ICARIA DINÁMICO

ANDBANK wealth management

"El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan"

Carta trimestral diciembre 2022

Apreciado inversor,

Nos complace presentar nuestra carta trimestral. Creemos que ofrece una visión útil de nuestra filosofía de inversión y de cómo gestionamos el fondo.

Icaria Capital Dinámico es un fondo global, hasta aquí todo es convencional, pero se trata de un fondo muy diferente a los que podemos encontrar en el conjunto de fondos que se comercializan en España. **Icaria Capital Dinámico va a contracorriente,** es un fondo complejo de gestionar. Esto se debe a que no solo tenemos que **analizar a fondo las empresas en las que invertimos, sino también la exposición a mercado para reducir la volatilidad y minimizar las pérdidas máximas.**

> "Una cartera de bonos de vencimiento largo en realidad no es una cartera conservadora"

2022, UN AÑO PARA OLVIDAR EN LOS MERCADOS

2022 ha sido un año complicado para los inversores. Para el inversor conservador cuya estrategia se basa en una cartera compuesta por acciones y bonos, el resultado no podría haber sido más desastroso y es que este episodio nos recuerda que una cartera de bonos de vencimiento largo en realidad no es una cartera conservadora. De igual forma, queda claro que **para diversificar no basta con comprar diferentes clases de activos atendiendo únicamente a la correlación histórica entre ellos,** sino que también hay que prestar atención al contexto económico del momento.

Una cartera de acciones y bonos (la famosa "60/40" o "50/50") cumple su cometido dentro de un cíclico económico "típico", que es aquél en el que fases de crecimiento económico con inflación son sucedidas de crisis desinflacionarias o incluso deflacionarias. El ejemplo más claro es la crisis financiera de 2008. **La clave está en que, cuando la bolsa sufre, la huida hacia los bonos lo compensa.**

> "La deuda pública es un activo de menor riesgo que las acciones, en el sentido de que el pago de principal e intereses es más o menos seguro, frente a la posibilidad de perderlo todo invirtiendo en bolsa"

Este trasvase de inversores a los bonos en momentos de crisis tiene una doble explicación. Por un lado, la deuda pública es un activo de menor riesgo que las acciones, en el sentido de que el pago de principal e intereses es más o menos seguro, frente a la posibilidad de perderlo todo invirtiendo en bolsa. En segundo lugar, los inversores acuden a la renta fija porque esperan que el banco central baje tipos para estimular el crecimiento, y menores tipos de interés conllevan revalorizaciones en la renta fija, siendo mayor esta revalorización cuanto mayor es el plazo de los bonos.

Esta es la base del funcionamiento de la cartera acciones-bonos. Pero esta base se desmoronó en 2022. ¿Qué sucedió? **Un aumento vertiginoso de la inflación,** acompañado de la conveniente **subida de tipos por parte de los bancos centrales,** a lo cual hay que sumar otros focos de incertidumbre, como son las **tensiones geopolíticas crecientes** (que no se limitan a la guerra de Ucrania) y el **coronavirus,** que sigue afectando a la actividad económica.

> “Una subida gradual de tipos podría haber sido digerida tanto por los mercados de renta fija como los de renta variable, generando pérdidas moderadas o incluso ganancias”

Tanto la bolsa como los bonos se habían vuelto muy vulnerables a una subida de los tipos de interés, después de más de una década de tipos ultra-bajos. Una subida gradual podría haberse digerido tanto por los mercados de renta fija como por los de renta variable, generando pérdidas moderadas o incluso ganancias, pero el problema ha sido que esta subida ha sido rápida, en parte como consecuencia de la complacencia de los propios bancos centrales, que en un primer momento no consideraron necesario subir tipos porque pensaban que la escalada inflacionaria era puramente transitoria. **Ahora se ven en la necesidad de subir los tipos apresuradamente si no quieren que la confianza en sus divisas se deteriore,** lo cual nos llevaría a un escenario mucho peor.

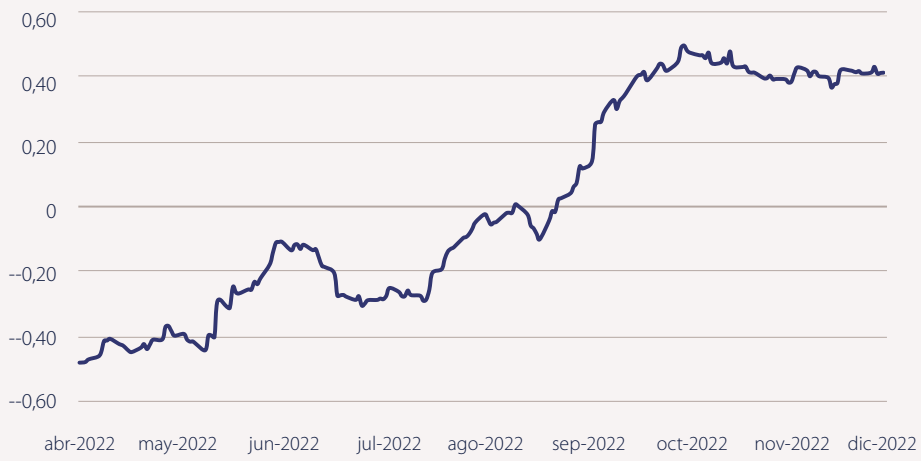
Por el lado de los bonos, la subida de tipos tumba los precios. Si tenemos en cartera un bono del Estado que paga un cupón del 0,5% a 10 años, pero los nuevos bonos se están emitiendo con un cupón del 3%, el precio de nuestro bono debe desplomarse hasta que su rentabilidad a vencimiento iguale a la de las nuevas emisiones. De ahí el resultado tan calamitoso para los inversores conservadores que confiaron en la deuda a largo plazo para amortiguar caídas en renta variable. Esta “traición” de la renta fija se debe, como ya hemos dicho, a que no estamos en una crisis típica, sino en un contexto de inflación descontrolada.

