ICARIA DINÁMICO

ANDBANK wealth management

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

Carta trimestral julio 2023

> *Icaria Capital Dinámico es un fondo que va a contracorriente*

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. Por supuesto, estaremos encantados de discutir nuestra filosofía, o cualquier duda que pueda surgir; envíanos un correo electrónico a carlos.santiso@andbank.es.

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 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.**

> *El DAX 40 baja un 2,57% por el temor a más subidas de los tipos de interés en EEUU*
>
> La Vanguardia, 6 de julio de 2023

EL MERCADO NO CREE A LOS BANCOS CENTRALES

Estamos en un mercado extraño, en un mercado que como diría el expresidente Mariano Rajoy, "cuanto peor, mejor". Noticias de este tipo, son habituales, donde buenos datos económicos llevan a caídas del mercado y malos datos económicos, llevan a subidas. Es un nuevo mercado, donde el peso alcanzado por los bancos centrales es tal, que el foco está centrado constantemente en ellos.

> *La actividad del sector de servicios estadounidense subió en junio más de lo previsto y por sexto mes consecutivo se expandió. El sector privado creó en EEUU en junio más empleos de lo previsto impulsado por el sector servicios, por lo que el mercado laboral estadounidense es robusto, pese a las subidas de los tipos de interés, según datos de ADP*
>
> La Vanguardia

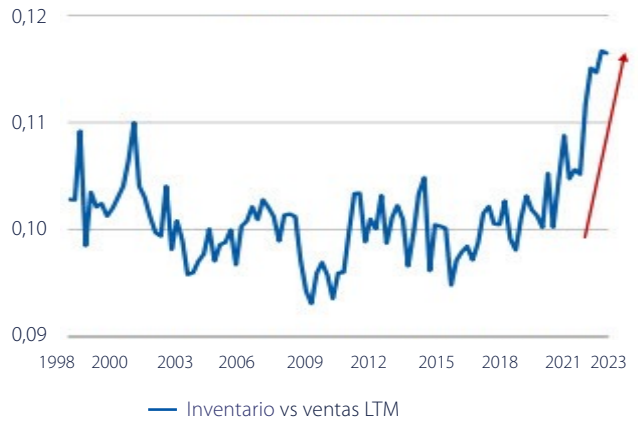
En estos momentos la bolsa confía en el soft-landing, prueba de ello es que los principales índices (Europa y EEUU) se encuentran en zonas de máximos históricos, todo ello en un contexto donde:

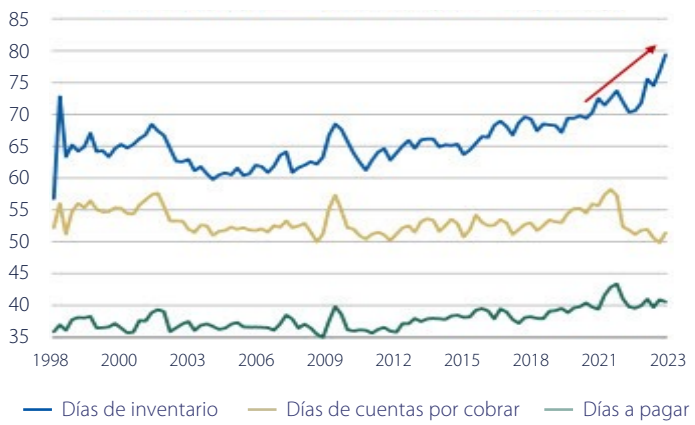
- Tipos de interés están en máximos de más de 15 años.
- Guerra en Ucrania.
- Ralentizamiento en China.
- Ralentizamiento en el crecimiento en economías desarrolladas.
- Curvas de tipos de interés invertidas.
- Crédito contrayéndose.
- Agregados monetarios contrayéndose.
- Inventarios ascendiendo.

Como he comentado, a pesar de esta situación, los índices cotizan en zonas de máximos, a unos múltiplos superiores que en los momentos pre-covid (donde la economía era más fuerte) y con unos tipos de interés en zonas de máximos (lo cual debería penalizar al coste de capital).

