

Estimados coinversores,

Iceberg Asset Management SICAV obtuvo una rentabilidad del 3,2% en diciembre y del 15,0% en el cuarto trimestre, con lo cual, ha cerrado el año 2020 con un incremento del 11,05% (peso medio renta variable del 66,9%). **Desde el 1 de enero de 2015 ha generado un rendimiento neto de gastos del 30,8%, que supone un 4,6% de tasa anual compuesta** (exposición media a renta variable del 49,9%).

Rentabilidad. Al fin y al cabo, es el objetivo final que persigue un inversor al depositar su confianza y destinar sus ahorros a proyectos empresariales, a través de los mercados financieros. Es el fruto de sacrificar consumo inmediato para arriesgar capital, desafiando incertidumbres, mediante la búsqueda de buenos negocios que intentan ofrecer el mejor servicio a sus clientes. **A lo largo de los años, el emprendimiento y la inversión empresarial fomentan una competencia que repercute en más innovación, desarrollo, eficiencia... facilitando y mejorando la vida de las personas. En definitiva, es la artífice de la prosperidad y de una mejor calidad de vida, recompensada en forma de beneficios empresariales.** La función empresarial y la vital importancia del proceso de inversión parecen menospreciados e ignorados con frecuencia.

En los 6 años de recorrido hemos logrado un retorno anualizado del 4,6%, con un peso medio en acciones del 50%. Esto significa cumplir con nuestro mandato fundacional, más si cabe, en un entorno de tipos de interés tan bajos y gran escasez de alternativas atractivas para un perfil inversor moderado. El precio por acción ha alcanzado los 1,30€, valor objetivo que estimamos para 2021 en la [Carta Anual 2018](#): *“Según nuestros cálculos, el valor liquidativo teórico de la cartera actual es superior a 1,30€ por acción a finales de 2021, que supone una rentabilidad anualizada o CAGR de al menos un 9,15%”*. Desde entonces, el retorno anualizado ha sido del 13,6%, situándonos de nuevo por encima del exigente índice de referencia.

En cuanto a 2020, ha sido de lejos el año más complicado de gestionar, como hemos expresado en los recientes comunicados. Obtener un 11% de retorno, a nuestro modo de ver, justifica la elevada volatilidad sufrida y, pese a los errores, respalda el modo en el que se ha afrontado la crisis del Covid-19. En los mínimos de marzo, el valor liquidativo marcaba un -35%, desde dónde se experimentó una subida del 70%, demostrando que los valores en cartera eran mucho más robustos de lo que indicaba su cotización en ese momento y que ofrecían una gran oportunidad. Haciendo referencia a la expresión de **Warren Buffett**, no nadábamos desnudos, *“solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo”*. En la [Carta 1º Trimestre 2020](#) mostramos nuestra confianza en la gran infravaloración de las participadas: *“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.”*

El buen comportamiento de la Sicav en el periodo no es producto de un estilo de inversión concreto, más bien, de una mentalidad abierta a todo tipo de oportunidades. Seguramente, la seña de identidad de **Iceberg AM** es la diversificación y complementariedad siempre presentes en cartera, con una visión independiente, pragmática, y escéptica en cuanto a verdades absolutas.

Por otro lado, si bien es cierto que la pandemia ha acelerado el proceso de digitalización de la economía, también provocó, durante meses, una enorme polarización en el mercado. Un mercado en el que las “narrativas del futuro” seducen generosamente a los inversores, en algunos casos sin grandes argumentaciones, y en el que compañías enmarcadas en las “narrativas del pasado” son claramente marginadas. Estas últimas serían, sobre todo, empresas basadas en activos tangibles, industriales, inmobiliarias, materias primas tradicionales... frente a empresas de activos intangibles, tecnología, internet o energías renovables. Parte de ello seguramente se explique por el miedo al virus y la necesidad de buscar nuevos paradigmas, aquello tan escuchado en los medios, “la pandemia va a cambiarnos”. Siendo selectivos, intentamos aprovecharnos de este efecto durante buena parte de la recuperación.

En los últimos meses dicha polarización está siendo corregida, e incluso el segmento de valores de pequeña capitalización ha experimentado una revalorización excepcional, algo que veníamos demandando desde hace años. Como ejemplo, en los últimos 4 meses el índice Russell 2000 ha subido un 43%, frente al 15% del S&P500.



Pese a que la mayoría de índices se encuentran en máximos históricos, en el mercado actual seguimos hallando muy buenas ideas de inversión, en especial en el segmento de *small caps*. El peso de la **renta variable** sigue por encima del 65%, muy cercano al límite del 70%, mientras que la **renta fija** representa un 27%.

