

c o b a s  
—  
a s s e t m a n a g e m e n t



Comentario  
**Cuarto Trimestre 2018**





**El 2018 ha sido un año complicado** en el que hemos visto como nuestros fondos obtenían resultados muy negativos, fundamentalmente debido a nuestras inversiones en **Aryzta y Teekay**. Estas dos compañías han afectado a la rentabilidad de la **Cartera Internacional** en un -11,7% y -5,7% respectivamente, mientras que la rentabilidad negativa total de dicha cartera en el año ha sido en torno al -31%. En la **Cartera Ibérica** hemos obtenido un resultado negativo del -14,1%.

Queremos aprovechar esta carta para hacer una revisión histórica, comentar nuestras perspectivas y compartir con nuestros coinversores la ilusión y confianza que tenemos cara al futuro.

Muchos clientes nos han preguntado si antes habíamos sufrido caídas parecidas enfrentándonos a situaciones similares. Parecía que lo sucedido en 2018 fuese algo novedoso y sorprendente. La respuesta es un sí claro. Todo lo sucedido en 2018 (pérdidas, errores de valoración, etc.) nos ha ocurrido antes en nuestros 30 años de gestión

de inversiones, en distintos momentos y con distintas formas. Por ejemplo, cuando empezamos a gestionar la **Cartera Internacional** en 1998 sufrimos una pérdida del -14,1% frente a una subida del mercado del +16,5%, es decir, una diferencia del 30%. Otro ejemplo son las pérdidas sufridas en 2011 (un -22% durante seis meses), que fueron acompañadas de un error muy importante de valoración en **CIR/Cofide**, donde teníamos invertido el 7% de la **Cartera Internacional**.

## **Todo lo sucedido en 2018 nos ha ocurrido en nuestros 30 años de gestión de inversiones**

A pesar de los errores cometidos (hemos contabilizado hasta 45 en más de 500 inversiones), los resultados han sido satisfactorios ya que los éxitos han más que compensado las pérdidas. Los errores son parte del proceso. Sin embargo y como dosis de optimismo, la experiencia prueba que los mejores momentos para la inversión son los que siguen a las mayores caídas. Como mostramos en

la siguiente tabla, después de pérdidas importantes siempre han sucedido fuertes recuperaciones:

Caída	Duración	Porcentaje bajada	Rentabilidad 2 años después
<b>1998</b>	Del 30 de marzo al 4 de octubre	<b>-17,5%</b>	<b>+78,4%</b>
<b>2002</b>	Del 19 de abril al 9 de octubre	<b>-38,4%</b>	<b>+64,9%</b>
<b>2007-2009</b>	Del 16 de julio de 2007 al 9 de marzo de 2009	<b>-61,8%</b>	<b>+153,6%</b>
<b>2011</b>	Del 11 de mayo al 23 de noviembre	<b>-22,9%</b>	<b>+66,0%</b>
<b>2018</b>	Del 1 de enero al 31 de diciembre	<b>-31,4%</b>	<b>?</b>

1. Francisco García Paramés dejó de prestar servicios profesionales como director de Inversiones en Bestinver Gestión, SGIIC, S.A. (Gestora del Fondo) el 23 de septiembre de 2014, habiendo participado en la gestión del fondo desde su constitución.

2. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Fuente: Bloomberg. Fondo: Bestinver Internacional. ES0114638036.

Como se observa, las recuperaciones han sido relativamente rápidas y las características de la cartera actual nos permiten confiar en que podría volver a ocurrir,

siendo conscientes de que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

La principal herramienta que tenemos para que se recuperen los fondos de nuevo consiste en un proceso de inversión que hemos venido perfeccionando con el tiempo. Este proceso es el que precisamente nos permite encontrar **buenos negocios con un margen de seguridad amplio, que contribuyen a seguir aumentando el valor objetivo de nuestras carteras**. Dedicamos casi todo nuestro tiempo a averiguar cuánto valen los negocios en los que invertimos y por eso creemos que ese valor objetivo es correcto, lo cual no evita que a veces nos equivoquemos. El resultado de este proceso y trabajo diario es que a cierre del año consideramos que nuestra **Cartera Internacional vale más del doble**, es decir, la valoramos un 138% por encima de su cotización actual. **En el caso de la Cartera Ibérica el precio objetivo es un 85% superior al valor liquidativo**. Hay que añadir que después de dos años de compañeros de viaje de muchas de las compañías el grado de confianza en las valoraciones se ha reforzado. El paso del tiempo es un buen aliado en este sentido.