Esta lectura nos lleva a buscar oportunidades en segmentos donde la inversión pasiva (principales índices) no llega y donde se ha producido una fuerte polarización de las valoraciones (valoraciones exigentes en índices frente a small caps).

Niveles elevados de inventario

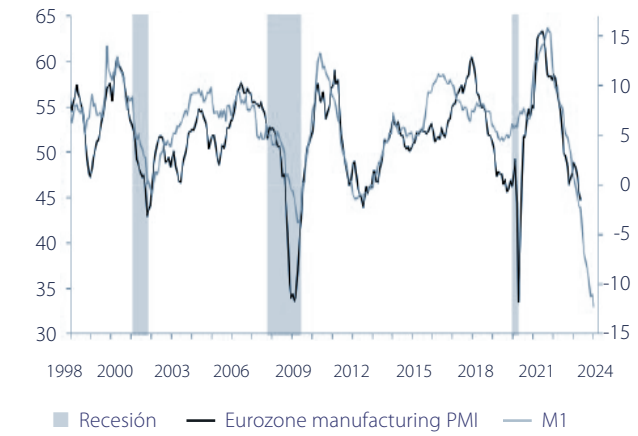




Fuente: Morgan Stanley Research y FactSet. Nota: S&P 1500 universe. Datos al 30/06/2023.

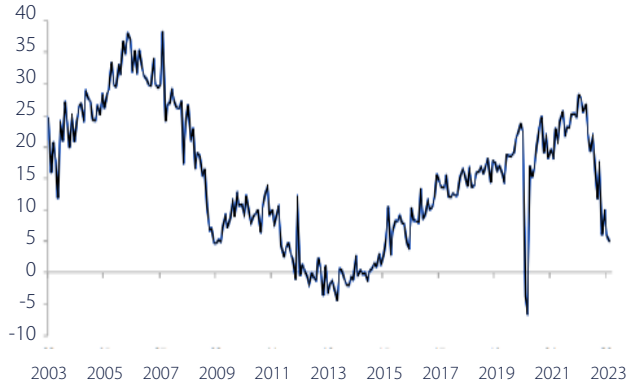
Eurozone M1 growth (deflated by HICP) vs manufacturing PMI

(% y/y (brougth forward by 9m)



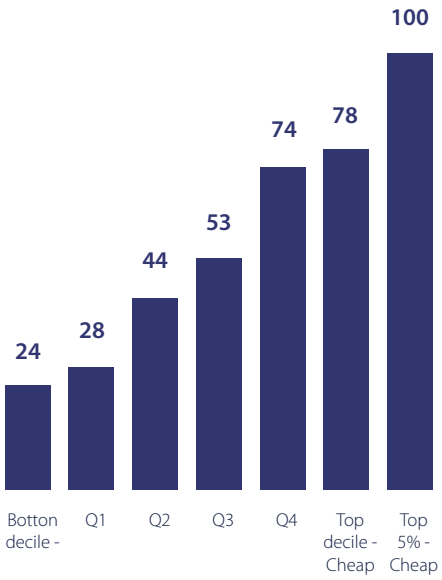
Préstamos bancarios a los hogares de la zona Euro

(€ miles de millones, mensual de la inversión neta. adj para titulizaciones/ventas de préstamos)



Fuente: Refinitiv. Datos al 30/06/2023.

Small caps outperformed after cheap relative valuations (%)



Fuente: Kepler Cheuvreux. Datos a 30/06/2023.

> *La valoración de las small caps frente a las grandes se encuentra en el rango bajo, ofreciendo una oportunidad de recoger buenos rendimientos a largo plazo*

> *El fondo busca generar valor invirtiendo en compañías de calidad que cotizan baratas o a precios razonables*