> “Si tenemos en cartera un bono del Estado que paga un cupón del 0,5% a 10 años, pero los nuevos bonos se están emitiendo con un cupón del 3%, el precio de nuestro bono debe desplomarse hasta que su rentabilidad a vencimiento iguale a la de las nuevas emisiones”

Por el lado de la bolsa, el valor de las empresas depende en buena parte de los tipos de interés, que influyen en el coste de capital. A igualdad de circunstancias, un mayor tipo de interés implica un mayor coste de capital y un menor valor de la empresa. Pero es que a esto hay que añadir el hecho de que las circunstancias empeoraron por el aumento de la incertidumbre a nivel global. Por tanto, t**enemos por un lado menores beneficios esperados (o beneficios más inciertos) y por otro lado un mayor coste de capital.** El resultado inevitable: caídas en la bolsa.

Por tanto, dos activos que debían aportar descorrelación entre ellos no lo han hecho.

Correlación bolsa-bonos – 60 días MSCI Europe / Alemania 30 años



Elaboración propia. Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2022.

“

Los agentes económicos (hogares, empresas y gobiernos) demandan más bienes y servicios de los que la economía es capaz de producir, de ahí que los más sencillo para controlar la inflación sea tumbar la demanda

”

HACIA DÓNDE VAMOS

¿A dónde nos llevan las subidas de tipos? La inflación se produce por un desacople entre demanda agregada y oferta agregada. Dicho de forma simple, los agentes económicos (hogares, empresas y gobiernos) demandan más bienes y servicios de los que la economía es capaz de producir. El banco central poco puede hacer sobre la oferta agregada, y aunque pudiera hacerlo serían medidas de largo plazo que tardarían en hacerse notar. De ahí que lo más sencillo para controlar la inflación sea tumbar la demanda. Para ello, **los bancos centrales están recurriendo a su herramienta más tradicional: los tipos de interés de corto plazo.**

Con la subida del coste de financiación de los bancos (ya sea cuando piden dinero al banco central o cuando se prestan entre ellos) sube el coste de financiación para toda la economía. Los que tengan una hipoteca a tipo variable saben bien a lo que me refiero. **Un mayor coste de la deuda implica una menor demanda de financiación y, por tanto, menor demanda de los bienes y servicios que esa financiación permite adquirir: menores compras de vivienda, de automóviles, de electrodomésticos, de viajes.**

Los bancos centrales ya no quieren estimular el crecimiento como hace dos años, sino enfriarlo para controlar la inflación. El resultado esperable de todo este proceso es una recesión. No es un resultado inevitable, pero es más que razonable esperar que suceda.

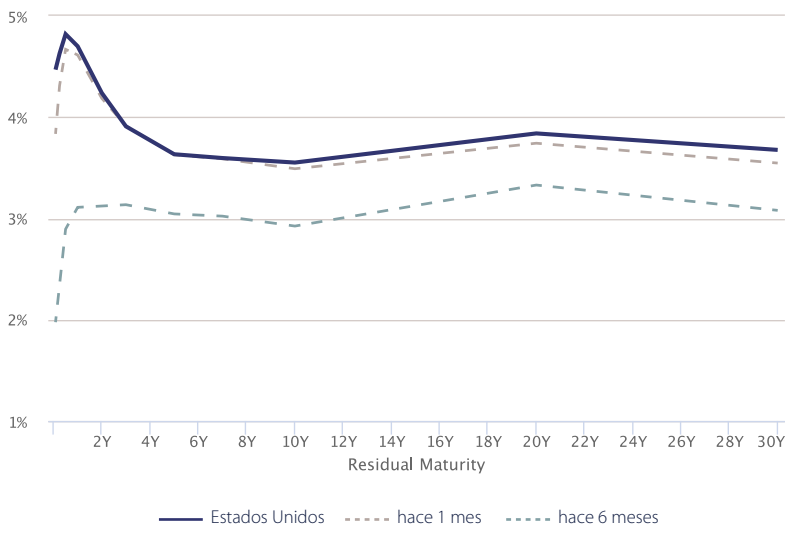
A este respecto, podemos mirar qué nos dicen las cotizaciones de los activos financieros sobre las expectativas macroeconómicas de los inversores. En el mercado de renta fija, nos encontramos con un fenómeno peculiar, y es que las curvas de tipos están invertidas. Es decir, la deuda pública a corto plazo rinde más que la deuda pública a largo plazo, cuando lo normal es que sea al revés, ya que la deuda de mayor plazo tiene más riesgo, principalmente por su mayor sensibilidad a los tipos de interés.