### Cartera Internacional

(Datos en euros y a 31/12/2018)



### Cartera Ibérica

(Datos en euros y a 31/12/2018)



Este valor objetivo de nuestros fondos es real y nuestra experiencia nos muestra que con el tiempo es alcanzable. Por poner algunos ejemplos históricos, en el año 2011 las cinco principales posiciones de nuestros fondos internacionales (1): **Exor, Thales, Schindler, Wolters Kluwers y**

**BMW** estaban cotizando muy por debajo de los precios objetivos que estimamos en ese momento, después de analizarlas en profundidad. Pues bien, casi ocho años más tarde, lo cual coincide con el periodo medio de inversión que les decimos a nuestros clientes de entre cinco y

diez años, estas compañías no sólo han alcanzado los valores objetivos que estimamos en su momento, sino que cuatro de ellas los han superado ampliamente.

Para nosotros es importante que nuestros coinversores se sientan dueños de las compañías en las que invertimos, que entiendan los negocios de dichas compañías y conozcan el valor de nuestras carteras, independientemente de lo que diga el mercado que valen ahora. Es por esta razón por la que creemos que es interesante explicar la evolución, una vez más, de las principales posiciones de nuestra **Cartera Internacional**, que **suponen alrededor del 60% de la misma**.

(1) Francisco García Paramés dejó de prestar servicios profesionales como director de Inversiones en Bestinver Gestión, SGIIC, S.A. el 23 de septiembre de 2014, habiendo participado en la gestión del fondo desde su constitución. Fondo Bestinver Internacional. ES0114638036)



**Teekay.** En el cuarto trimestre hemos visto una mejora del negocio de **Teekay LNG**, por delante de los planes de la propia compañía, fundamentalmente debido a una mejora del mercado de transporte marítimo de GNL (Gas Natural Licuado). Una serie de barcos con contratos a corto plazo cerraron contratos a largo con tarifas atractivas, al mismo tiempo que 4 nuevos barcos que se estaban construyendo se entregaron antes de tiempo. **Gracias a la buena marcha del negocio la compañía ha anunciado un plan para reducir deuda e incrementar el dividendo**, una vez completado el plan de crecimiento que les exigió recortar el dividendo hace unos años. Curiosamente el precio de la acción ha caído, al parecer porque el mercado esperaba una subida de los dividendos aún más alta, y esto ha provocado **que la compañía haya anunciado un programa de recompra de acciones de \$100mn (10% de la capitalización)** para aprovechar la oportunidad. Sobra decir que nos parece la opción más sensata, para una

compañía con un valor bursátil de \$1.000mn y un beneficio neto estimado de \$200mn aproximadamente. En el caso de **Teekay Corp**, la acción cayó un -50% en el cuarto trimestre reflejando un escenario de estrés en el que la caída del precio del crudo, con el consiguiente efecto sobre una serie de activos de la compañía, podía hacer peligrar la refinanciación de su deuda en enero de 2020. Nosotros pensamos que este riesgo está mitigado por el valor que tienen las acciones de **Teekay Corp** en sus distintas participadas y estimamos que el 80% del valor de esta compañía viene determinado por su participación en **Teekay LNG**, donde como ya hemos visto la tesis de inversión es muy sólida.



**Babcock.** Durante este trimestre no ha habido novedades sustanciales, **Babcock** continúa generando beneficios que se están destinando a reducir deuda y pagar dividendos. Mientras tanto, **su cotización sigue viéndose afecta-**

**da principalmente por el Brexit y el mercado persiste en no reflejar la calidad de sus distintos negocios** (servicios de defensa, emergencias y nuclear). En consecuencia, Babcock cotiza aún más por debajo de su valor intrínseco. Una forma de ilustrarlo es la siguiente: a cierre de diciembre, la rentabilidad por dividendo era del 6% anual. Si **Babcock** repartiera todo el beneficio normalizado distribuable entre sus accionistas, la rentabilidad por dividendo sería más del doble que la actual. Lo normal es que estas rentabilidades intrínsecas atraigan a inversores y que esto provoque que el precio por acción se ajuste al alza significativamente. Así deben pensarlo también **los principales miembros del equipo directivo, que compraron acciones tras la publicación de resultados en noviembre.**



**Tankers.** Nuestras inversiones de transporte de crudo cayeron en torno a un -20% en el cuarto trimestre de 2018, un movimiento realmente curioso ya que los fundamen-