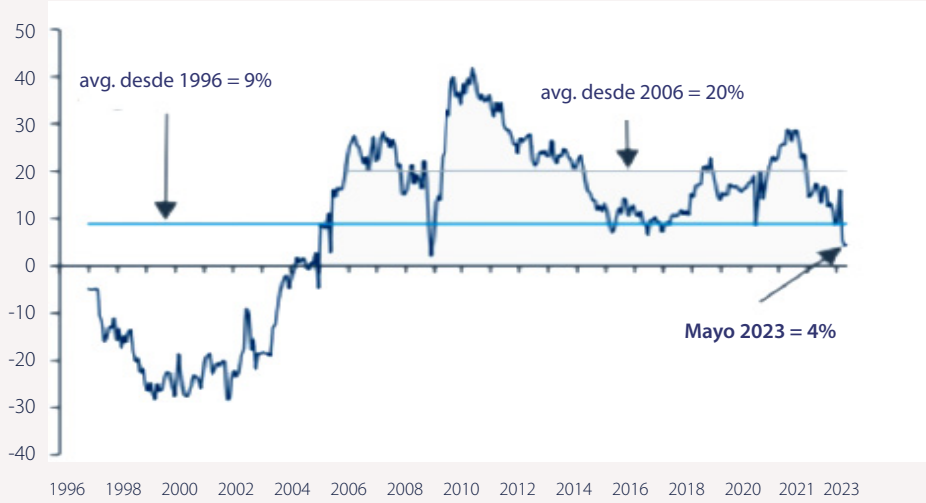
LA OPORTUNIDAD

Los mercados cotizados son enormes, podemos invertir en diferentes áreas geográficas, en diferentes sectores, en compañías de diferente tamaño, y esa, en mi opinión, es la gran suerte del inversor activo, el saber moverse entre esos diferentes universos.

En la actualidad, si analizamos las valoraciones, vemos una oportunidad histórica en las valoraciones en relativo de small caps frente a big caps o índices. Además, a lo largo de la historia, las small caps han sido más rentables que las grandes compañías, esto no es algo "gratis" y es que es necesario soportar una mayor volatilidad por el camino.

Cuando las pequeñas compañías están baratas en relativo frente a las grandes, las probabilidades juegan a nuestro favor, como podemos ver en el gráfico anterior. En Europa la situación es la misma, y es que la valoración de las small caps frente a las grandes se encuentra en el rango bajo, ofreciendo una oportunidad de recoger buenos rendimientos a largo plazo.

MSCI Europe SMID vs Large caps: relative 12m fwd P/E



Fuente: Kepler Cheuvreux. Datos a 30/06/2023.

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.

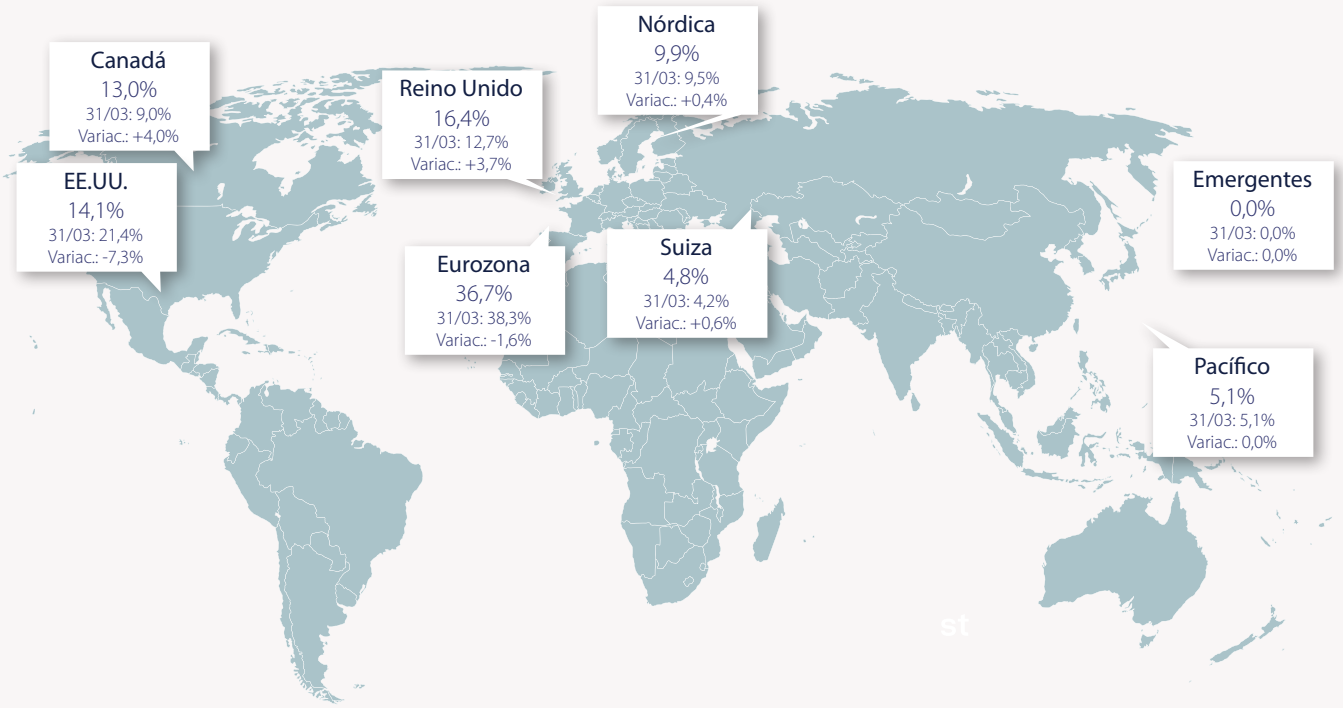
El objetivo de la cobertura es minorar la **beta** de la cartera, sobre todo en caídas fuertes. Por beta entendemos la exposición al mercado en general. En cambio, el **alpha** es la rentabilidad que obtenemos por encima del mercado por el hecho de invertir en buenas compañías cuyo precio no recoge apropiadamente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

