ICARIA DINÁMICO

ANDBANK wealth management

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

Carta trimestral marzo 2023

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. En Icaria Capital Dinámico estamos de enhorabuena, nos han otorgado las **cinco estrellas Morningstar.** Más allá de una ilusión inicial, no damos demasiada importancia a este tipo de premios, dado que valoran en muchos casos el corto plazo. Seguiremos centrados en ofrecer una rentabilidad atractiva siendo cuidadosos y responsables con el riesgo asumido.

> *Icaria Capital Dinámico es un fondo que invierte de forma mayoritaria en empresas*

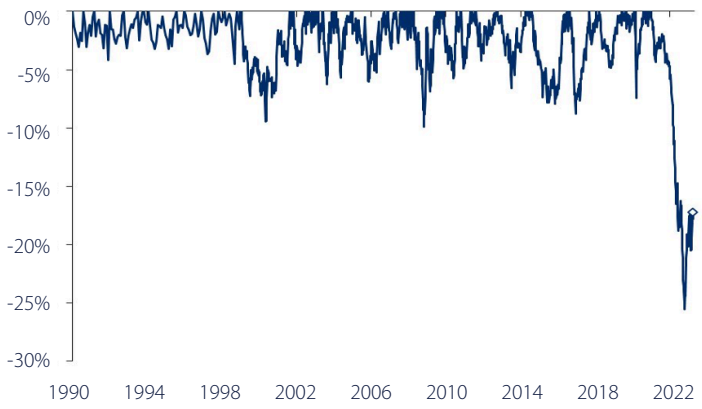
**Icaria Capital Dinámico un fondo que invierte de forma mayoritaria en empresas,** hasta aquí todo es convencional, pero se trata de un fondo muy diferente a los que podemos encontrar en el conjunto de fondos que se comercializan en España. **Icaria Capital Dinámico es un fondo que va a contracorriente,** un fondo incómodo de gestionar y un fondo que necesita muchos recursos para gestionarse. 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.**

## 2023, SEGUIMOS SIENDO CAUTOS

2022 terminó siendo un año complicado en renta variable y en la inversión en general. Un año marcado por una subida de tipos muy vertical, pocas veces vista en la historia. Esta sucesión de los hechos nos ha llevado al peor *drawdown* en renta fija en los últimos 40 años, lo cual ha afectado de forma severa al perfil más conservador.

> *2022 fue un año marcado por una subida de tipos muy vertical, pocas veces vista en la historia*

**Bloomber Global Aggregate Index, % de cambio desde el máximo histórico anterior**




Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 07/04/2023.

*En Icaria Capital Dinámico tenemos un enfoque conservador, mediante la gestión de riesgos por medio de las opciones*

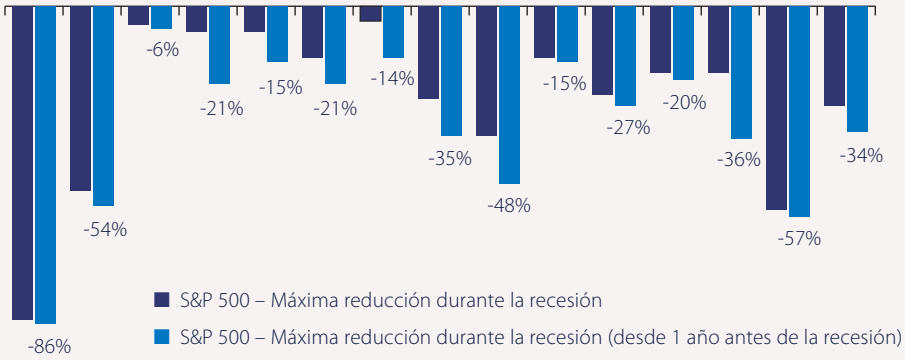
*En muchas ocasiones, las pérdidas latentes a soportar durante una recesión alcanzan el 50%, lo cual conlleva que, para recuperar, necesites una subida del 100%*

En Icaria Capital Dinámico tenemos un enfoque conservador, pero no bajo la forma clásica, es decir, usando renta fija gubernamental, sino mediante la gestión de riesgos por medio de las opciones. Esto nos permite no depender de factores exógenos como los tipos de interés y otras derivadas. El motivo de ello es que, al contrario que en otros discursos, nosotros sí creemos que debe incluirse la visión macroeconómica del equipo en la gestión del fondo. Y nuestra visión actual (que puedes ver en cartas previas) nos invita a ser cautos y tener una posición defensiva.