“

La deuda pública a corto plazo rinde más que la deuda pública a largo plazo, cuando lo normal es que sea al revés, ya que la deuda de mayor plazo tiene más riesgo

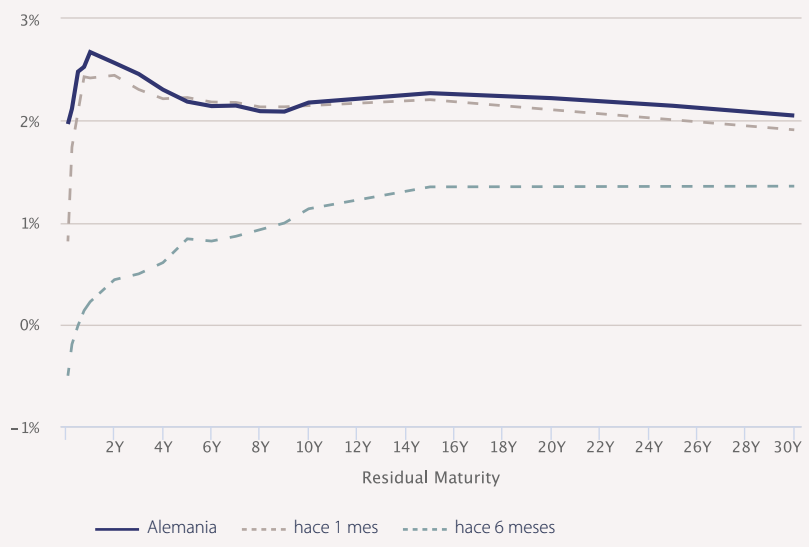
”

Curvas de tipos de Estados Unidos - Bonos del Gobierno



Fuente: worldgovernmentbonds.com. Datos a 18/01/2023.

Curvas de tipos de Alemania - Bonos del Gobierno



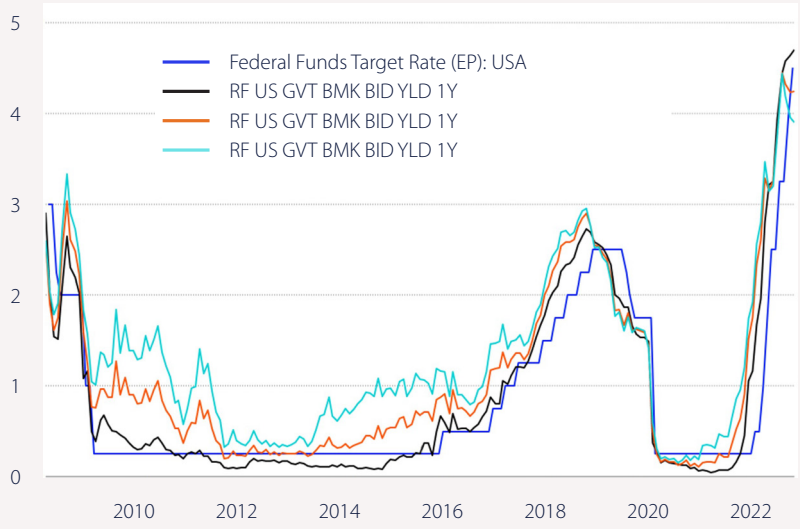
Fuente: worldgovernmentbonds.com. Datos a 18/01/2023.

> La rentabilidad a vencimiento de la deuda del Tesoro norteamericano en plazos cortos (1-3 años) se mueve a la par que el tipo de referencia de la Fed

Para interpretar una inversión de la curva, hay que entender **cómo se forman los tipos de interés de corto y de largo plazo.** Los plazos cortos (0-3 años) los controla casi por entero el banco central mediante su fijación del tipo de interés de referencia. En el caso de la Reserva Federal (el banco central de EE.UU.), su tipo de referencia es la tasa *fed funds,* que es el tipo al cual los bancos se prestan dinero entre ellos a un día. En la Eurozona, el Banco Central europeo (BCE) maneja varios tipos de referencia, siendo el más relevante el tipo de refinanciación ("refi rate"), que es el tipo al cual los bancos piden prestado dinero al BCE a una semana.

En el siguiente gráfico se muestra cómo la rentabilidad a vencimiento de la deuda del Tesoro norteamericano en plazos cortos (1-3 años) se mueve a la par que el tipo de referencia de la Fed.

Rentabilidad a vencimiento en Estados Unidos



Fuente: Reuters. Datos a 31/12/2022.

> Un curva invertida nos indica que los inversores esperan que los tipos a corto bajen en el futuro

> Si atendemos a las expectativas de inflación, vemos que la inflación media esperada en EE.UU. para los próximos diez años está cerca del objetivo del 2%

> Stoxx 600 se halla tan solo un 8,5% por debajo de su máximo de enero de 2022, mientras que esta distancia es del 16,6% en el caso del índice norteamericano S&P 500. Dado que se trata de retrocesos muy moderados, sobre todo en Europa, entendemos que los mercados bursátiles no descuentan una recesión

Respecto a los tipos a largo plazo (10 años o más), dependen de varios factores, pero uno muy importante es la expectativa sobre qué sucederá con los tipos a corto en el futuro. De forma sencilla, **si la curva de tipos es ascendente, esto puede señalar que el mercado espera que los tipos a corto plazo suban en el futuro** (por ejemplo, porque sube la inflación), aunque también puede indicar simplemente que el mercado exige mayor rentabilidad por renunciar a su dinero durante más tiempo, lo cual tiene todo el sentido. Más fácil de interpretar es una curva invertida. Una curva invertida nos indica que los inversores esperan que los tipos a corto bajen en el futuro, hasta el punto de que este efecto más que compensa la mayor rentabilidad exigida a los plazos más largos por su mayor riesgo.