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

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

Mirando por geografías, en el segundo trimestre destaca el menor peso de EEUU y en menor medida la Eurozona, en favor de Canadá y Reino Unido. Se explica principalmente por las ventas de APi Group y Golar (EEUU), el incremento de posición en las canadienses GDI y Westaim (gracias al generoso trabajo de Dani Tello y Gabriel Castro), y la compra de Treatt en Reino Unido. 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 Capital Dinámico. Datos a 30/06/2023.

Las grandes compañías aportan estabilidad a la cartera, y las pequeñas aportan mayor potencial de rentabilidad

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

Respecto al tamaño de las compañías, destaca el mayor sesgo hacia small caps. Este es el perfil de compañía con el que más a gusto nos sentimos debido a que suelen ser modelos de negocio sencillos y cotizando a buen precio, ya que son compañías relativamente poco seguidas por los analistas. Aún así, nuestro objetivo es siempre 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.

TAMAÑO	PESO s/RV (%)		Variación (%)
	30/06/2023	31/03/2023	
Big caps	28,4	29,0	-0,6
Mid caps	29,1	33,7	-4,7
Samll caps	42,5	37,2	5,3

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management. Datos al 30/06/2023 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico.

Nuestro posicionamiento es de cautela en lo que concierne a nuestra exposición al mercado

Reducimos el peso en cíclicas, aunque seguimos dando primacía a la estabilidad. En cualquier caso, aunque nuestro posicionamiento es de cautela en lo que concierne a nuestra exposición al mercado, a la hora de seleccionar compañías no queremos desperdiciar la oportunidad de comprar una compañía cíclica cuando su precio ha caído en exceso.

TAMAÑO	PESO s/RV (%)		Variación (%)
	31/03/2023	31/12/2022	
Estable	66,9	73,0	-6,1
Cíclico	33,1	27,0	6,1
Contracíclico	0,0	0,0	0,0

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management. Datos al 30/06/2023 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico. La clasificación por grado de estabilidad se ha hecho siguiendo criterios internos.

Las compañías growth son las que más crecen y las que cotizan a múltiplos más altos

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, 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.