Esto no significa estar corto del mercado, ni siquiera implica estar fuera del mercado. La renta variable tiene una tendencia estructural alcista y el *market timing* es algo prácticamente imposible de aplicar. Es por ello que nuestra exposición es de aproximadamente el 50% al mercado de renta variable (puedes verlo en detalle en esta carta trimestral).

Por último nos queda pendiente responder a la siguiente pregunta: ¿si invertir en renta variable tiene una tendencia estructural al alza, por qué no estar siempre 100% invertido? La siguiente imagen puede responder a esta pregunta en el caso de muchos perfiles con sesgo conservador.

**S&P 500 - Reducción máxima durante la recesión y desde 1 año antes de la recesión**




Fuente: BofA Global Research. global Equity Derivates Strategy team. Datos de 1927 a Marzo 2023..

En muchas ocasiones, las pérdidas latentes a soportar durante una recesión alcanzan el 50%, lo cual conlleva que, para recuperar, necesites una subida del 100%. No todos los inversores están dispuestos a atravesar estos momentos y en muchos casos, fruto de una mala percepción sobre el riesgo que estamos dispuestos a afrontar, el inversor se ve envuelto en pérdidas del 50% sin estar capacitado para soportarlo, concluyendo con malas decisiones y ventas en el peor momento posible.

Para los inversores con un perfil de riesgo elevado, existen numerosos fondos de renta variable de alta calidad que encajarán en sus objetivos y perfil. Icaria Capital Dinámico encaja en otro perfil, en el de un inversor con un sesgo más conservador, cuyo camino pretenda que sea más estable.

## 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.

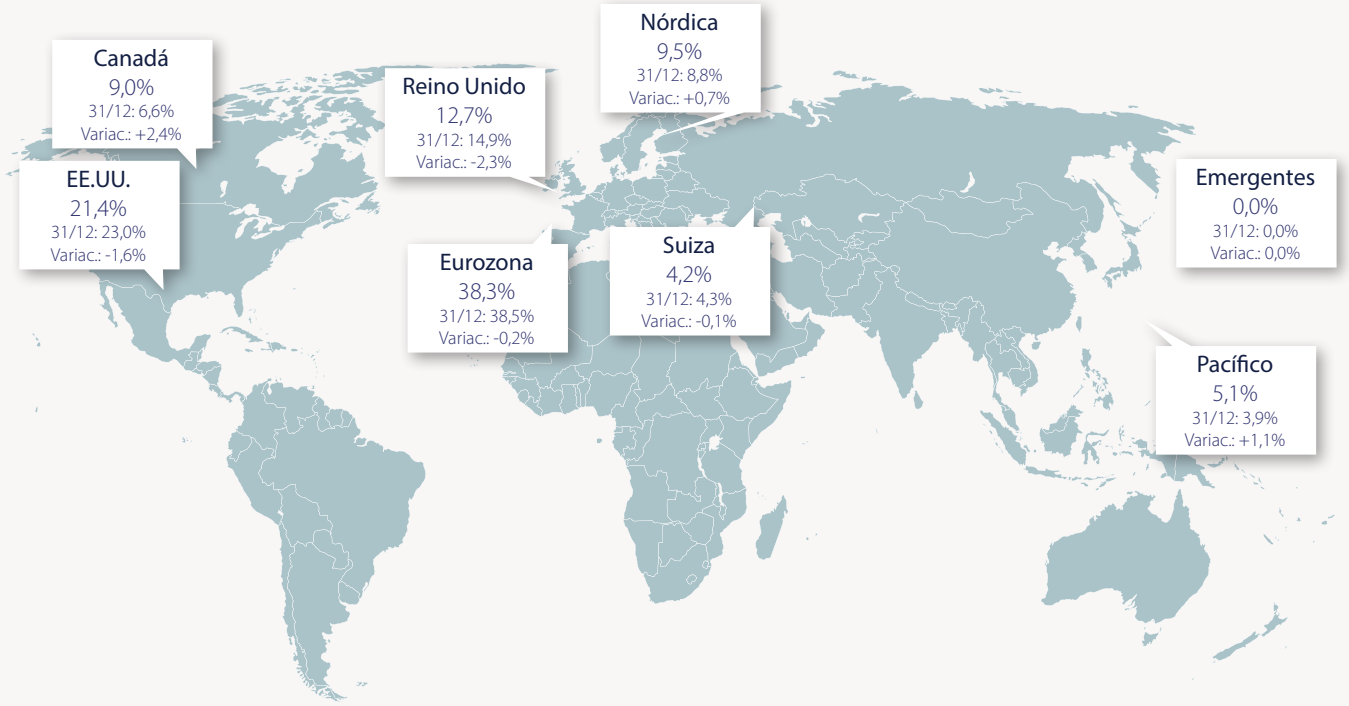
> *Icaria Capital Dinámico busca capturar alpha positiva por invertir en compañías de calidad infravaloradas con respecto al mercado, sin tener que asumir toda la beta que normalmente habría que asumir en una inversión sin cobertura*