El motivo más habitual por el que los tipos a corto bajan es porque el banco central baja su tipo de interés de referencia para estimular el crecimiento, en respuesta a una contracción económica. De ahí que una inversión de la curva de tipos pueda interpretarse como que el mercado anticipa una recesión. Y esta recesión puede producirse o no, la inversión de la curva nos muestra la opinión del mercado; aunque cabe señalar que el mercado de renta fija está dominado por inversores profesionales, en comparación con el mercado de renta variable, donde hay una fuerte presencia de inversores poco sofisticados. A esto hay que añadir que, **históricamente, las inversiones de la curva casi siempre han venido seguidas de una recesión meses después, por lo que su valor predictivo no es nada desdeñable.**

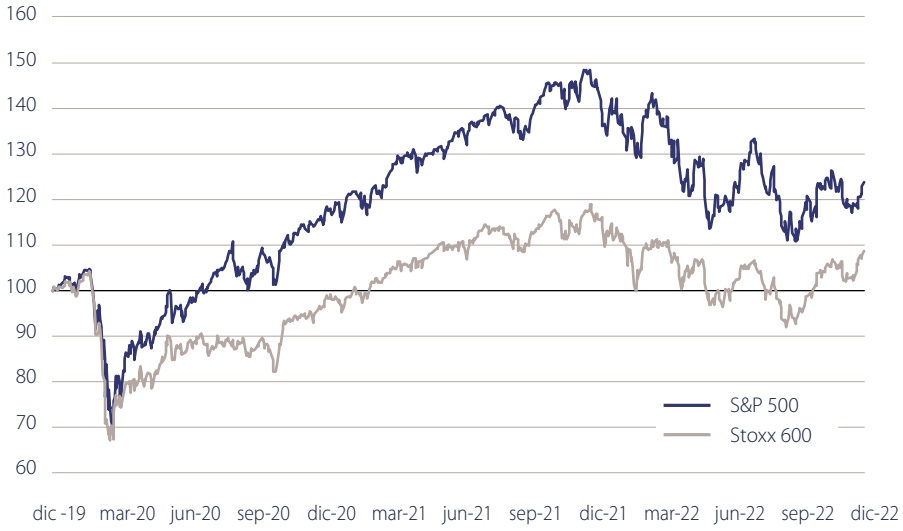
Si atendemos a las expectativas de inflación, vemos que la inflación media esperada en EE.UU. para los próximos diez años está cerca del objetivo del 2%. Dado el actual nivel alto de inflación (tasas en el entorno del 7%), para alcanzar el promedio del 2,2% para los próximos diez años es necesario que la inflación esté por debajo del objetivo durante algún tiempo. Esto apoya la idea de que el mercado anticipa una recesión o una desaceleración que traiga aparejada una corrección de la inflación.

Expectativas de inflación a 10 años en Estados Unidos (%)

Elaboración propia. Fuente: Reserva Federal de St. Louis. Datos a 23/01/2023.

Pasemos ahora a ver qué nos dice el mercado de renta variable. A continuación se muestra la evolución de algunos índices representativos de la bolsa desde diciembre de 2021.

Evolución índices de bolsa (dic 2019 = 100)



Elaboración propia. Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2022.

> Las caídas en bolsa desde el año pasado se deben más a que el mercado ha aumentado la tasa de descuento con la que valora las compañías que a una revisión de los beneficios

Los índices de renta variable nos muestran una película diferente, en particular los europeos. El Stoxx 600 se halla tan solo un 8,5% por debajo de su máximo de enero de 2022, mientras que esta distancia es del 16,6% en el caso del índice norteamericano S&P 500. Dado que se trata de retrocesos muy moderados, sobre todo en Europa, entendemos que los mercados bursátiles no descuentan una recesión.

Como ya vimos arriba, tanto las subidas de tipos como el deterioro en las expectativas de beneficio afectan a las valoraciones, y en nuestra opinión, las caídas en bolsa desde el año pasado se deben más a que el mercado ha aumentado la tasa de descuento con la que valora las compañías que a una revisión de los beneficios. Esto explicaría por qué los índices de EE.UU., que tienen un peso mayor de compañías growth con alta sensibilidad a los tipos, han caído más que los índices europeos.

Aunque somos conscientes de que la reapertura china es un catalizador de crecimiento, nos parece que estos niveles de cotización son muy optimistas. Teniendo en cuenta que los tipos altos probablemente han llegado para quedarse, las tensiones geopolíticas han aumentado, hay una guerra en Europa y la inflación sigue disparada, los temores a una revisión a la baja de los beneficios empresariales están más que fundamentados.

> Icaria Capital Dinámico busca capturar alpha positiva por invertir en compañías de calidad infravaloradas con respecto al mercado, sin tener que asumir toda la beta que normalmente habría que asumir en una inversión sin cobertura

NUESTRO POSICIONAMIENTO

Ante este panorama, nuestro posicionamiento es defensivo. Como ya hemos explicado en pasadas ocasiones, el fondo busca generar valor invirtiendo en compañías de calidad que cotizan baratas o a precios razonables, labor a la que dedicamos la mayor parte de nuestro tiempo. Pero, por otro lado, vemos un mercado complaciente que no termina de recoger en precios las incertidumbres que pesan sobre la economía, y para defendernos de una corrección hemos implementado una cobertura con derivados, que hemos explicado en pasadas ocasiones.

