

Estimados coinversores,

Iceberg Asset Management SICAV ha alcanzado una revalorización del 15,8% en 2019 (con un peso medio en renta variable del 53,8%). **Desde el 1 de enero de 2015 la rentabilidad neta obtenida ha sido del 17,8%, un 3,3% anual** (exposición media a renta variable del 46,5%).

Se cumplen 5 años de proyecto desde que se lanzara el vehículo de inversión. En el trayecto hemos vivido momentos de alzas y momentos de reducciones de nuestro valor liquidativo. El descenso de mayor magnitud tuvo lugar durante la segunda mitad de 2018, cuando un mal comportamiento bursátil combinado con una exposición elevada a materias primas, *small caps* y también a algún error de inversión importante, hicieron retroceder el valor liquidativo a niveles de enero de 2015. No obstante, en 2019 hemos cosechado una fuerte recuperación hasta niveles cercanos a los máximos históricos, quedando demostrado de nuevo que los momentos de gran dificultad suelen ser los más propicios para realizar buenas inversiones.

Como decíamos, hace justo un año reinaba un ambiente de pesimismo en el seno inversor, incluso, en varios índices mundiales se producía el peor mes de diciembre desde la Gran Depresión de los años 30. Los accionistas de **Iceberg AM** perdimos más de un 16% en tan solo medio año, cerrando el ejercicio con un -11,4%. Con todo, por aquel entonces era difícil imaginar que 12 meses después estaríamos en una situación más ventajosa que al inicio de 2018, si bien, en la *Carta Anual 2018* publicamos todas las posiciones de renta variable y sus pesos, haciendo hincapié en lo que para nosotros era una gran infravaloración y mostrando un valor objetivo superior a los 1,30€ para finales de 2021. Un año después, aquello que podía parecer inalcanzable está algo más cerca, concretamente a menos de la mitad (1,17€).

“Sabemos que para obtener resultados diferentes a la media debemos hacer cosas diferentes, con el riesgo que ello entraña (...) es, sin duda, una mirada largoplacista y el paso del tiempo quien pone orden a los movimientos erráticos en cortos espacios de tiempo” *Carta Anual 2018*

Los resultados logrados hasta la fecha, un 3,3% anualizado, si bien están dentro del rango objetivo de una “rentabilidad moderada”, es inferior al propósito que perseguimos. En este sentido, desde el pasado noviembre de 2018 el rendimiento es inferior al que habría obtenido una estrategia indexada, hecho que deberemos revertir en el futuro.

Por otro lado, independientemente de las rentabilidades, en el decurso de este ejercicio se han llevado a cabo algunas decisiones importantes en cuanto a la gestión. En junio se tomó la decisión de incrementar la exposición a renta variable, así como la de modelizar una estructura de diferentes apartados en la misma, con el objetivo de controlar los sesgos y aportando una mayor variedad de activos. Todo ello, motivado por el conocimiento adquirido de errores cometidos en el pasado y por las escasas oportunidades de rentabilidad aceptable en los mercados de renta fija.

Pensamos que existe una gran infravaloración en la mayoría de activos que invertimos y una enorme sobrevaloración en la renta fija, plasmado en la [Carta del 1º Semestre 2019](#).

En la **nueva política de inversión**, contamos con un peso habitual cercano al 60% del patrimonio en renta variable y un límite superior que marcamos en el 70%, aunque legalmente es del 75%, frente al 50% anterior. Mientras, el peso habitual de la renta fija se sitúa en torno al 30%, dotando de flexibilidad al portafolio con un porcentaje sin invertir que puede usarse para desarrollar un aumento de posiciones o coberturas de divisas en momentos determinados.

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	20%
BONOS INFLACIÓN €	10%
LIQUIDEZ	10%

Estructura actual

ACTIVO	PESO
RENTA VARIABLE	61%
CARTERA VALUE	33%
CALIDAD MUNDIALES	12%
MATERIAS PRIMAS	12%
ASIA & EM ETF	2%
SMALL CAP EMU ETF	2%
OTROS ÍNDICES ETF	0%
RENTA FIJA	29%
BONOS A VENCIMIENTO	20%
BONOS INFLACIÓN €	9%
LIQUIDEZ	10%

En cuanto a la cartera de **renta variable**, al igual que en los últimos meses, seguimos sobreponderando las inversiones del sector energético mientras sacrificamos peso en ETF Emergentes y ETF *Small Caps* para mantener una exposición a renta variable en niveles usuales. El resto de apartados están perfectamente adaptados a los cambios aprobados a mitad de año.