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. 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

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. En el primer trimestre aumentamos la exposición a Canadá por la compra de **Westaim** y **Fairfax India,** mientras que baja el peso de Reino Unido debido a las ventas parciales en Judges y S&U. 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 ésta es una información difícil de conseguir en muchas compañías.




Elaboración propia. Fuente: Eikon Reuters. Domicilio fiscal de cada una de las compañías ponderada por su peso en la cartera de icaria. Datos a 31/03/2023.

Respecto al tamaño de las compañías, reducimos el peso de las *big caps* con la venta de compañías como Alphabet, Amazon o Inditex, por lo que ahora el fondo tiene un mayor sesgo hacia compañías pequeñas y medianas. Aun así, nuesto objetivo es mantener un equilibrio entre los diferentes tamaños de las compañías. Las grandes aportan estabilidad a la cartera, y las pequeñas aportan mayor potencial de rentabilidad.

*"Nuestro objetivo es mantener un equilibrio entre los diferentes tamaños de las compañías"*

Aumentamos el peso en cíclicas, aunque seguimos dando primacía a la estabilidad. Aunque nuestro posicionamiento es de cautela en lo que concierne a nuestra exposición al mercado, a la hora de seleccionar compañías encontramos algunas cíclicas cuyo precio nos da suficiente margen de seguridad. Un ejemplo es Carmax, cuyo preció cedió en exceso tras publicar los resultados del pasado ejercicio.

| TAMAÑO | PESO s/RV (%) |
|---|---|
| Big caps | 29,0 |
| Mid caps | 33,7 |
| Samll caps | 37,2 |

| ESTABILIDAD | PESO s/RV (%) |
|---|---|
| Estable | 66,9 |
| Cíclico | 33,1 |
| Contracíclica | 0,0 |

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management. Datos al 31/03/2023 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*.

*"Las compañias growth son las que más crecen y las que cotizan a múltiplos más altos, miestras que las value son las más baratas y la oportunidad en ellas surge de la infravaloración más que del crecimiento"*

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, Endor, Epsilon), mientras que las value son las más baratas y la oportunidad en ellas surge de la infravaloración más que del crecimiento (Bunzl, S&U, Elis). 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 TFF.

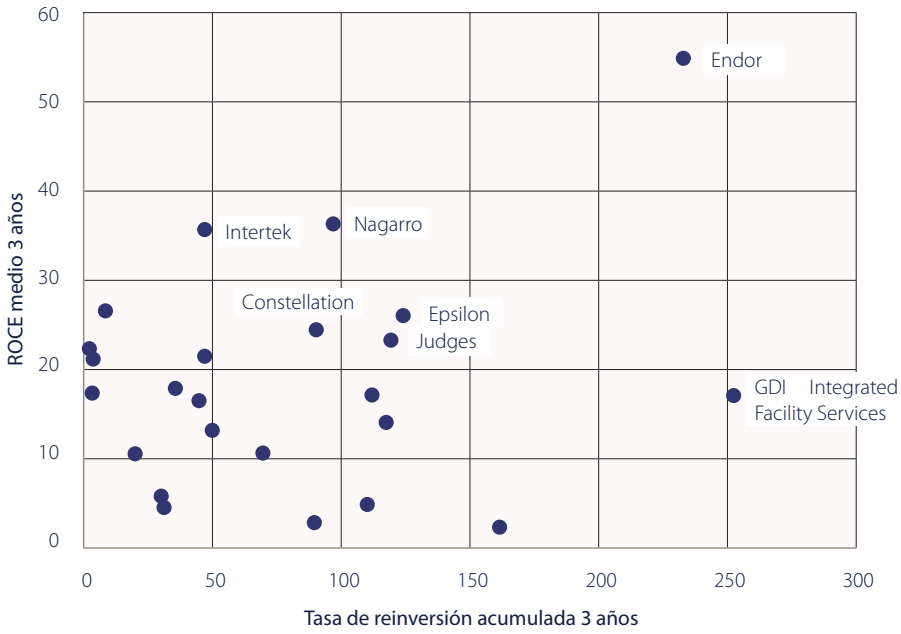
Una característica de los buenos negocios es su capacidad de reinvertir los beneficios a elevadas tasas de rentabilidad. En Icaria Capital Dinámico tenemos unas cuantas, lo puedes ver en el gráfico inferior. Es el caso de Constellation Software, reinvirtiendo el 90% de su flujo de caja libre a un ROCE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

