



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

Carta trimestral diciembre 2023



66

Icaria Capital Dinámico es un fondo que va a contracorriente



46

Icaria ha tenido una rentabilidad cercana al 9%



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 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, NUESTRA REFLEXIÓN

Todos los años hacemos reflexión de lo sucedido durante el año e intentamos obtener lecciones y aprendizajes sobre ello. 2023 ha sido un año muy polarizado, donde se reafirma lo que hemos visto en la mayoría de años desde que somos inversores de renta variable (más de una década). Existen ciertos segmentos del mercado que están de moda, esto ha sucedido en 2023, 2022, 2021 y siempre. Este año ha sido el año de la tecnología. En concreto, las *megacaps* (Apple, Meta, Amazon y demás) han tenido revalorizaciones muy relevantes, además de todo lo relacionado con la Inteligencia Artificial. En cambio, otros segmentos del mercado han tenido rendimientos muy dispares, sobre todo el sector industrial, y en concreto en compañías de alta calidad.

Las compañías de calidad y las *small caps* han tenido rendimientos muy por debajo de los grandes índices.

Icaria como bien sabrás, invierte en el segmento de calidad y en concreto en compañías de pequeña y mediana capitalización, por lo que ha obtenido un rendimiento acorde a lo mencionado. A pesar de que, la exposición a renta variable de Icaria, por ser un fondo global de perfil conservador es tan solo de un 50%, su rentabilidad ha sido cercana al 9%, lo cual es un 70% del retorno de las categorías mencionadas (calidad y *small caps*).

Invertir en acciones supone convertirte en empresario

"

66

Vidrala es una compañía en una industria consolidada, con altas barreras de entrada, ventajas competitivas y un crecimiento orgánico sólido

"

46

Cuando invertimos en una compañía familiar el foco no estará en los resultados del siguiente trimestre sino en los resultados de la siguiente década

"

#### INVERSIÓN CON ENFOQUE EMPRESARIAL

Invertir en acciones supone convertirte en empresario. Imagina que tienes un familiar que te ofrece invertir en una compañía, la cual opera en un oligopolio donde tan solo hay 3-4 competidores relevantes, en una industria con claros vientos de cola, crecimiento orgánico del 3-5% y a 11 veces beneficios (un PER de 11x). Si hacemos la inversa del PER, obtendremos un *earnings yield* o una ganancia anual del 9% (1 dividido por 11). En principio, esta sería nuestra ganancia si la compañía repartiese el 100% del beneficio. A mayores, tendríamos que ese beneficio no es estático, crece (a las tasas orgánicas mencionadas) y, además, debemos añadirle el maravilloso efecto del interés compuesto.

Este ejemplo existe en la vida real y se llama Vidrala, uno de los principales productores de envases de vidrio en el mercado europeo (aunque también con presencia en Latam), en una industria consolidada, con altas barreras de entrada, ventajas competitivas y crecimientos orgánicos sólidos.

La diferencia entre el negocio que te pueda proponer un familiar y Vidrala es que esta última cotiza diariamente y, por lo tanto, se ve expuesta a las emociones de las personas. Como consecuencia, los vaivenes de precio pueden recordarnos a un casino, dado que se les da una relevancia máxima a los sucesos del corto plazo, y muy poca a las perspectivas de largo plazo. Es en esta discrepancia en cuanto al horizonte temporal donde surge la oportunidad de los inversores pacientes, de los inversores en valor.

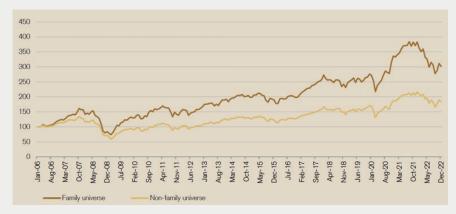
En Icaria, cuando analizamos una compañía lo hacemos como si no cotizase y convirtiéndonos en empresarios de verdad. Tendremos el foco en el análisis de las ventajas competitivas, si se fortalecen, si se debilitan, o si los problemas que surjan por el camino son transitorios o estructurales. Son estas las preguntas que todo empresario (o inversor, aunque deberían ser sinónimos) debe responder.