Entrando al detalle, 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. Podría ser el caso de las navieras Intl. **Seaways, Navios, Teekay, Scorpio, Wallenius Wilhelmsen**, o empresas como **Dominion, La Doria, Golden Entmt, MTBC, Semapa, Umanis**, y las *commodities* **IPCO, OCI, Petra Diamonds, Rockrose** o **Seplat**.

En la **Cartera Value (33%)** estamos dirigiendo el foco hacia negocios con mayor visibilidad que en el pasado, así como damos una mayor prioridad a la cercanía y conocimiento de las empresas, con tal de primar la convicción en la inversión. 20 de las 25 posiciones están formadas por negocios menores de 3.000M€, *small caps* que deberían revalorizarse con fuerza conforme recojan los frutos de su ciclo de capital, y vuelvan tanto la confianza como el dinero a este segmento de mercado, valorándose a unas tasas sobre beneficios más habituales.




Además, mantenemos un *watchlist* extenso, con viejas conocidas y candidatas que podrían proporcionar excelentes oportunidades de inversión.

Respecto al apartado de activos de **Calidad Mundiales (12%)**, **Snowball SICAV** sigue con un peso relevante del 8%. Estamos muy cómodos con el buen hacer de nuestro consejero Josep Mussons, portafolio concentrado en empresas de alta recurrencia a la que se suma la búsqueda de crecimiento en forma de megatendencias. Completan este apartado el **ETF MOAT** y posiciones individuales en **Alphabet, Altria, Berkshire** y **Facebook**.

Por su parte, en **Materias Primas (12%)**, las energéticas aguantan con un peso importante de casi el 8%, entre las cuales sobresalen **IPCO (3,1%)** y **OCI (2,1%)**, completado por **Petra, Rockrose, Seplat** y **Uranium Part**. La exposición al oro, del 4%, está representada por **Sandstorm (2%)**, el **ETF UBUD, Minera Alamos, Orezone** y **Solgold**.

Terminamos el repaso con la indexación a **Asia y emergentes ETF SPEM (2%)** y a **small caps de la eurozona ETF ESCEUA (2%)**.

Los mayores activos de la categoría quedan de la siguiente manera:

	SNOWBALL SICAV (EUR)	7,9%
	GOLDEN ENTERTAINMENT (USD)	3,1%
	INTL. PETROLEUM CORP. (SEK)	3,1%
	KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,8%
	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,1%
	OCI NV (EUR)	2,0%

La inversión en **renta fija** representa un 29% del patrimonio.

En el último trimestre venció el bono convertible de **Bayer**, el cual vendimos escasos días antes del vencimiento para no recibir las acciones y asumimos una pérdida inferior al 0,2% desde la compra en agosto de 2018. También incorporamos otro bono de **Casino Guichard** con vencimiento en junio de 2022 y una TIR del 2,85%, así como acciones preferentes de **MTBC** recomprables por la compañía el próximo noviembre a 25\$ cada una, lo cual arrojaría una TIR de alrededor del 4%.

Los **bonos ligados a la inflación (9%)** están integrados por el **ETF CI3**, tras la desaparición del **ETF GOMA**, liquidado por el emisor **BNP** en diciembre.

A fecha del cierre anual las principales posiciones eran las siguientes:

	ETFS INFLACIÓN EUROZONA (EUR)	8,9%
	DELTA AIR LINES (USD) 04/12/20	3,3%
	FORD HOLDINGS (USD) 01/03/20	3,1%
	CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,9%
	CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22	2,6%
	ENCE (EUR) 05/03/23	2,5%

Para concluir, destinamos un 6,7% en futuros del EUR/USD a la cobertura de la renta fija en dólares.

Por lo que respecta a los mercados, adelantamos que no sabemos que va a deparar el futuro, pero como siempre, intentamos estar invertidos en los lugares más infravalorados. En este caso, sectores olvidados y odiados en los últimos tiempos, como han sido el transporte marítimo y casi todo lo relacionado con el petróleo podrían verse recompensados en el futuro, no en vano, tenemos posiciones importantes tanto de renta variable como renta fija. Asimismo, ciertas empresas del sector IT han sufrido descensos muy pronunciados en bolsa provocados por una perspectiva pesimista de los agentes sobre la macroeconomía y por caídas de márgenes que pensamos serán transitorias, debidas al propósito de dotarse del personal adecuado para el crecimiento futuro en el mundo de la digitalización. En ciertos valores el *upside* sería aún muy notable.