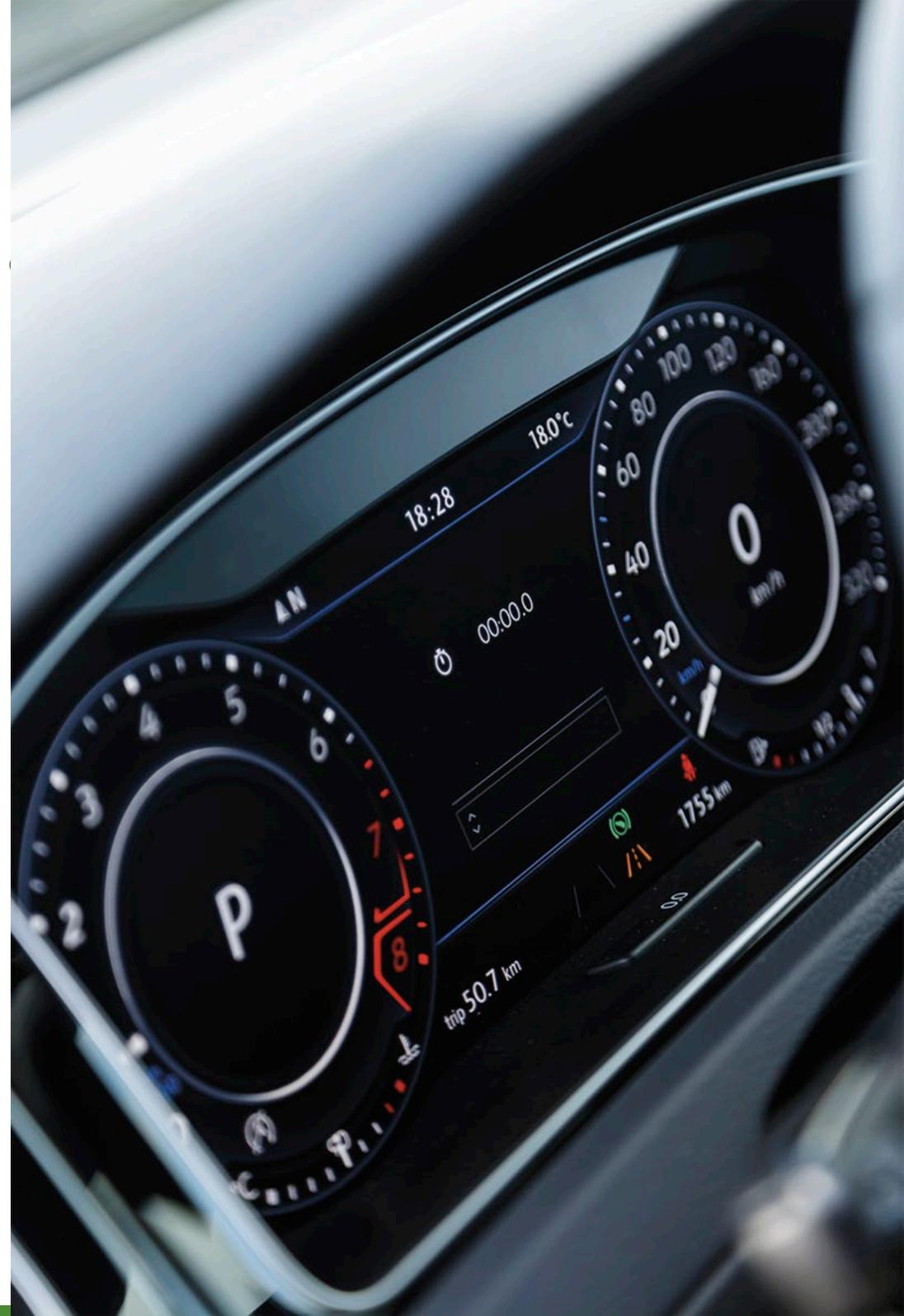


tos de nuestra inversión dieron claras muestras de su solidez. Por ejemplo, el principal determinante de los beneficios en transporte marítimo, las **tasas de flete diario, se triplicaron desde finales de septiembre** sobrepasando los niveles medios históricos, lo cual implica la vuelta a niveles muy saludables de generación de caja. La mejora se deriva fundamentalmente del hecho de que el **achatarramiento de barcos en 2018 alcanzó niveles récord**. Por otro lado, en octubre se aprobó la regulación de control de emisiones de azufre (IMO 2020) lo cual debería acelerar aún más el achatarramiento en 2019 - 2021. Mientras tanto la industria sigue comportándose

con gran disciplina, y por primera vez (en la historia, según algunos expertos) **las empresas del sector decidieron comenzar programas de recompra de acciones** de manera casi generalizada. Nosotros no podíamos estar más de acuerdo con esta estrategia, ya que tienen niveles de liquidez más que adecuados y **las valoraciones por debajo de valor de liquidación ofrecen alternativas de inversión muy atractivas**. A principios del año veremos la ola final de entrega de barcos encargados en años pasados, pero de cara al 2019 y 2020 las perspectivas para nuestras inversiones en transporte de crudo son positivas y cada vez ofrecen menos riesgo.