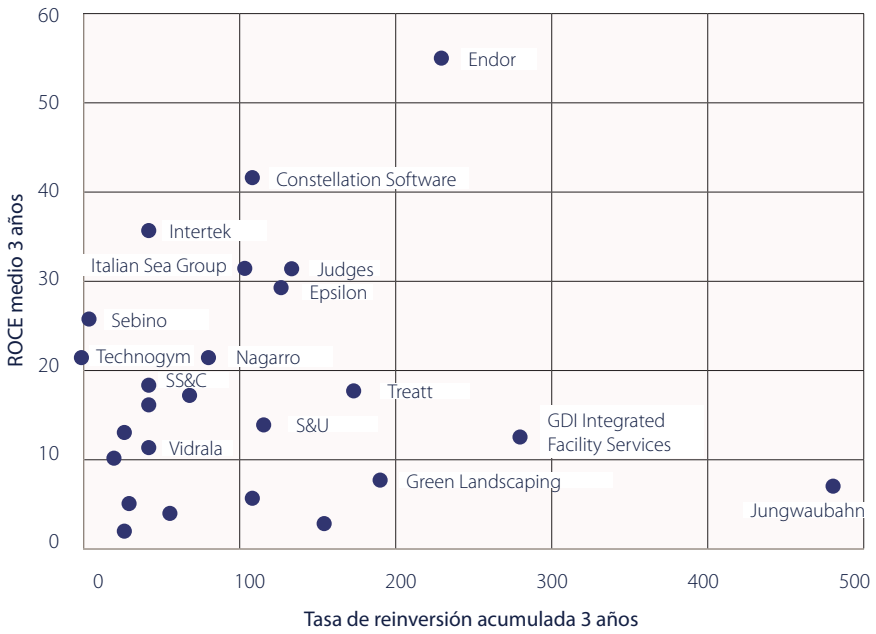
	PESO s/RV (%) 30/06/2023	PESO s/RV (%) 31/03/2023	VARIACIÓN (%)	ROCE 3 AÑOS (%)	TASA REINVERSIÓN 3 AÑOS (%)	CRECIMIENTO ANUAL 3 AÑOS	EV/EBITDA	EV/FCFF
Quality	39,0	34,7	4,3	25	71	14	12,2 X	19,7 X
Value	44,5	50,2	-5,7	9	126	5	8,4 X	14,7 X
Growth	16,5	15,1	1,4	19	165	35	11,7 X	22,8 X
Total	**100**	**100**		**17**	**111**	**13**	**10,4 X**	**18,0 X**

Elaboración propia. Fuente: información financiera pública de las compañías que figuran en sus webs. Datos a 30/06/2023.

Una característica de los buenos negocios es su capacidad de reinvertir los beneficios a elevadas tasas de rentabilidad

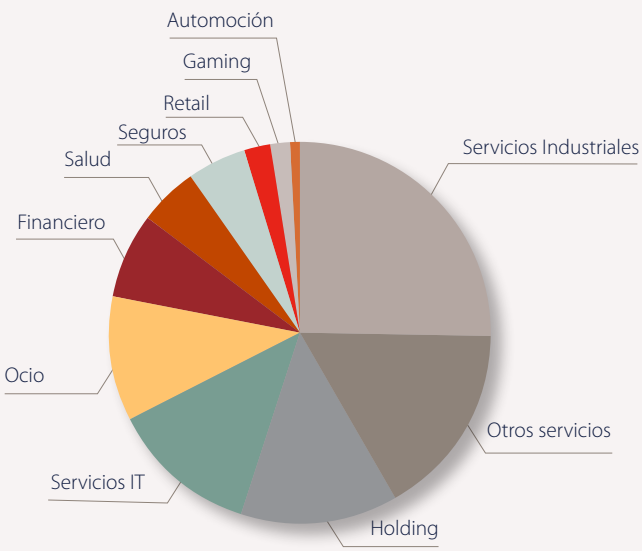
Una característica de los buenos negocios es su capacidad de reinvertir los beneficios a elevadas tasas de rentabilidad. En Icaria Capital Dinámico tenemos unos cuantos, lo puedes ver en el gráfico inferior. Es el caso de compañías como Endor, Constellation Software, Judges Scientific o Treatt.

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 30/06/2023.