Por otro lado, las empresas más carismáticas, defensivas y repartidoras históricas de dividendos gozan de una época dorada en los últimos 18 meses. El miedo a una nueva recesión, marcado por el recuerdo de la gran crisis de hace 10 años, el dinero gratuito y el escaso rendimiento de los bonos, ha llevado a muchos inversores a sobrevalorar aquellos negocios más estables y huir de lo más vulnerable, provocando, bajo nuestro punto de vista, una infravaloración en empresas de pequeño tamaño y posiblemente también de las economías emergentes. Los mercados acostumbran a moverse por oleadas, con lo cual, un posible escenario para los próximos trimestres sería un reequilibrio en el flujo de capitales desde aquellos segmentos que están siendo sobrecomprados hacia los que están siendo ignorados, generando retornos bajos en los primeros y retornos mayores a la media en los segundos. En nuestra humilde opinión, este proceso podría haber empezado en el último trimestre de 2019.

En la siguiente página pueden consultar la nueva ficha mensual.

Muchas gracias y feliz 2020 para tod@s,

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

POLÍTICA DE INVERSIÓN

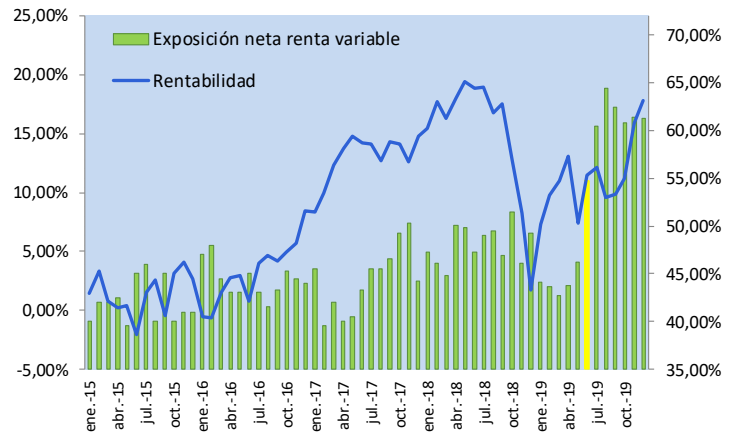
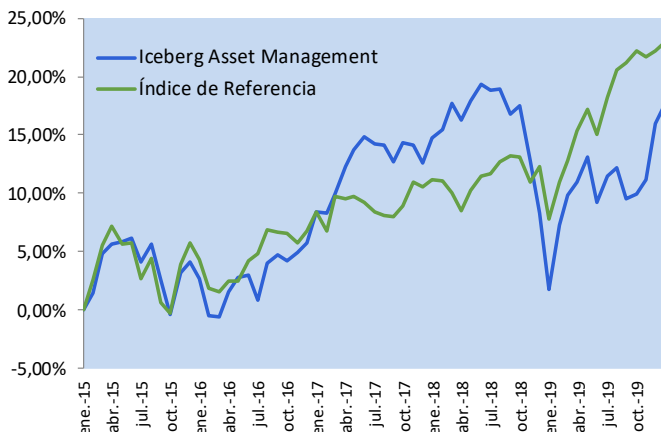
DICIEMBRE 2019

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
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%	2,7%	2,7%	7,9%	7,5%
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%	TAE 3A	TAE '15
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%	2,8%	3,3%
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%	RV YTD	RV '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%	53,8%	46,5%

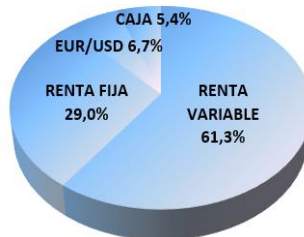
■ Cambio de política de inversión 30/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENDA VARIABLE

SNOWBALL SICAV (EUR)	7,9%
GOLDEN ENTERTAINMENT (USD)	3,1%
INTL. PETROLEUM CORP. (SEK)	3,1%
KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,8%
UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,1%
OCI NV (EUR)	2,0%

ASSET ALLOCATION*

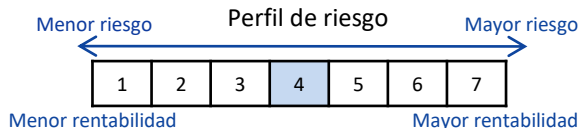


RENDA FIJA

ETFS INFLACIÓN EUROZONA (EUR)	8,9%
DELTA AIR LINES (USD) 04/12/20	3,3%
FORD HOLDINGS (USD) 01/03/20	3,1%
CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,9%
CASINO GUICH. (EUR) 13/06/22	2,6%
ENCE (EUR) 05/03/23	2,5%

*Acciones preferentes de Teekay LNG y MTBC 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	1,18 €
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