**Automóviles.** Renault, Porsche (VW), Hyundai y BMW están cotizando cerca de mínimos de 5 años, habiendo caído un -35%, -43%, -28% y -28% respectivamente desde los máximos alcanzados en abril de 2015. Durante ese mismo periodo el índice americano **S&P 500** ha subido un +25% y el **Euro Stoxx 600** ha caído un -15%, habiéndose comportado ambos bastante mejor que nuestras compañías. Parte de esta caída se explica por la incertidumbre generada por las olas disruptivas que amenazan al sector (vehículo eléctrico, autónomo, conectado, emisiones), pero otra parte se debe a que **los precios ya están reflejando en cierta medida una caída del ciclo**. Pensamos que en caso de que se produjese dicha caída nuestras compañías se deberían comportar relativamente mejor que el mercado. El **exceso de pesimismo ha provocado situaciones irracionales**, como en el caso de **VW** donde el precio de mercado actual es inferior a la suma de la marca **Porsche**, la división de camiones y la caja de la compañía, obteniendo el resto de los negocios 'gratis' (Audi, marca VW, SEAT, Skoda, Bentley y Buggatti, entre



otros). En conclusión, en todas las compañías en las que hemos invertido **existe una fuerte discrepancia entre precio y valor que se refleja en unos potenciales de revalorización superiores al 100%**.



**Dixons.** La acción ha caído casi un -30% en el cuarto trimestre. Además de por las caídas generalizadas de los mercados y el miedo al Brexit, la acción se ha visto afectada por factores más específicos de su sector y de la propia compañía. El principal motivo de su mal comportamiento ha sido probablemente el anuncio de recorte de dividendo que hizo la compañía en el mes de diciembre, coincidiendo con la presentación de estrategia del nuevo equipo directivo. Como parte de esta nueva etapa y debido a la incertidumbre macroeconómica en Reino Unido, el equipo directivo prefiere ser más prudente con la situación financiera de la compañía y de ahí el recorte. **En ningún caso se debe a que la compañía esté pasando por dificultades financieras o de solvencia y de hecho el**

**nuevo plan presentado**, que ha servido para reafirmar nuestra visión positiva de la compañía, **implica una generación de caja de más de £1.000 millones en los próximos 5 años.**



**Asia.** Las compañías asiáticas representan alrededor del 15% de la **Cartera Internacional**. Son negocios de buena calidad (ROCE >40%), con familias como accionistas mayoritarios (85% de nuestras compañías), con un balance sólido (65% tienen caja neta) y cotizando a precios atractivos (PER 3,6x). Nuestras dos principales posiciones son **Samsung** y **Hyundai**. En **Samsung** el precio ha tocado mínimos de un año en el cuarto trimestre y la razón es que el mercado está preocupado por el pico de ciclo en el negocio de microchips de memoria, que supone un 70% del EBIT para **Samsung**. Sin embargo, **ya solo quedan tres o cuatro competidores vivos y estamos viendo como el ciclo toca fondo. Samsung** tiene una **posición de lideraz-**

go tecnológico en una industria oligopolista que goza de oportunidades de crecimiento estructurales. Además, Samsung se ha comprometido a devolver el 50% de su flujo de caja libre a los accionistas por medio de dividendos y recompra de acciones. Hyundai se ha visto afectada por la volatilidad del sector de automóviles y por una serie de elementos específicos de la compañía. La causa principal ha sido una provisión extraordinaria por una potencial retirada de vehículos en EEUU, que ha dado lugar a pérdidas en su división de coches. Como puntos positivos, se está produciendo una clara mejoría del gobierno corporativo, mediante recompra y cancelación de acciones, así como un cambio de liderazgo que apoya nuestra visión de que las cosas deberían cambiar hacia mejor.