En lo referente a la cartera de empresas de la que somos accionistas, deciros que somos más optimistas que nunca. Estamos hablando de monopolios, oligopolios y compañías centenarias cotizando a precios muy por debajo de los grandes índices, por lo que el margen de seguridad del fondo es elevado. Prácticamente la totalidad de las compañías son familiares o poseen un elevado *skin in the game*, algo que, en nuestra opinión, influye de forma relevante en el largo plazo.

Para entenderlo, solo es necesario darle un vistazo al índice que construye Credit Suisse comparando el universo de compañías familiares respecto a las no familiares, la diferencia en rentabilidad es asombrosa.

¿El motivo? Es sencillo. Cuando invertimos en una compañía familiar o con un peso elevado en el accionariado por parte de la directiva, estamos alineados con ellos, su foco no estará en los resultados del siguiente trimestre, sino en los resultados de la siguiente década, esto, aunque parezca una simple anécdota, marcará la diferencia de forma exponencial en el largo plazo.

Figure 15: Family-owned companies outperformed since 2006



Fuente: Credit Suise. Datos a 31/12/2022.

#### PROTEGIDOS EN ESCENARIOS DE CAÍDAS

Hemos hablado en numerosas ocasiones de la protección de Icaria, algo que es característico del fondo y le diferencia de la mayoría de fondos de la industria. Como comentaba al principio, Icaria es un fondo mixto, de corte defensivo. Esto puede resultar "extraño" dado que se compone de compañías, es decir, renta variable, la cual en entornos recesivos cae con fuerza. Este carácter defensivo lo conseguimos por medio de coberturas estructurales, las cuales limitan las caídas en caso de correcciones relevantes o recesión, por lo que la protección es aún mayor.

Icaria Capital Dinámico, tal como lo conocemos actualmente (invirtiendo en renta variable de calidad con protección) funciona desde el 1 de enero de 2021. En una conferencia que impartí en Value School hace dos años, compartía la siguiente diapositiva:

En ella podéis ver 3 columnas. En primer lugar, "YTD", que sería la rentabilidad del índice de acciones (el mercado) en el año. A continuación, "Captura", que sería el porcentaje de la subida o de la bajada que capturaría lcaria si su cartera de acciones fuera igual que la del índice (es decir, 50% quiere decir que, si el mercado cae un 20%, el fondo cae un 10%, la mitad). Y, finalmente, "ICD", que viene a resumir lo que haría el fondo en el caso hipotético de que el mercado cayese la cantidad que figura en "YTD" (de nuevo, si la cartera de acciones de lcaria replicara al índice).

Es importante señalar que es un caso hipotético, dado que no se puede especificar de antemano cuál va a ser el rendimiento del fondo en función del índice utilizado en la cobertura (DAX). Ello dependerá del alfa obtenido por la cartera, eso significa que, cuando nuestra cartera lo haga mejor que el DAX, el desempeño del fondo será mejor que lo que predice la tabla, mientras que, cuando nuestra cartera lo haga peor, la captura será peor que la indicada en la tabla.

Por poner un ejemplo, hace dos años decíamos que si el mercado caía un 20% nosotros caeríamos lo que figura en ICD, es decir, -12,38%.

Una vez entendido el funcionamiento, veamos qué ha sucedido desde que funciona la estrategia, es decir, 1 de enero de 2021:

	2021	2022	2023
DAX	20%	-12,80%	19,50%
Icaria	11,65%	-10,30%	8,90%
Captura	58%	80%	46%
Teórico	47,30%	65%	47%

Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2023.