El objetivo de la cobertura es minorar la **beta** de la cartera, sobre todo en caídas fuertes. Por beta entendemos la exposición al mercado en general. En cambio, el **alpha** es la rentabilidad que obtenemos por encima del mercado por el hecho de invertir en buenas compañías cuyo precio no recoge apropiadamente sus fundamentales.

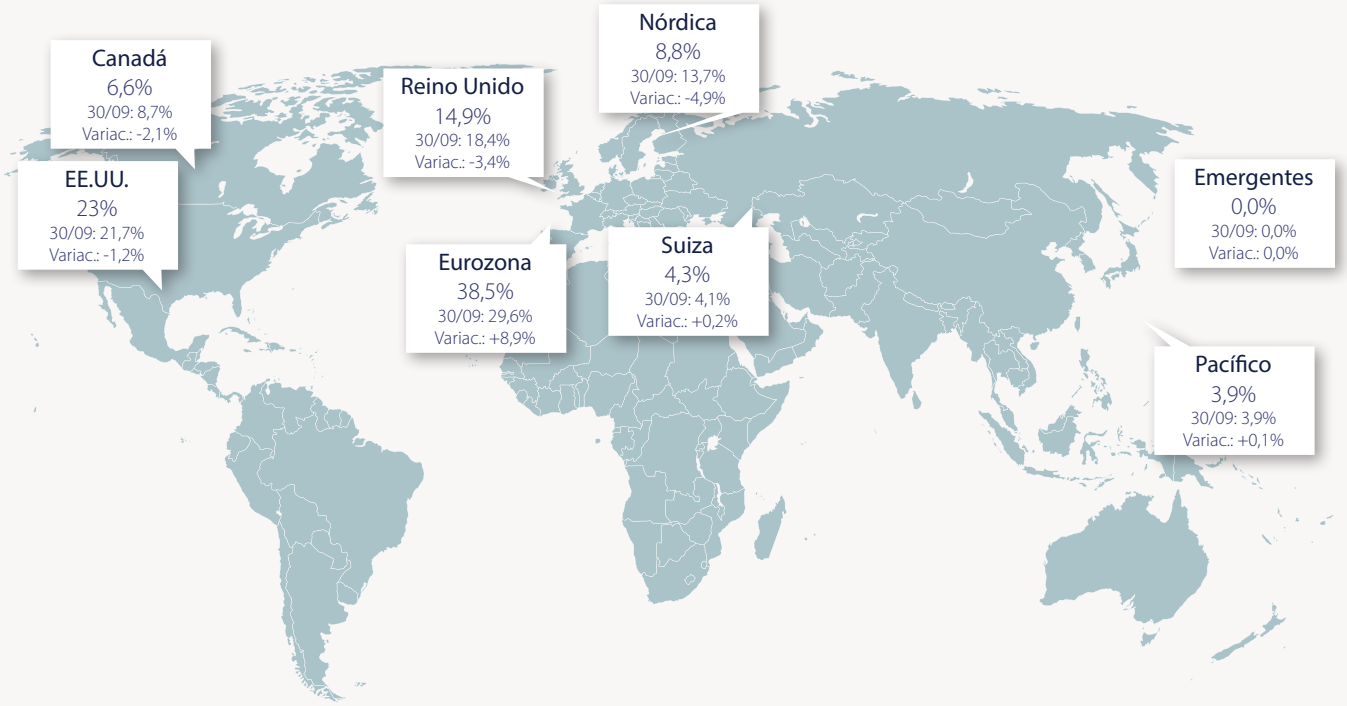
> Icaria Capital Dinámico busca capturar alpha positiva por invertir en compañías de calidad infravaloradas con respecto al mercado

Si nuestra cartera de acciones (sin cobertura) lo hace mejor que el mercado, el alpha es positiva; si lo hace peor, el alpha es negativa.

Dicho de otra manera: Icaria Capital Dinámico busca capturar alpha positiva por invertir en compañías de calidad infravaloradas con respecto al mercado, sin tener que asumir toda la beta que normalmente habría que asumir en una inversión sin cobertura. Y no queremos asumir esa beta porque nos parece que el mercado sigue sobrevalorado. Una vez el mercado corrija hasta niveles razonables, nuestra intención es deshacer la cobertura.

MÉTRICAS DE LA CARTERA

De cara al nuevo año que acaba de comenzar, hemos optado por reducir el número de posiciones en la cartera y mantener aquéllas en las que tenemos mayor convicción.



Elaboración propia. Fuente: Eikon Reuters. Domicilio fiscal de cada una de las compañías ponderada por su peso en la cartera de icaria. Datos a 31/12/2022.

> Nuestro objetivo es mantener un equilibrio entre empresas grandes, medianas y pequeñas. Las grandes aportan estabilidad, y las pequeñas aportan mayor potencial de rentabilidad

Como resultado de estos cambios, hemos incrementado el peso en Europa. Como hemos indicado en pasadas ocasiones, nuestra exposición geográfica es el resultado de las oportunidades que vamos encontrando, no es una decisión ex ante, aunque esto no quita que nos preocupemos por mantener una cartera balanceada geográficamente. Por otro lado, y como también hemos comentado en el pasado, el desglose geográfico de la cartera se hace en base al lugar donde las compañías tienen su sede, no donde generan los beneficios, ya que esta es una información difícil de conseguir en muchas compañías.