Para concluir, es clave que nuestros coinversores sepan que cuando los fondos caen es precisamente cuando más hay que trabajar la paciencia y la templanza, evitando el impulso de vender en el peor momento posible. Un buen ejemplo de lo anterior es el caso del fondo Fidelity Magellan, gestionado por el afamado inversor norteamericano

Peter Lynch entre 1977 y 1990. Durante el periodo de 13 años en el que estuvo al frente del fondo obtuvo una rentabilidad anual media del +29%, superando ampliamente a su índice de referencia. Desafortunadamente, tras un estudio realizado por la casa de inversiones Fidelity, se concluyó que el inversor medio de dicho fondo obtuvo unas rentabilidades mucho más bajas por haber comprado y vendido en los momentos equivocados.

En Cobas AM pensamos que nuestros clientes han interiorizado este mensaje, como demuestran los €264mn de inversiones netas que hemos tenido este año a pesar del mal comportamiento de los fondos. De nuevo les agradecemos a todos la confianza mostrada en nuestro modelo de gestión y, en especial, a los 517 nuevos coinversores que han aprovechado las rentabilidades negativas durante el cuarto trimestre para invertir con nosotros, así como los 2.578 partícipes ya existentes que han decidido incrementar sus inversiones en ese periodo. Evidentemente, pensamos que este es el camino correcto hacia una buena rentabilidad a largo plazo y así es como hemos actuado el equipo de gestión con nuestros ahorros.

# CARTERAS

## Nuestras carteras

### Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio
<b>Internacional</b> FI	377,3 Mn€
<b>Iberia</b> FI	56,5 Mn€
<b>Grandes Compañías</b> FI	18,8 Mn€
<b>Selección</b> FI	728,8 Mn€
<b>Concentrados</b> FIL	22,0 Mn€

### Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Patrimonio
<b>International</b> Fund	17,8 Mn€
<b>Selection</b> Fund	85,1 Mn€
<b>Concentrated Value</b> Fund SIF	9,1 Mn€

Total activos bajo gestión	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
		Internacional	Ibérica	
395,1 Mn€	Multi Cap	●		57
56,5 Mn€	Multi Cap		●	36
18,8 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	32
813,9 Mn€	Multi Cap	●	●	68
31,1 Mn€	Multi Cap	●	●	22

Como probablemente sepan en **Cobas Asset Management** gestionamos tres carteras: la **Cartera Internacional**, que invierte en compañías a nivel mundial excluyendo las que cotizan en España y Portugal; la **Cartera Ibérica**, que invierte en compañías que cotizan en España y Portugal o bien tienen su núcleo de operaciones en territorio ibérico; y por último la **Cartera de Grandes Compañías**, que invierte en compañías a nivel global y en la que al

menos un 70% son compañías con más de 4.000 millones de euros de capitalización bursátil. Con estas tres carteras construimos los distintos fondos de renta variable que gestionamos a 31 de diciembre.