**MERCADO** YTD **CAPTURA** ICD -50,00% 43,10% -21,54% 7.725 8.034 -48,00% 44,40% 21,30% 8.343 -46,00% 45,70% -21,02% 8.652 -44,00% 47,00% -20,70% 8.961 -42,00% 48,40% -20,34% 49,80% 9.270 -40.00% -19,92% 9.579 -38.00% 51.20% -19,45% 9.888 -36.00% 52.60% -18.92% 10.197 -34.00% 53.90% -18,33% 10.506 -32,00% 55,20% -17,67% 10.815 -30,00% 56,50% -16,95% 11.124 -28,00% 57,70% -16,16% 11.433 -26,00% 58,90% 15,30% 11.742 -24,00% 60.00% -14,39% 12.051 -22,00% 61,00% -13,41% 12.360 -20,00% 61,90% -12,38% 12.669 -18,00% 62,80% -11,30% 12.978 -16,00% 63,50% -10,70% 13.287 -14,00% 64,20% -8,99% 13.596 -12,00% 64,80% -7,77% 13.905 -10,00% 65,20% -6,52% 14.214 65,40% -8.00% -5,24% 14.523 -3,92% -6.00% 65.40% 14.832 -4.00% 64.50% -2,58% 15.141 -2.00% 65.20% -1,30% 15.450 0.00% -0.11% 15.759 2.00% 55,40% 1,11% 16.068 4.00% 57,20% 2.29% 16.377 6,00% 55,10% 3,31% 16.686 8,00% 54,20% 4,34% 16.995 10.00% 53.90% 5,39% 12,00% 6,17% 17.304 51.50% 6,97% 17.613 14.00% 49.80% 17.992 16.00% 48.70% 7.78% 18.231 18.00% 47.80% 8.61% 18.540 20.00% 47.30% 9.45% 22.00% 18.849 46.80% 10,30% 19.158 24,00% 46.50% 11,17% 19.467 26.00% 46.30% 12,04% 19.776 28.00% 46,20% 12,92% 20.085 30,00% 46% 13,81% 20.394 32,00% 46% 14,71% 20.703 34,00% 45,90% 15,61 21.013 36,00% 45,90% 16,52% 21.321 38,00% 45,90% 17,43% 21.630 40,00% 45,90% 18,35%

Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/01/2022.

Eurofins Scientific es un COVID winner cuyas acciones subieron de forma agresiva



66

Robertet: varios de los players que operan en el sector están interesados en adquirirla



Podemos decir que se ha cumplido con lo mencionado, a pesar de que el índice con el que nos comparamos (DAX) es de compañías de gran capitalización o *big caps*, que, sin duda, lo han hecho notablemente mejor que las pequeñas compañías o *small caps*.

# COMPAÑÍAS

A lo largo del trimestre se han hecho las siguientes incorporaciones:

**Eurofins Scientific** realiza análisis de laboratorio y destaca en áreas como la seguridad alimentaria, análisis de agua, efectividad de fármacos y pruebas del COVID. Podríamos decir que es un "COVID winner" cuyas acciones subieron de forma agresiva, y que, tras la normalización del COVID, ha "ensuciado" sus cuentas financieras, aparentando una situación complicada, cuando simplemente es una vuelta a la normalidad. En la última década, gracias al crecimiento orgánico, las adquisiciones de laboratorios más pequeños y el auge del COVID, Eurofins aumentó sus ventas más de un 20% anual y sus ingresos de explotación alrededor de un 30% anual.

Tenemos, por lo tanto, una compañía de elevada calidad, con fuertes ventajas competitivas, creciendo a doble dígito y con una valoración en línea con los principales índices mundiales, cuando sin duda, su calidad y crecimiento se encuentra muy por encima de estos. Compañía con alto *skin in the game*, con más del 30% de las acciones en manos de su fundador.