| | PESO s/RV (%) 31/03/2023 | PESO s/RV (%) 31/12/2022 | VARIACIÓN (%) | ROCE 3 AÑOS (%) | TASA REINVERSIÓN 3 AÑOS (%) | CRECIMIENTO ANUAL 3 AÑOS | EV/EBITDA | EV/FCFF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Quality | 34,7 | 38,1 | -3,4 | 23 | 54 | 16 | 12,1 X | 20,4 X |
| Value | 50,2 | 37,2 | 13,0 | 9 | 141 | 10 | 7,6 X | 14,0X |
| Growth | 15,1 | 24,7 | -9,6 | 24 | 189 | 44 | 13,1 X | 28,0 X |
| **Total** | **100** | **100** | | **16** | **118** | **17** | **10,0 X** | **18,3 X** |

Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de las compañías que figuran en sus web. Datos a 31/03/2023.

> El descenso en Servicios IT se debe sobre todo a la venta de Google, cuyo negocio vemos vulnerable ante los recientes desarrollos en inteligencia artificial

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

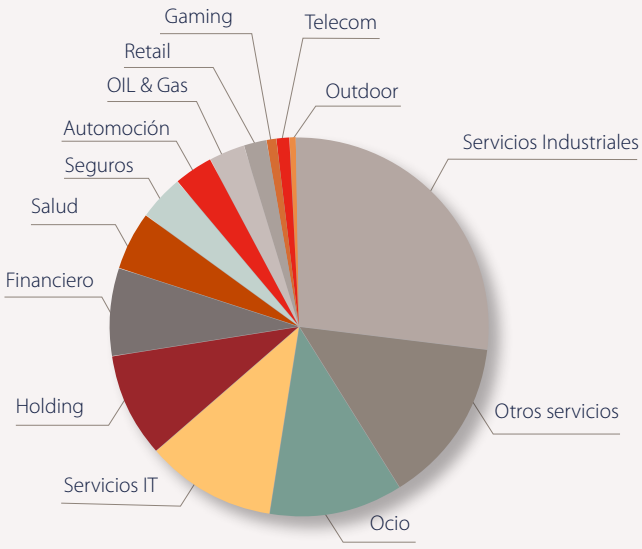



Cada punto representa una compañía. La reinversión se calcula como capex de crecimiento (estimado por nosotros) dividido entre el flujo de caja libre. No se muestran algunas compañías, por tener valores extremos.

Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de las compañías que figuran en sus web. Datos a 31/03/2023.

Por último, respecto a nuestro posicionamiento por sectores, de nuevo incrementamos el peso de Servicios Industriales (27,5% frente a 23,5% anterior), pero ésta es una categoría muy amplia con negocios muy distintos entre sí, por lo que la cartera se mantiense siempre diversificada. Se incluyen aquí nombres tan variopintos como TFF, Assa Abloy, The Italian Sea Group, Verallia, Elis o Judges Scientific. El descenso en Servicios IT se debe sobre todo a la venta de Google, cuyo negocio vemos vulnerable ante los recientes desarrollos en inteligencia artificial.

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




| | 31/03/2023 (%) | 31/12/2022 (%) | VARIACIÓN (%) |
|---|---|---|---|
| Servicios industriales | 27,1 | 23,5 | 3,6 |
| Servicios IT | 11,0 | 18,4 | -7,4 |
| Otros servicios | 14,1 | 15,9 | -1,8 |
| Ocio | 11,5 | 11,2 | 0,3 |
| Retail | 2,0 | 7,6 | -5,6 |
| Financiero | 7,4 | 7,2 | 0,2 |
| Salud | 5,1 | 3,9 | 1,1 |
| Holding | 9,1 | 3,5 | 5,5 |
| Gaming | 1,0 | 2,1 | -1,2 |
| Seguros | 3,9 | 2,1 | 1,9 |
| Outdoor | 0,8 | 2,0 | -1,2 |
| Automoción | 3,3 | 1,4 | 1,9 |
| Telecom | 0,9 | 1,0 | -0,1 |
| Oil & Gas | 2,9 | 0,0 | 2,9 |

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management.
Datos al 31/03/2023 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico siguiendo criterios internos de clasificación por sectores.