Las small caps y las mid caps ganan algo de peso frente a las big caps, pero esto es más el resultado de los propios movimientos de la cartera que una decisión deliberada. Nuestro objetivo es mantener un equilibro entre empresas grandes, medianas y pequeñas. Las grandes aportan estabilidad, y las pequeñas aportan mayor potencial de rentabilidad.

Aumentamos ligeramente el peso de las compañías cíclicas (27% frente a 25% hace tres meses), aprovechando una relajación de las expectativas negativas en compañías como Carmax (-60% de drawdown), Ryman Healthcare (-70%), KKR (-50%).

> En quality tenemos los negocios con las mejores ventajas competitivas y en los que nuestra convicción es máxima; hablamos de compañías como Games Workshop, Constellation Software, Intertek o Assa Abloy

TAMAÑO	PESO s/RV (%)
Big caps	35,3
Mid caps	23,3
Samll caps	41,4

ESTABILIDAD	PESO s/RV (%)
Estable	73,0
Cíclico	27,0
Contracíclica	0,0

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management. Datos al 31/12/2022 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico. La clasificación por grado de estabilidad se ha hecho siguiendo criterios internos.

Como ya sabes, sentimos predilección por las compañías que son líderes en su nicho, con fuertes barreras de entrada al sector y predictibilidad en el largo plazo. En algunas posiciones nuestra rentabilidad vendrá más por el crecimiento de los beneficios *(growth)* y en otras vendrá más por una expansión de múltiplos *(value),* pero en todos los casos se trata de negocios sólidos con fuertes ventajas competitivas. De ellos, a los que generan mayor margen y rentabilidad sobre el capital les concedemos el distintivo de *quality.*

En la siguiente tabla se muestran las métricas de la cartera en función del estilo de inversión. Como cabe esperar, las compañías growth son las que más crecen y las que cotizan a múltiplos más altos (Nagarro, Green Landscaping, Judges Scientific), mientras que las value son las más baratas y la oportunidad en ellas surge de la infravaloración más que del crecimiento (Jungfraubahn, Amorim, Verallia). En quality tenemos los negocios con las mejores ventajas competitivas y en los que nuestra convicción es máxima; hablamos de compañías como Games Workshop, Constellation Software, Intertek o Assa Abloy.

	PESO s/RV (%) 30/12/2022	PESO s/RV (%) 30/09/2022	VARIACIÓN (%)	ROCE 3 AÑOS (%)	TASA REINVERSIÓN 3 AÑOS (%)	CRECIMIENTO ANUAL 3 AÑOS	EV/EBITDA	EV/FCFF
Quality	38,1	41,2	-3,1	23	43	17	12,5 X	25,0 X
Value	37,2	33,3	5,9	8	71	7	7,7 X	10,4X
Growth	24,7	27,5	-2,8	22	158	30	13,3 X	31,5 X
Total	**100**	**100**		**17**	**82**	**17**	**10,9 X**	**21,2 X**

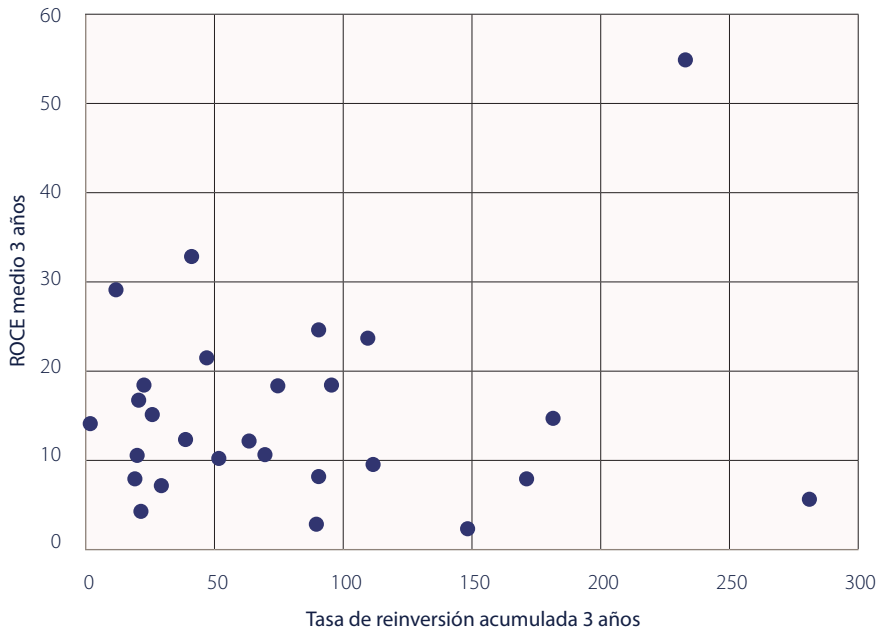
Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de las compañías que figuran en sus web. Datos a 31/12/2022.

> Constellation Software, reinvierte el 90% de su flujo de caja libre a un ROCE del 25%. Endor reinvierte más del doble de su flujo de caja libre a un ROCE superior al 50%

Una característica de los buenos negocios es su capacidad de reinvertir los beneficios a elevadas tasas de rentabilidad. En Icaria Capital Dinámico tenemos unas cuantas, lo puedes ver en el gráfico inferior. Es el caso de Constellation Software, reinvirtiendo el 90% de su flujo de caja libre a un ROCE del 25% o Endor, que reinvierte más del doble de su flujo de caja libre a un ROCE superior al 50%.