**Robertet** es una compañía familiar, con alto *skin in the game* y fundada en el año 1850. Una compañía con cerca de 200 años de historia, fabricante francés de fragancias y sabores, el cual es un sector con altos costes de cambio debido a lo arriesgado que es cambiar la fragancia de un perfume exitoso.

Varios de los principales *players* que operan en el sector, están presentes en el accionariado de forma relevante: Fimernich con un 21,78% y Givaudan con un 4,67%. ¿Por qué están presentes varios de los principales *players* en el accionariado de Robertet? En mi opinión la respuesta es sencilla, están interesados en adquirirla. Os dejo las transacciones de los últimos años.

Company	Acquisition target	Date	Category
Givaudan	Vika	2017	Natural flavours
Givaudan	Activ International	2017	Natural flavours
Givaudan	Centroflora Nutra	2018	Naturals
Sivaudan	Expressions Parfumees	2018	Fragrances
Givaudan	Albert Vieille	2018	Naturals Aromatherapy
Givaudan	Naturex	2018	Natural preservatives, phytoactives & flavours
Givaudan	Cosmetics business of Indena	2019	Active beauty
Givaudan	Ungerer	2019	Specialty Ingredients Flavours & Fragrances
Givaudan	Fragrance Oils	2019	L&R Fragrance
Givaudan	drom	2019	Fragrances
Sivaudan	Golden Frog	2019	Naturals
Givaudan	Cosmetics business of AMSilk	2019	Active beauty
Sivaudan	Alderys	2020	Biotechnology
Givaudan	Myrissi	2021	Artificial Intelligence
Sivaudan	DDW	2021	Natural Colours
Givaudan	Custom Essence	2021	L&R Fragrances
Company	Acquisition target	Date	Category
Symrise	Cobell	2017	Natural
Symrise	Citratus Fragrâncias Indústria e Comércio	2017	Fragrance
Symrise	Darr Family	2019	Pet food
Symrise	Cutech	2019	Biotechnology
Symrise	ADF/IDF	2019	Nutrition
Symrise	Sensient Technologies	2021	Fragrance
Symrise	Kobo Products	2021	UV filters, decorative cosmetics
Symrise	Swedencare AB	2021	Pet food
Symrise	Michael Foods egg processing	2021	Pet food
Symrise	Giraffe Foods	2021	Taste
,			
Company	Acquisition target	Date	Category
FF	Columbia PhytoTech	2017	Natural
FF.	Frutarom	2018	Multiple categories
FF	dM Fragrances	2018	Fragrances
FF	The Addictive Advantage	2019	Active Ingredients
FF	Lesgel	2019	Inclusions
FF	Wiberg	2019	Savoury solutions
FF	Speximo	2019	Natural
FF	Dupont De Nemours	2021	Ingredients
FF	Health Wright Products	2021	Dietary Supplements
	ricator wright Products	2022	Dictary Supplements
Company	Acquisition target	Date	Category
Firmenich	Flavourome	2018	Flavours
irmenich	Natural Flavors	2018	Natural
	Campus	2018	Natural
	Senomyx	2018	Biotechnology
			Diotecrinology
irmenich		2010	Elavoure
Firmenich Firmenich	VKL Seasoning	2019	Flavours
Firmenich Firmenich Firmenich	VKL Seasoning Robertet	2019	Natural
Firmenich Firmenich Firmenich Firmenich Firmenich	VKL Seasoning		

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/01/2023.