**Patrimonio total gestionado**

**1.856 Mn€**

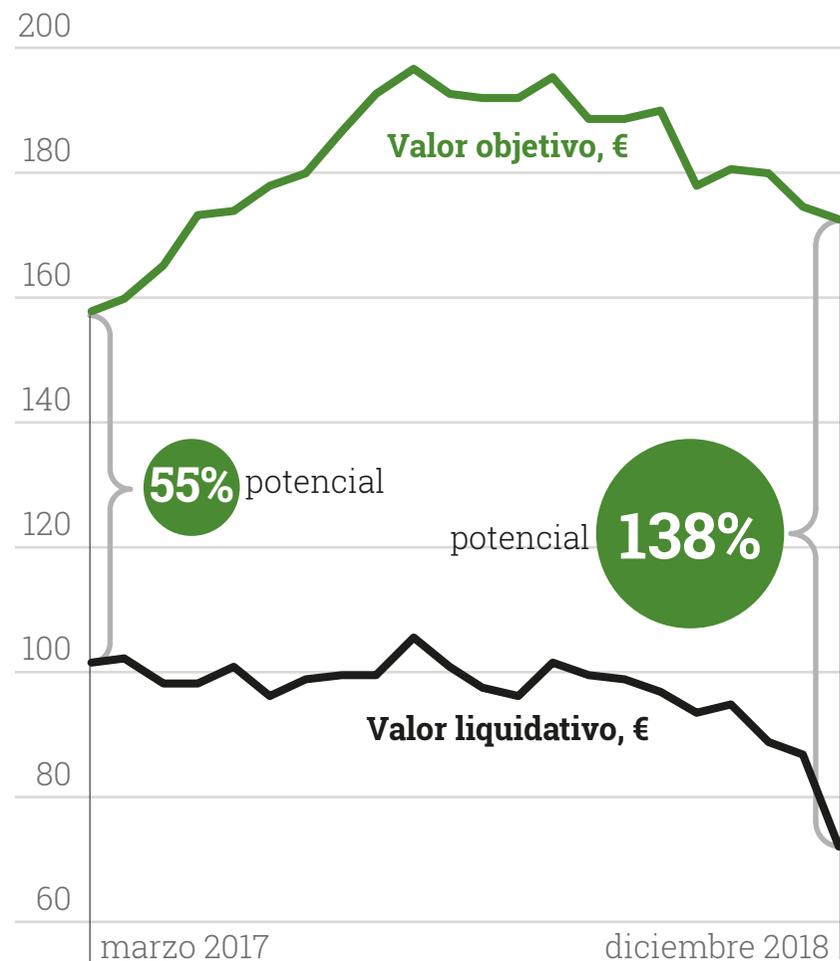
## Cartera Internacional

Durante el año 2018, ha obtenido una rentabilidad negativa del -31,4% frente a una caída del -10,6% del índice de referencia, **MSCI Europe Total Return Net**.

Desde que el fondo **Cobas Internacional FI** comenzó a invertir en renta variable a mediados de marzo de 2017, ha obtenido una rentabilidad del -27,5%. El índice de referencia una rentabilidad negativa del -4,8% para el mismo período.

El valor objetivo de la cartera, 173€/participación muestra un potencial de revalorización del 138%. La revisión del valor objetivo se ha visto fundamentalmente afectada por nuestra revisión a la baja de **Aryzta**, mientras que el resto de valores objetivos han permanecido relativamente estables.

Nuestro trabajo es seguir incrementando el valor de la cartera en el tiempo y esperar a que este valor se termine reflejando en su valor liquidativo.



Obviamente, como consecuencia de este potencial, estamos invertidos cerca del máximo legal permitido del 99%.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2019 estimado de 7,2x y un ROCE del 26%. Si nos fijamos en el ROCE excluyendo las compañías de transporte marítimo y de materias primas, nos situamos en el 34%.

En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el año, manteniéndose una alta exposición fuera de Europa (alrededor del 40%) y de la zona Euro (cerca del 75%). Si bien es cierto que gracias a la corrección del mercado europeo durante el último trimestre del año estamos encontrando muchas oportunidades de inversión interesantes en Europa, permitiendo que nuestro foco se centre más en los mercados que conocemos mejor.

Durante el año, la mayor contribución al resultado positivo de la cartera ha sido generada por **Israel Chemicals** (+1,7%) y **Nevsun Resources** (+0,6%). Por otro lado, destaca el efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera por

parte de **Aryzta** (-11,7%) y **Teekay Corp.** (-3,5%).

En lo que respecta a **Teekay**, reiteramos nuestra confianza en la tesis de inversión, que ya hemos tratado más arriba. El caso de inversión de **Aryzta** fue comentado extensamente en la carta del tercer trimestre, pero de todas formas incluimos más adelante unas líneas en las que resumimos lo que explicamos en el trimestre anterior, así como la situación actual en la que nos encontramos y las perspectivas de futuro. A pesar de la evolución negativa de la rentabilidad a lo largo del año, hemos visto importantes revalorizaciones en valores como **ICL**, que explicamos con más detalle a continuación, que ha subido un +51,5% apoyado principalmente en la recuperación de los precios de los fertilizantes. En general, la cartera continúa manteniendo un elevado potencial y sigue estando formada por negocios de calidad, con márgenes de seguridad amplios y que por tanto ofrecen potenciales de revalorización atractivos. Además, como ya explicamos en la carta del tercer trimestre, alrededor del 80% de las compañías que componen nuestra cartera son de carácter defensivo frente a una caída del ciclo o tienen su

propio ciclo de oferta y demanda y, por tanto, no dependen de lo que haga el resto del mercado.