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	69%
CARTERA VALUE	43%
CALIDAD MUNDIALES	11%
MATERIAS PRIMAS	7%
ASIA & EM ETF	4%
SMALL CAP EMU ETF	3%
OTROS ÍNDICES ETF	1%
RENTA FIJA	27%
BONOS A VENCIMIENTO	24%
BONOS INFLACIÓN €	3%
LIQUIDEZ	4%

Antes de repasar los diferentes apartados vamos a dar a conocer 4 nuevas posiciones en cartera, una muestra del tipo de negocios en los que estamos reinvertiendo los beneficios realizados:



Leatt es una empresa familiar fundada por el Doctor **Chris Leatt** (55% insiders), aficanda en Sudáfrica, de unos 40M\$ de capitalización y sin deuda. Desarrolla y vende sus productos a *retailers* de todo el mundo (53% EMEA, 33% USA, 7% Australia). Opera en un mercado muy nicho, su mayor fuente de ingresos son las protecciones de alto rendimiento y cascos para la práctica de modalidades extremas de bicicleta de montaña y motocross. También tiene una línea de ropa y accesorios acorde a estos deportes.

Posee grandes acuerdos de distribución con tiendas especializadas para su posterior venta al cliente minorista tanto en tienda física como *online*. Es un negocio muy escalable, con un gran mercado potencial, ventas cruzadas entre sus productos y vientos de cola en la práctica de ocio y del *e-commerce*. El *management* ha manifestado la intención de seguir reinvertiendo en la marca para conseguir más cuota de mercado, además de estudiar la expansión a otros deportes como el esquí.

miliboo.com

Miliboo es una micro cap francesa, sin deuda, que capitaliza 20M€ y el 13% está en manos de los fundadores. Se dedica al diseño y venta *online* (solo dos tiendas físicas) de muebles, un mercado incipiente en auge. El 85% de las ventas pertenece a Francia, aunque está iniciando presencia en otros países europeos como España, esperamos un crecimiento de las ventas de doble dígito en los próximos años.

Al igual que **Leatt**, hablamos de un negocio muy escalable, goza de un bajo *capex* y unos beneficios brutos del 60% frente al 45% de otros competidores con muy buen *trackrecord* como **Westwing** o **Home24**. Debería estar en un punto de inflexión en que el efecto de la escala puede servirle de trampolín y empezar a generar flujo de caja libre positivo en 2021.

Quest [Recomendable tesis de Lucas López](#)

Quest Holdings es una empresa griega (80% ingresos) que capitaliza unos 370M€, está participada al 75% por el fundador y un socio. Tiene una estructura compleja, dividida en 5 patas: productos informáticos, servicios de IT, servicios de mensajería, pagos electrónicos y energía renovable. Todas ellas crecen a doble dígito menos los pagos electrónicos, varias podrían tener un gran futuro:

- Productos informáticos: venta de *hardware* y *software* de marcas propias y de terceros, cuenta con 8 tiendas Apple y varios portales de venta *online*. A raíz de los confinamientos esta rama principal (60% ingresos) ha obtenido una aceleración cercana al 30% en 2020.

- Servicios IT: división creciendo al 20% en los últimos años, con clientes en más de 30 países y posibilidades de consolidación en estos mercados. Pese a la situación actual y el descenso de la actividad empresarial, ha ingresado un 10% más hasta septiembre.

- Servicios de mensajería: **ACS Courier** es líder en Europa del este con más de 500 puntos de reparto. En estos países el *e-commerce* tiene un gran terreno por recorrer y con él, el negocio de la logística. En 2020 está aumentando la facturación en un 11%.
- Energía renovable: **Quest Energy** apuesta fuerte por la producción de energía fotovoltaica. La división crece por encima del 100% anual desde 2017, en los primeros 9 meses de 2020 aumentaba un 46% las ventas.



Inter Rao Lietuva es una inversión un tanto exótica. Participada de una filial finlandesa de la matriz rusa **Inter Rao Group**, y negociada en el mercado de Polonia, esta compañía distribuye electricidad principalmente en Lituania y opera uno de los mayores parques de energía eólica del país báltico. Lo que más llama la atención es el extraordinario dividendo que reparte, sostenible por encima del 15%, en un negocio presumiblemente estable como este. Sería lógico ver una expansión de múltiplos en las acciones.

En el apartado de la **cartera value (43%)**, ha habido bastante rotación en el último trimestre. Las salidas más importantes han sido **CRH Medical, Flatex, MGM Growth, Mpac y Tesla**, mientras que en las entradas encontramos a **Crescita, Inter Rao, Leatt, Miliboo, Nagarro, Power REIT y Quest**. Tanto el número de posiciones como el peso son los más altos desde el cambio de la política de inversión hace año y medio, lo cual demuestra la gran cantidad de buenas ideas que estamos encontrando.

Por su parte, las inversiones en empresas de **Calidad Mundiales (11%)** siguen encabezadas por **Snowball SICAV**, con una rentabilidad al cierre del 29,5% y séptima más alta de las Sicavs en España. Vendimos las acciones de **Alphabet y Berkshire**, se mantienen las pequeñas aportaciones en **Brookfield y Facebook**.

En cuanto a las **Materias Primas (7%)**, se redujo la exposición al **oro (4%)** tras la venta de **West African**. El peso ahora es el establecido como habitual, compuesto por **Sandstorm, ETF GOAU, First Majestic y Solgold**. La vertiente energética sigue integrada por **IPCO, OCI, Seplat y Hurricane**, con un peso total cercano al 3%.