## EJEMPLOS DE COMPAÑÍAS EN CARTERA

A continuación actualizamos nuestra visión en algunas posiciones del fondo.

### Jungfraubahn

**Jungfraubahn es una compañía que conocemos en detalle, invertidos ya desde hace varios años y con una elevada convicción en la misma.** Los resultados de 2022 han estado muy por encima de nuestras expectativas, con un número de visitantes un 40% por debajo de 2019, las ventas prácticamente han recuperado los niveles del citado año, algo realmente impresionante. Diciembre, ha sido un mes con niveles de visita similares a diciembre de 2019, lo cual nos invita a ser muy optimistas de cara a la evolución de 2023. Es por ello que hemos aprovechado para incrementar posiciones, convirtiéndola en una de nuestras principales posiciones.

### Treatt

**Recientemente descubrimos esta small cap en uno de los sectores que más nos gusta por sus ventajas competitivas: sabores y fragancias (para alimentación y bebidas).** Una compañía con un mal comportamiento en bolsa debido, en nuestra opinión, a problemas temporales y no estructurales. El mercado, en muchas ocasiones, se pasa de frenada ante pequeños baches en el camino, y en el caso de Treatt, por su calidad y relaciones con los clientes, confiamos en que ha sucedido esto. Tras la decisión de incluirla en cartera, solo hemos podido incorporar el 50% de la posición deseada, dado que tras nuestra primera compra ha publicado un trading statement que parece indicar lo que comentábamos: los problemas son temporales y no estructurales. Estaremos atentos a la evolución y a una posible entrada a un mejor precio que el actual, para completar el peso que nos gustaría tener en ella.

### Nintendo

Nintendo es una antigua conocida del fondo, ha estado presente en cartera por más de un año, con una interesante revalorización durante ese tiempo. En su día, su presencia atendía a un criterio de valoración; en nuestra opinión se encontraba muy infravalorada y, tras reducirse el margen de seguridad debido a la revalorización de la acción, decidimos concentrar en alternativas más atractivas desde el punto de vista rentabilidad-riesgo.

Hemos vuelto, pero en este caso se trata más bien de una situación especial. **Previo a la salida de la nueva película, Super Mario Bros, éramos muy optimistas con el potencial resultado en taquilla de la misma tras ver varias reviews y críticas de youtubers (previas a sus estreno oficial).** La recepción de la película no ha podido ser mejor, siendo uno de los mayores éxitos de los últimos años, lo cual tendrá unas consecuencias, en nuestra opinión, más relevantes de lo que interpreta el mercado. Un éxito de tal calibre hace relucir la potencia audiovisual de las IPs de Nintendo, y no descartamos ver contenido sobre Zelda y muchas otras IPs en el futuro próximo. Además, igual que en el modelo de Games Workshop, supone marketing para la propia compañía, generando un mayor hype.

Por último, **la inminente salida del nuevo Zelda,** con una base de usuarios superior a 100 millones, creemos que será un bombazo. Por lo tanto con los catalizadores mencionados, somos positivos con el comportamiento de la acción para el corto-medio plazo.

### Green Landscaping

Una de las compañías de las que más hemos hablado, **resiliencia, crecimiento y calidad a precios más que razonables.** Ha tenido una evolución en 2023 acorde a su desarrollo empresarial, es decir, muy satisfactorio. Con casi un 40% de rentabilidad en 2023 (a 17 de abril), sigue manteniéndose entre las principales posiciones.

### Italian Sea Group

En la anterior carta trimestral, explicábamos una mini tesis de esta excelente compañía, la cual representa con **fidelidad el estilo de inversión en calidad de Icaria.** La tesis sigue su evolución por encima de lo que esperábamos. Sin duda, nos encontramos con una compañía con un futuro prometedor.

### TFF

Los **resultados de TFF han estado por encima de las expectativas del mercado,** recuperando los niveles del segmento de vino con fuerza y demostrando un know-how y management de primer nivel. Sin duda, una de las compañías de más calidad que tenemos en cartera, sigue manteniéndose entre las compañías de mayor peso del fondo.

### Sebino

**Sabor agridulce en Sebino.** Positivo, porque la TIR generada ha sido superior al 20%. Negativo porque ha sido consecuencia de una OPA a un precio que, en nuestra opinión, no refleja el valor de la compañía.

## 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