A continuación, pasamos a explicar en mayor detalle nuestras inversiones en **ICL** y **Aryzta**

### **ICL**

**Israel Chemicals** salió completamente de nuestros fondos durante el cuarto trimestre, tras su buen comportamiento de los últimos meses. La compañía ejecutó impecablemente la venta de algunos de sus activos no estratégicos y redujo sus niveles de deuda. Además, reemplazó a su CEO y ofreció una estrategia de continuidad, en la que sigue avanzando su integración vertical y de valor añadido. Su base de activos de gran calidad y bajo coste le confiere una envidiable ventaja competitiva, pero no se conforman con eso y se esfuerzan en mejorar la rentabilidad y la estabilidad de sus negocios. De igual modo se mantienen atentos a nuevas oportunidades, como su 'joint venture' en China, un proyecto de bajo riesgo para ellos que les abre las puertas a un inmenso mercado. El buen comportamiento del potasio, que partía

de niveles por debajo del coste para algunos productores ayudó a que finalmente **Israel Chemicals** apareciera de nuevo en el radar de los inversores y que finalmente su valoración reflejara los fundamentales de la compañía.

### **Aryzta**

Nuestra posición en **Aryzta** en los diferentes fondos a 31 de diciembre es:

- **Cobas Selección FI**, 8,6%
- **Cobas Internacional FI**, 9,5%
- **Cobas Grandes Compañías FI**, 9%
- **Cobas Renta FI**, 1,7%
- **Cobas Concentrados**, 16,9%

En el trimestre anterior explicamos en detalle la situación de **Aryzta**, asumiendo nuestro error de inversión, que ha sido la principal razón del peor comportamiento de nuestros fondos respecto a sus índices de referencia. Mirando a futuro, la posibilidad de un impacto adicional al ya sufrido por nuestros fondos ha quedado muy reducida por el fortalecimiento del balance y la calidad de los activos. A los niveles de cierre del año tenemos en **Aryzta**

una compañía que cotiza con un descuento medio en torno al 40% respecto a sus comparables, asumiendo que los márgenes no mejoran. Seguimos pensando que los márgenes deberían mejorar en línea con sus competidores y su media histórica, para situarse entre el 10% y 15% en comparación con el 8% que tiene actualmente, lo que provoca una situación muy infravalorada.

En definitiva, reiteramos las dos principales conclusiones que ya dijimos en su momento. En primer lugar, somos críticos con nosotros mismos y los errores están para aprender, por lo que sacaremos las conclusiones adecuadas de éste. En segundo lugar, nuestra inversión en **Aryzta** todavía tiene potencial como para recuperar una parte de las caídas, asumiendo poco riesgo.

## Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el 2018 de la **Cartera Ibérica** ha sido del -14,1%, explicado principalmente por la caída generalizada del mercado, como se puede constatar con la caída de su índice de referencia, -10,9%, que ha sido un 3,2% mejor que nuestro liquidativo. No obstante, si alargamos el periodo de comparación desde su lanzamiento hasta finales de 2018 vemos que la diferencia con el índice de referencia es la misma, 3,2%, pero en esta ocasión a nuestro favor.

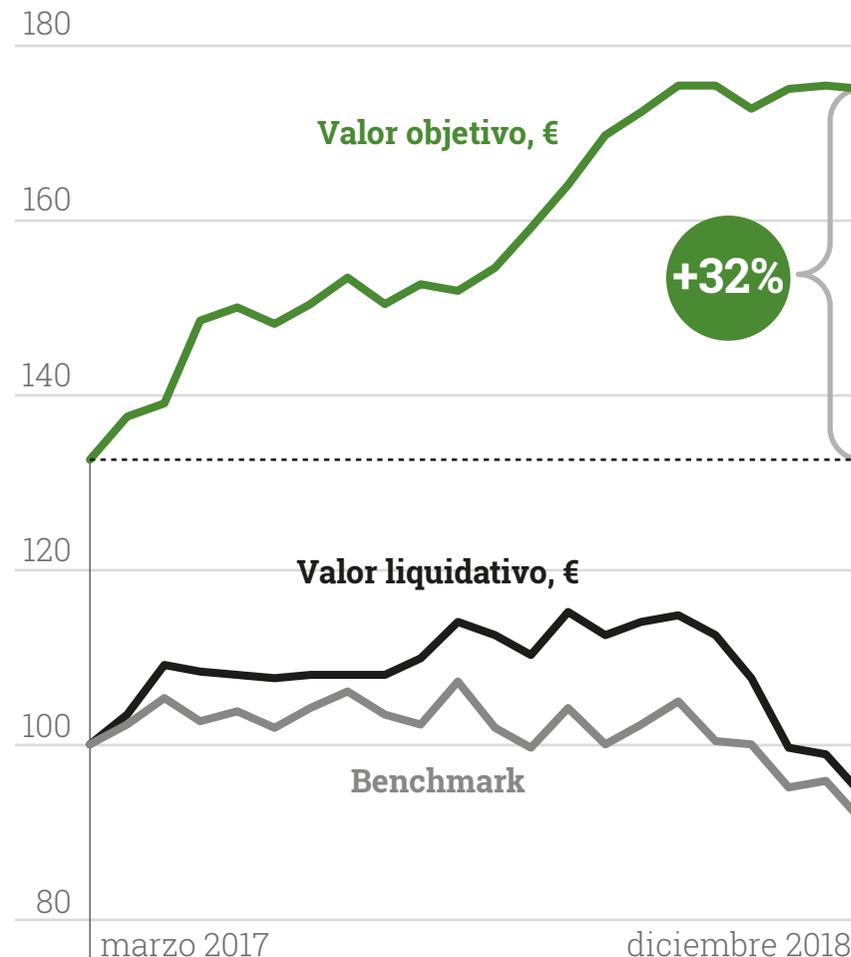
El diferencial negativo respecto al índice (-3,2%) durante 2018 se debe principalmente a la contribución negativa de **Duro Felguera** y **DIA** (-3% y -2% respectivamente). Sobre la primera ya explicamos las razones de su caída en la carta del tercer trimestre. Respecto a **DIA**, creemos que nos precipitamos y no esperamos a que la compañía bajase sus objetivos de márgenes ni a que hubiera un cambio de equipo directivo, puesto que pensábamos que una caída del -60% desde principios de años ya reflejaba ese escenario. Finalmente, no fue así.