Respecto a las 3 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 (1,3%)**, inverso en futuros del VIX.

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

	SNOWBALL SICAV (EUR)	8,8%
	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,9%
	GOLAR LNG (USD)	2,4%
	PAX GLOBAL TECHNOLOGY (HKD)	2,1%
	UMANIS (EUR)	2,1%
	NAGARRO (EUR)	2,1%

En la parte de **renta fija** (27%) se han incorporado dos posiciones, después de la pérdida de peso respecto al patrimonio por el fuerte avance de la **renta variable**. De un lado, el bono de **Burford Capital** con vencimiento en agosto de 2022 y una TIR del 6,7%, y por otra parte, compramos acciones preferentes de **Fannie Mae** y **Freddie Mac**, con descuentos del 65-70% sobre el par, esperando una devolución al capital privado cuanto antes. A fecha del cierre, estas eran las principales posiciones:

	TEEKAY LNG PREF. (USD)	3,5%
	ARYZTA (CHF) 25/01/49	2,9%
	BURFORD 19/08/22 (GBP)	2,6%
	AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,6%
	CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,5%
	OCI NV (EUR) 01/11/24	2,4%

En la siguiente página pueden consultar la nueva ficha mensual.

Muchas gracias y feliz 2021,

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

POLÍTICA DE INVERSIÓN

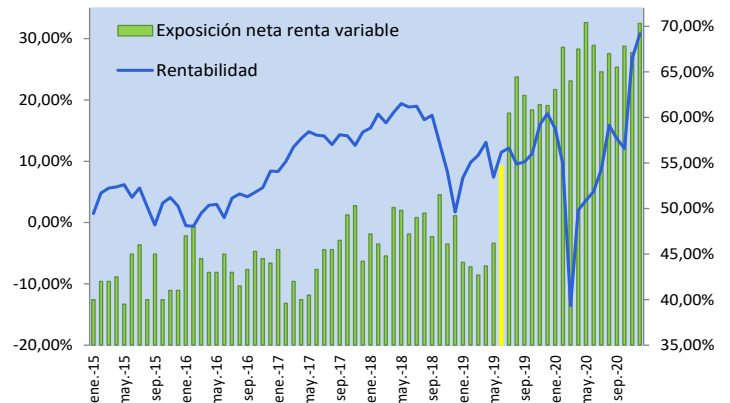
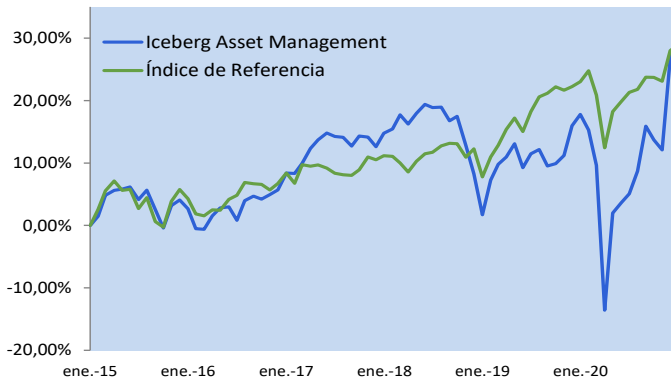
DICIEMBRE 2020

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%	20,0%	14,9%
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%	4,6%	4,6%
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%	-1,4%	13,0%	3,2%	11,0%	30,8%	66,9%	49,9%

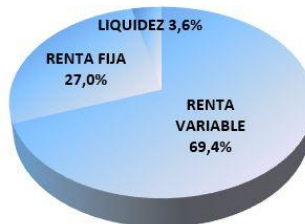
■ Cambio de política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENDA VARIABLE

SNOWBALL	SNOWBALL SICAV (EUR)	8,8%
EUR	UBS MSCI EMU SMALL CAP (EUR)	2,9%
Golar LNG	GOLAR LNG (USD)	2,4%
PAX	PAX GLOBAL TECHNOLOGY (HKD)	2,1%
Umanis	UMANIS (EUR)	2,1%
NAGARRO	NAGARRO (EUR)	2,1%

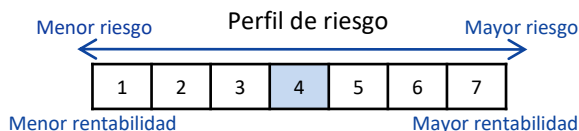
ASSET ALLOCATION



RENDA FIJA

TEEKAY LNG PREF. (USD)	3,5%
ARYZTA (CHF) 25/01/49	2,9%
BURFORD 19/08/22 (GBP)	2,6%
AMUNDI ETF € INFLATION (EUR)	2,6%
CASINO GUICH. (EUR) 26/05/21	2,5%
OCI NV (EUR) 01/11/24	2,4%

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional	Código ISIN	ES0147269007
Plazo de inversión indicativo	> 5 años	Inversión Mínima	1,31€
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