Brødrene A&O Johansen se posiciona como una one-stopshop de materiales de reforma y construcción



66

Evolution es un desarrollador de juegos online para casino. Sus clientes pagan una comisión media del 10-12% de sus ingresos



Como podéis ver, la actividad en M&A es intensa, y el múltiplo base o más bajo que podemos ver en compañías de este perfil es unas 15x EBITDA, dado que hablamos de compañías de calidad con una alta visibilidad sobre el valor terminal. Las últimas adquisiciones de Nutrition & Biosciences (de DuPont) y Frutarom por parte de IFF se hicieron a 21x y 24x EV/ EBITDA respectivamente; la adquisición de Naturex por parte de Givaudan se completó a unas 20-22x. Robertet cotiza a unas 14x EBITDA actualmente, en un momento de márgenes deprimidos, por lo que el *upside* con respecto a los múltiplos de transacciones recientes es de casi un 50%. Por último, hay que añadir que los precios de compra de Givaudan y Firmenich han sido más elevados que los de Icaria Capital Dinámico.

**Brødrene A&O Johansen (AOJ)**<sup>1</sup> es una cadena de almacenes de productos de albañilería, carpintería, fontanería, electricidad y demás elementos dentro del mundo de la reforma y la construcción. La mayoría de su negocio está en Dinamarca, aunque también tiene presencia en Suecia y Noruega. En estos países existe un viento de cola por la falta de inversiones en inmuebles en los últimos años.

La propuesta de valor de AOJ consiste en proveer a profesionales diversos (fontaneros, albañiles, electricistas) con todo el material que necesitan, fácilmente accesible y sin apenas esperas. La empresa tiene cerca de 60 almacenes repartidos por toda Dinamarca, de manera que todos los daneses tienen un establecimiento relativamente cerca. También hay venta dirigida a hogares (B2C), pero esta parte es exclusivamente online. AOJ se posiciona como una *one-stop-shop* de materiales de reforma y construcción.

En algunos segmentos es la líder en Dinamarca, mientras que en otros ocupa el segundo lugar, cerca del principal competidor. En cualquier caso, goza de las ventajas que concede la escala: diluir costes fijos, conseguir mejores términos de compra con los proveedores, poder dedicar más recursos que la competencia a eficientar el negocio. Actualmente pueden enorgullecerse de ser los únicos del sector que ofrecen una experiencia "omnichannel": 100% online, 100% en tienda, o mixta.

Además de la valoración extraordinariamente barata en relación con los beneficios, otro elemento a considerar es la gran cartera de inmuebles de la compañía (los almacenes desde los que presta su servicio, además de dos centros logísticos). Estos activos, que en algunos casos llevan décadas en manos de la compañía, están valorados a coste en el balance, por lo que son un claro valor oculto.

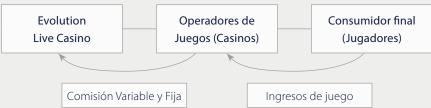
**Evolution** es un proveedor de servicios de juegos online para operadores de juego, como casinos y casas de apuestas, especializada en el nicho de *"Live Casino"*. La empresa ofrece juegos online en tiempo real, con *croupiers* reales con los que los jugadores pueden interactuar, apostar y jugar virtualmente en una mesa real.

Dos de sus tres fundadores mantienen una posición en el accionariado del 10%, por lo que la alineación de intereses es máxima.

Es importante señalar que no es un operador de casino, es más bien un desarrollador de "juegos" para casino, con todo lo que ello conlleva en cuanto al análisis de ventajas competitivas. Crean juegos de casino en línea y los operadores de casinos que utilizan estos juegos pagan una comisión a Evolution Gaming por sus ganancias. Por poner un ejemplo, cuando operadores de casino como William Hill utilizan un determinado juego de Evolution Gaming y ganan 1 millón de dólares al año con él, pagan una comisión media del 10-12% a Evolution Gaming.

<sup>1</sup> Esta posición se adquirió en enero de 2024, por lo que no forma parte de las métricas de la cartera presentadas en esta carta.

Otros ingresos proceden de comisiones fijas que representan entre el 15-20% de las ventas totales.

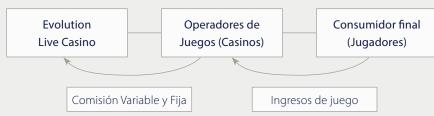


Han perdido un cliente desde su salida a bolsa (2015), que posteriormente ha vuelto a contratar los servicios de Evo, lo cual nos indica la presencia evidente de ventajas competitivas en el servicio que ofrece.