Por último, respecto a nuestro posicionamiento por sectores, incrementamos el peso de Servicios Industriales (23,5% frente a 16,6% anterior), pero esta es una categoría muy amplia con negocios muy distintos entre sí. Se incluyen aquí nombres tan variopintos como TFF, Assa Abloy, The Italian Sea Group, Verallia o Judges Scientific.

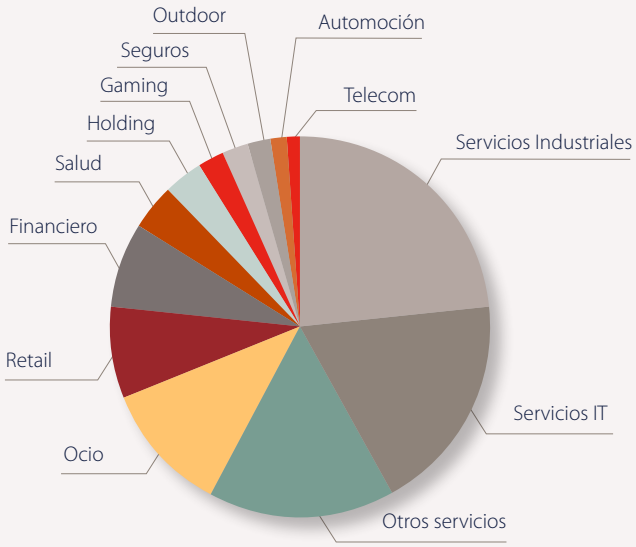
ROCE y tasa de reinversión de las compañías en cartera (%)



Cada punto representa una compañía. La reinversión se calcula como capex de crecimiento (estimado por nosotros) dividido entre el flujo de caja libre. No se muestran algunas compañías, por tener valores extremos.

Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de las compañías que figuran en sus web. Datos a 31/12/2022.

Distribución sectorial de la cartera – Peso sobre renta variable (%)



	31/12/2022 (%)	30/09/2022 (%)	VARIACIÓN (%)
Servicios industriales	23.5	16.6	6.9
Servicios IT	18.4	19.3	-0.9
Otros servicios	15.9	18.6	-2.8
Ocio	11.2	13.3	-2.1
Retail	7.6	4.1	3.6
Financiero	7.2	9.3	-2.1
Salud	3.9	3.6	0.3
Holding	3.5	5.2	-1.7
Gaming	2.1	1.4	0.8
Seguros	2.1	4.1	-2.0
Outdoor	2.0	2.1	-0.1
Automoción	1.4	0.4	1.0
Telecom	1.0	0.6	0.4
Oil & Gas	0.0	1.5	-1.5

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management.
Datos al 31/12/2022 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico siguiendo criterios internos de clasificación por sectores.

EJEMPLOS DE COMPAÑÍAS EN CARTERA

A continuación, ofrecemos dos tesis resumidas de compañías que han entrado en cartera en el último trimestre de 2022. Por un lado tenemos a Corticeira Amorim, líder mundial en la producción de tapones de corcho para vinos; por el otro, tenemos a The Italian Sea Group, que fabrica yates privados por encargo. Confío en que los párrafos que siguen contribuyan a transmitir el trabajo que hacemos en Icaria.

Corticeira Amorim

> “En el segmento de tapones de corchos para bebidas, Amorim tiene una cuota del 41%”

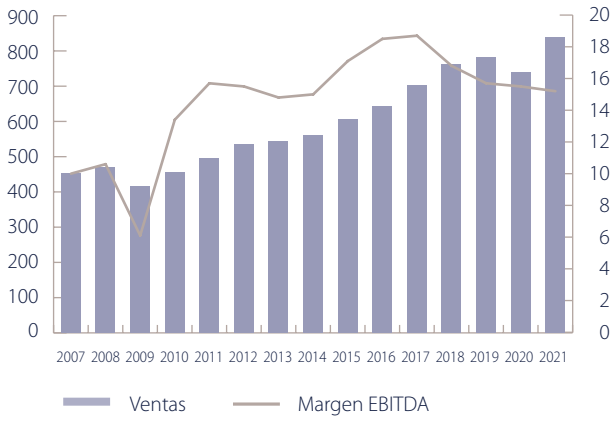
Amorim es el líder mundial en producción de tapones de corcho, un material que está destinado a ganar por la tendencia hacia lo “premium” y por motivos ESG, con un potencial de crecimiento orgánico interesante. Principalmente, se beneficia del crecimiento de las bebidas premium de vino, bourbon y gyn.

Las bebidas espirituosas más artesanales cada vez utilizan más el corcho, y en este segmento hay un espacio enorme para crecer, dado que en el segmento del vino el corcho perdió una parte considerable del mercado del vino entre 2000 y 2008 frente a los materiales alternativos libres de TCA (“enfermedad del corcho”). Desde entonces, los productores de tapones, con Amorim a la cabeza, han hecho fuertes inversiones en I+D y han erradicado las deficiencias de calidad del corcho, que ahora está superando a los tapones sintéticos y de aluminio.

En el segmento de tapones de corchos para bebidas, Amorim tiene una cuota del 41%, el segundo, Oeneo un 18% y el tercero un 2%. Se trata de un oligopolio de libro, en el que las grandes marcas son una garantía de calidad para las bodegas más exigentes.

