENTERTAINMENT (USD)	2,3%
PAX GLOBAL TECHNOLOGY (HKD)	2,2%
OCI NV (EUR)	2,2%

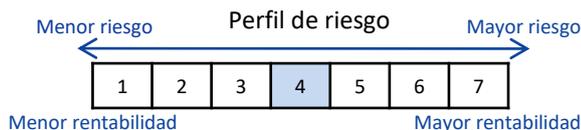
ASSET ALLOCATION*

RENDA FIJA

TEEKAY LNG PREF. (USD)	4,1%
ARYZTA (CHF) 25/01/49	3,1%
AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,9%
CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,7%
TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,7%
OCI NV (EUR) 01/11/24	2,7%

*Acciones preferentes de Teekay LNG como renta fija

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional	Código ISIN	ES0147269007
Plazo de inversión indicativo	> 5 años	Inversión Mínima	1,14€
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. 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