Por el lado de las ventas en la cartera del fondo, podemos destacar el cierre de posición en **Technogym**, que es una compañía familiar de alta calidad cuyas ventajas competitivas siguen siendo sólidas. En este caso, su salida se debe exclusivamente a criterios de valoración, dado que la cartera actual de Icaria tiene un múltiplo considerablemente inferior al de Technogym, a pesar de crecer en su mayoría por encima de la compañía italiana.

#### MÉTRICAS DE LA CARTERA

Mirando por geografías, en el cuarto trimestre destaca el mayor peso de la Eurozona y de Nórdicos, a costa del resto de geografías. En la Eurozona, podemos señalar la entrada de Robertet y Eurofins (ambas compañías descritas arriba), y la posición en Nórdicos aumenta por la compra de Volati, un holding de compañías sueco de alto crecimiento<sup>2</sup>.

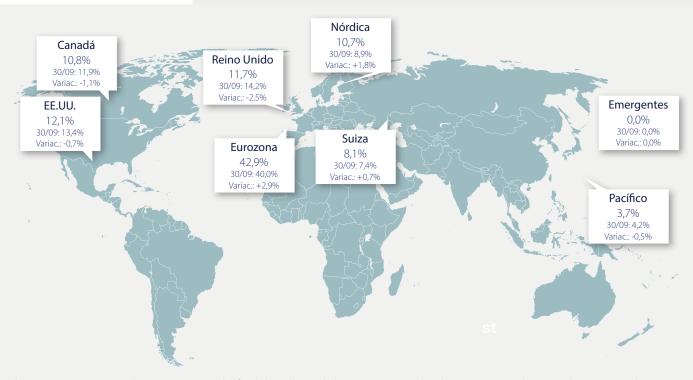


66

Technogym ha salido de la

cartera exclusivamente por

criterios de valoración



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 31/12/2023.

<sup>2</sup> Tras una subida espectacular en bolsa desde que la compramos, el margen de seguridad se volvió demasiado estrecho y la posición se vendió en enero de 2024.

Respecto al tamaño de las compañías, destaca el mayor sesgo hacia small caps, debido a que suelen ser modelos de negocio sencillos y cotizando a buen precio



66

Las compañías value son las más baratas y la oportunidad en ellas surge de la infravaloración más que del crecimiento



Como ya hemos explicado en otras ocasiones, 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. Por otro lado, 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*, con las compras de Volati y Epsilon (vieja conocida del fondo), entre otras compras. 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.

	PESO s/RV (%)				
TAMAÑO	29/12/2023	30/09/2023	Variación		
Big caps	34,4	38,6	-4,2		
Mid caps	24,2	27,3	-3,1		
Small caps	41,4	34,1	7,4		

Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2023.

Reducimos el peso en cíclicas, con la venta de Technogym y Pershing Square. 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.

		PESO s/RV (%)				
	29/12/2023	30/09/2023	Variación			
Estable	71,0	67,2	3,8			
Cíclico	29,0	32,8	-3,8			
Contracíclico	0,0	0,0	0,0			

Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2023.

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 (Judges Scientific, Green Landscaping, Epsilon). Aunque, seguimos infraponderados en *growth*, ya que no es el estilo que más nos gusta, hemos aumentado su peso en la cartera con las compras de Eurofins y Volati.

Por su parte, las compañías *value* son las más baratas y la oportunidad en ellas surge de la infravaloración más que del crecimiento (Bunzl, S&U, Elis). Y, por último, en *quality* tenemos los negocios con las mejores ventajas competitivas y en los que nuestra convicción es máxima, hablamos de compañías como Games Workshop, Robertet o TFF.