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



	30/06/2023 (%)	31/03/2023 (%)	VARIACIÓN (%)
Servicios industriales	25,4	27,1	-1,7
Otros servicios	16,5	14,1	2,4
Holding	13,1	9,1	4,1
Servicios IT	12,6	11,0	1,7
Ocio	10,7	11,5	-0,8
Financiero	7,1	7,4	-0,4
Salud	5,1	5,1	0,0
Seguros	4,8	3,9	0,9
Retail	2,3	2,0	0,3
Gaming	1,7	1,0	0,7
Automoción	0,7	3,3	-2,7
Outdoor	0,0	0,8	-0,8
Telecom	0,0	0,9	-0,9
Oil & Gas	0,0	2,9	-2,9

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management.
Datos al 30/06/2023 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico siguiendo criterios internos de clasificación por sectores.

Por último, respecto a nuestro posicionamiento por sectores, destaca el mayor peso en Holding, que se corresponde con el aumento de posición en Westaim. Con la venta de Golar LNG ya no tenemos exposición a Oil&Gas, y hemos reducido sustancialmente la posición en Carmax (Automoción) tras un buen comportamiento en bolsa en los últimos meses.

El mayor peso en Holding se corresponde con el aumento de posición en Westaim

Respecto a la concentración de la cartera en Servicios Industriales, queremos recordar que se trata de una categoría muy amplia con negocios muy distintos entre sí, por lo que la cartera se mantiene siempre diversificada. Se incluyen aquí nombres tan variopintos como TFF (barricas), Assa Abloy (sistemas de cierre), The Italian Sea Group (yates), Treatt (sabores y fragancias), Elis (gestión de textiles B2B) o Judges Scientific (maquinaria de uso científico).

EJEMPLOS DE COMPAÑÍAS EN CARTERA

Como en otras ocasiones, a continuación ofrecemos una tesis resumida acerca de una de nuestras nuevas incorporaciones a la cartera, un ejercicio que sirve para mostrar nuestra forma de proceder a la hora de seleccionar compañías.

Tesis de inversión en Frequentis

Frequentis se encuentra a unas 13x flujo de caja, con una posición de caja neta importante, en un sector crítico, con altos costes de cambio, una reputación de 75 años y un crecimiento orgánico objetivo de un 8%

Frequentis cumple todos los criterios que buscamos en una compañía de calidad:

- **Equipo directivo alineado** (68% del capital en manos de insiders).
- **Ventajas competitivas:** Costes de cambio elevados, producto crítico para el cliente (el ciclo de producto dura 20 años)
- **Resiliente al ciclo:** más del 90% de los clientes son públicos, y el servicio es indispensable independientemente del momento del ciclo económico.
- **Ventas recurrentes:** más del 55% de los ingresos tienen un carácter recurrente.
- **Posición competitiva fortaleciéndose:** Crecen al 8-10% orgánico y el mercado al 4-5%.
- **Posición de liderazgo en un nicho:** Cuota de mercado del 30% en un mercado pequeño donde a las grandes tecnológicas no les interesa entrar.

Como vemos, tenemos los ingredientes necesarios para una compañía de calidad. Ahora, veamos a qué se dedica Frequentis.

El negocio

Fundada en 1947, Frequentis es líder mundial en sistemas de comunicación de voz para el control del tráfico aéreo (ATM), con una cuota de mercado en torno al 30%. Este segmento tiene un peso del 67% sobre las ventas totales y del 41% en el EBIT.

Su otro segmento principal, Seguridad Pública y Transporte (PST), tiene un peso sobre ventas del 33% y del 49% sobre el EBIT, cuyos clientes son centros de control de la policía, servicios de rescate de emergencia, bomberos, ferrocarriles, sistemas de transporte público, guardacostas y autoridades portuarias. Los productos suministrados por Frequentis forman parte de las infraestructuras críticas para la seguridad, es decir, las infraestructuras esenciales de los países correspondientes.

La solidez del modelo de negocio de Frequentis se apoya en el hecho de que los productos que suministra forman parte de la infraestructura crítica de seguridad de los países. Esta infraestructura tiene que estar disponible y lista para funcionar en todo momento, independientemente del número de vuelos o de la frecuencia con que se desplieguen la policía, los bomberos y los servicios de rescate de emergencia. La inversión en infraestructuras críticas para la seguridad pública es necesaria, con independencia de la situación económica.