La demanda del producto es muy estable y tiene vientos de cola. Como inconveniente, tenemos la volatilidad del precio del corcho, que es la materia prima fundamental. Sin embargo, en momentos donde el precio del corcho sube y los márgenes sufren, Corticeira es sin duda la mejor posicionada para aguantar, por lo que este tipo de momentos complicados pueden ayudar a que la compañía gane una mayor cuota de mercado “gratis” si los competidores más pequeños cierran, o puede aprovechar para adquirirlos a buenos precios.

Corticeira Amorim – Ventas (millones €) vs Margen EBITDA (%)



Deuda neta / EBITDA

Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de Corticeira Amorim. Datos a 31/12/2022.

Por otro lado, las subidas de precio fruto del incremento en costes se repercuten al cliente de manera muy gradual, pero una vez se normalizan los costes estas subidas no se revierten.

Las ventas han demostrado un comportamiento estable frente a las crisis, y el margen EBITDA supera el 15% desde hace más de una década. Además, reduce su deuda de manera sostenida, con lo que el balance es cada vez más sólido.

En definitiva, hablamos de un modelo de negocio sólido, de muy larga trayectoria y con vientos de cola, y nos posicionamos en el líder indiscutible del sector.

The Italian Sea Group

The Italian Sea Group (TISG) produce yates privados por encargo, siendo sus clientes personas de muy alto poder adquisitivo. Es propietaria de las marcas Admiral y Tecnomar, y tiene asociaciones con marcas de lujo como Lamborghini y Giorgio Armani. Además, TIGS presta servicios de mantenimiento y renovación de barcos (refit).

Una primera ventaja del modelo de TISG es que su base de clientes es relativamente resistente a los ciclos, a lo cual hay que añadir que el número de ricos está creciendo a un ritmo mayor que la población en general.

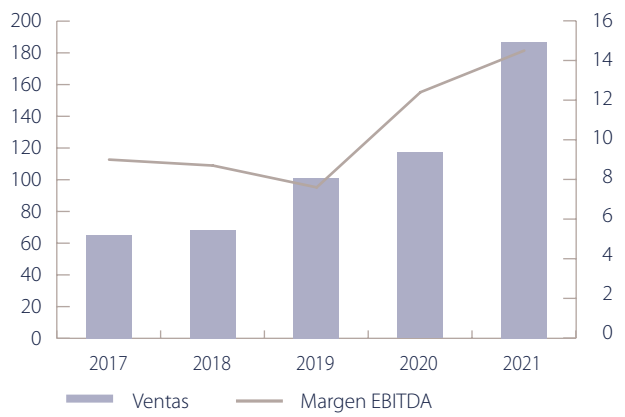
Otra fortaleza de TISG es que **es de los pocos astilleros capaces de construir yates privados de gran tamaño.** Es un nicho poco competido y en general hay escasez de oferta, lo que hace que, si un pedido se cae, se pueda encontrar otro cliente muy pronto. En cualquier caso, dados los grandes adelantos de dinero que tiene que hacer el cliente, los incentivos para cancelar un contrato son muy limitados.

Por otro lado, el negocio de mantenimiento y renovación de barcos (refit) nos parece una sabia estrategia, ya que TISG trabaja con barcos tanto suyos como de competidores, lo cual le permite conocer los puntos fuertes de la competencia y mejorar sus propios procesos y productos.

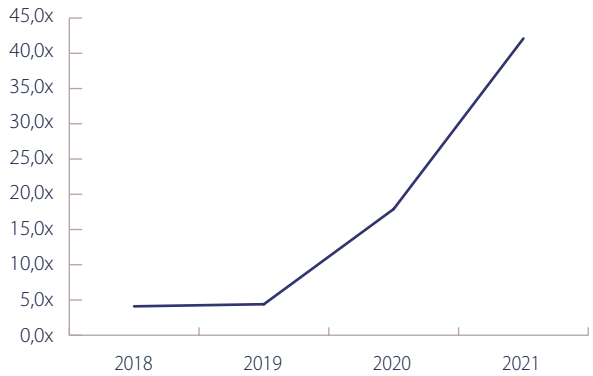
Respecto a las ventajas competitivas, la reputación y el alto capex necesario para construir un astillero, además de la falta de disponibilidad de sitios para construirlo, son claras barreras de entrada en el sector. En este sentido, TISG cuenta con capacidad y con marcas de prestigio (Admiral, Tecnomar).

> “The Italian Sea Group (TISG) produce yates privados por encargo, siendo sus clientes personas de muy alto poder adquisitivo”

The Italian Sea Group – Ventas (millones €) vs Margen EBITDA (%)



ROCE



Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de The Italian Sea Group. Datos a 31/12/2022.

La empresa es una historia de éxito en cuanto a crecimiento y márgenes, habiendo alcanzado la escala necesaria para generar una alta rentabilidad sobre el capital. Pensamos que el pequeño tamaño de la compañía y la consecuente iliquidez de la acción la han mantenido fuera del radar de la comunidad inversora, cotizando a múltiplos que no nos parecen propios de una compañía de esta calidad. Confiamos en que el crecimiento de la compañía actúe de catalizador para una expansión de múltiplos.

NOS DESPEDIMOS

Esperamos que esta carta cumpla su propósito, que nos conozcas algo más y entiendas la filosofía y propósito de este fondo en el que depositamos gran parte de nuestro patrimonio y el de nuestra familia.

Gracias por tu continua confianza, sin ti no sería posible este proyecto. Nuestros mejores deseos.

El fondo Icaria Capital Dinámico FI (ISIN ES0147474003) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 5294 y con fecha de inscripción: 14/09/2018 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 7/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la pagina web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen restabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237