	PESO s/RV (%) 29/12/2023	PESO s/RV (%) 30/09/2023	VARIACIÓN (%)	ROCE 3 AÑOS (%)	TASA REINVERSIÓN 3 AÑOS (%)	CRECIMIENTO ANUAL 3 AÑOS (%)	EV/EBITDA	EV/FCFF
Quality	39,2	48,0	-8,9	18,9	77,5	14,9	10,7 X	20,3 X
Value	44,8	46,5	-1,6	8,7	53,9	7,1	7,6 X	12,7 X
Growth	16,0	5,5	10,5	16,8	134,1	35,7	12,5 X	20,4 X
Total	100	100		14,0	75,9	14,7	9,6 X	16,9 X

Elaboración propia. Fuente: Eikon Reuters. Datos a 31/12/2023.

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



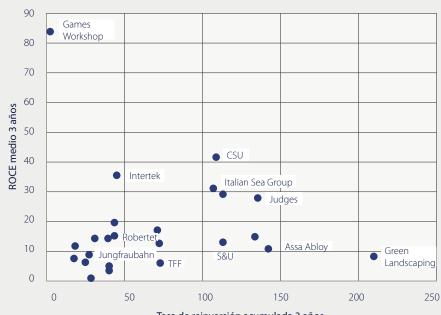


En Automoción, damos entrada de nuevo a Carmax debido a que su precio volvió a ponerse en niveles atractivos



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 Constellation Software, Judges Scientific o The Italian Sea Group.

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



Tasa de reinversión acumulada 3 años

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 webs. Datos a 31/12/2023.

Por último, respecto a nuestro posicionamiento por sectores, destaca el mayor peso en Otros Servicios, que se corresponde con la compra de Robertet (fragancias) y Eurofins (análisis de laboratorio). En Automoción, damos entrada de nuevo a Carmax (compraventa de coches de segunda mano) en la cartera, debido a que su precio volvió a ponerse en niveles atractivos<sup>3</sup>

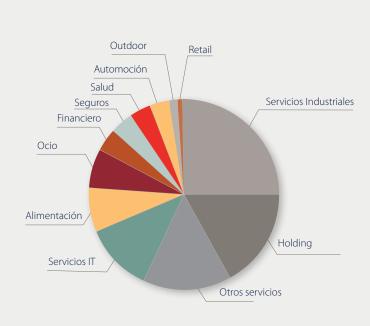
<sup>3</sup> Después de subir mucho desde la compra, cerramos la posición en Carmax en enero de 2024. Dado lo volátil que es la acción, no descartamos volver a comprar a lo largo de este año, ya que es un negocio que nos parece muy atractivo.



La concentración de la cartera en Servicios Industriales se trata de una categoría muy amplia con negocios muy distintos entre sí, por lo que la cartera se mantiene siempre diversificada 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), Robertet (fragancias), Elis (gestión de textiles B2B) o Judges Scientific (maquinaria especializada de uso científico).



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



	29/12/2023 (%)	30/09/2023 (%)	VARIACIÓN (%)
Servicios industriales	25,3	30,0	-4,7
Holding	16,8	16,6	0,2
Otros servicios	15,0	8,8	6,2
Servicios IT	11,8	9,9	1,9
Alimentación	7,3	6,6	0,8
Ocio	6,7	9,6	-2,9
Financiero	4,1	6,0	-1,9
Seguros	3,7	4,2	-0,5
Salud	3,7	4,2	-0,5
Automoción	3,3	0,0	3,3
Outdoor	1,4	0,0	1,4
Retail	1,0	2,1	-1,1
Transporte	0,0	1,7	-1,7
Gaming	0,0	0,3	-0,3

Elaboración propia. Fuente: entidad gestora Andbank Wealth Management.

Datos al 31/12/2023 de composición de la cartera de Icaria Capital Dinámico siguiendo criterios internos de clasificación por sectores.

### NOS DESPEDIMOS

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

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