Además, la atención se centra en las relaciones a largo plazo con los clientes. Los clientes -autoridades públicas, organizaciones y empresas con tareas críticas para la seguridad- suelen utilizar las soluciones proporcionadas durante varias décadas. Ello requiere un profundo conocimiento de las necesidades del cliente, y un alto grado de fiabilidad del producto instalado (que incluye software y hardware). La amplia base de proyectos instalados también impulsa el crecimiento constante y sostenido del Grupo Frequentis.

El producto y competencia

Para ganar un proyecto, es necesario acudir a una licitación o concurso (tender). A cada tender acuden de media 4-5 empresas, por lo que es un mercado pequeño, de nicho, pero altamente concentrado. Los tenders son muy competitivos en precio, pero la clave está en lo que ocurre tras iniciar la relación con los clientes.

El hecho de ganar el tender te permite iniciar una relación de largo plazo con el cliente (el ciclo de producto son 20 años), donde, si la relación es positiva, se van contratando nuevos proyectos sin necesidad de lanzar nuevos concursos, generando así fuertes sinergias y mejorando los márgenes. Hay numerosos ejemplos, pero podemos citar el caso de Noruega, donde ganaron un proyecto de 9 millones de euros hace diez años y actualmente llevan 150 millones generados como consecuencia de ir añadiendo nuevos proyectos al original.

Como he comentado, el servicio de Frequentis es crítico, cualquier fallo en el mismo sería fatal. Es por ello que, por ejemplo, en una torre de control aéreo puede haber unas 15-20 aplicaciones instaladas, y no todas serán suministradas por Frequentis. Podríamos estar hablando de que Frequentis suministra unas 5-6. Siempre será así, dado que es necesario para el cliente diversificar por si se encuentran con cualquier tipo de fallo.

La oportunidad

Invertir no es tan sencillo como encontrar empresas de calidad, es necesario más:

- Valoración atractiva
- Problemas transitorios, cuya resolución actúe de catalizador para una revalorización de la acción
- Que siga siendo una compañía de calidad a futuro (el presente da igual)

En cuanto a la valoración, Frequentis se encuentra a unas 13x flujo de caja, con una posición de caja neta importante, en un sector crítico, con altos costes de cambio, una reputación de 75 años y un crecimiento orgánico objetivo de un 8% (mientras que el mercado crece al 4-5%)

En nuestra opinión es un buen lugar donde destinar nuestro capital y ser compañeros de viaje a largo plazo.

Además de la valoración ¿Existen problemas transitorios?

Cuando comenzamos a analizar Frequentis, nos llamó la atención la diferencia de márgenes entre sus dos segmentos. El negocio de Seguridad Pública y Transporte (PST) tiene un margen mayor que tráfico aéreo (ATM) (margen EBIT 12% vs 6%). Tras profundizar en ello, hemos llegado a la conclusión de que aquí existe una oportunidad que mejorará los márgenes consolidados de la empresa.

En concreto, ATM tiene un menor margen que PST debido a que ahora la empresa está haciendo un esfuerzo excepcional de I+D en este segmento, a lo cual hay que sumar que sus clientes se han vuelto más sensibles al precio debido a que están muy endeudados como consecuencia de la pandemia. Nos parece que ambos factores en contra de ATM son transitorios y se desvanecerán con el paso del tiempo. Por otro lado, la empresa avanzará en una mayor estandarización del producto en ATM (sin renunciar a la calidad), y esto también contribuirá a acercar el margen de este segmento al de PST.

Respecto a qué será de este negocio en el largo plazo, conforme crezcan la población mundial y la urbanización los servicios que presta Frequentis serán cada vez más necesarios, y la compañía se encuentra en la vanguardia de la innovación dentro del sector, por lo que pensamos que siempre estará entre los líderes más reputados.

NOS DESPEDIMOS

Esperamos que esta carta cumpla su propósito, que nos conozcas algo más y entiendas la filosofía y propósito de este fondo.

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