Pero, lo más importante del 2018 es que gracias a la volatilidad del mercado hemos podido crear valor, en concreto, hemos aumentado nuestro precio objetivo un +15%, hasta los 175€/ participación, lo que implica un 85% de potencial de revalorización. Cabe resaltar que desde el lanzamiento del fondo hemos incrementado el valor objetivo un +32%.

La experiencia nos ha demostrado que tarde o temprano el valor liquidativo tiende a alcanzar nuestro precio objetivo. Sabemos que en momentos de volatilidad en los que el valor liquidativo cae, esto es difícil de creer, pero recordarán el caso de **Ferrovial**, cuando cotizaba por debajo de 4€/acción y nosotros decíamos que valía 16€/acción.

Esta generación de valor se ha logrado gracias a una gestión activa de la cartera. Hemos aprovechado las caídas del mercado en la última parte del año para entrar o aumentar nuestra posición en algunas compañías que conocemos desde hace bastante tiempo.

A continuación, trataremos de explicar las razones de



estas compras, sin la intención ni de ser exhaustivos ni de desvelar todas nuestras cartas:

### **Semapa**

Es la vía más eficiente/barata de comprar **Navigator**, el mayor y más eficiente productor de papel de oficina de Europa. Sólo usando su valor de mercado, obtenemos un valor objetivo de ~20€/acción, mientras que a finales de diciembre cotizaba a 13€/acción. Si utilizáramos nuestra propia valoración de **Navigator**, el valor objetivo de **Semapa** sería sustancialmente más alto.

### **Acerinox**

Cíclica deprimida con poca deuda. Después de asistir al día del Inversor de **ACX**, reconfirmamos la calidad de: i) la compañía (uno de los operadores más eficientes del sector y el único con plantas en 4 continentes), y ii) de su equipo gestor. Como cualquier compañía cíclica, **ACX** hay que comprarla cuando nadie la quiera (como hicimos a finales del año), obviamente mientras que no haya cambiado nada en el sector estructuralmente hablando ni tenga problemas de deuda, como es el caso de **ACX**.

### **Melia**

Sólo el valor de los inmuebles que tiene en propiedad equivale a más de 15€/acc, a lo que habría que sumar el valor de su negocio de gestión hotelero.

### **Sacyr**

La acción ha estado penalizada por los litigios que mantiene con Panamá. Obviamente no sabemos cuál será el resultado de estos litigios, pero creemos que, aun asumiendo el peor escenario, **Sacyr** tiene un potencial interesante debido al valor que tiene su cartera de concesiones. Concesiones con muy poco riesgo de tráfico y en fases iniciales de su vida. A la vez, comprar **Sacyr** en cierta medida es la forma más barata/eficiente de comprar **Repsol**.

Estas compras han sido financiadas principalmente con la venta de **Telefónica** y **Ferrovial**, que han jugado su papel de compañías defensivas. Por ejemplo, mientras que **Ferrovial** se mantuvo prácticamente estable en torno a los 17-18€, **Sacyr** ha caído un -30% en el último trimestre, por lo que hemos cambiado **Ferrovial** por **Sacyr**.



Para aquellos inversores que estén preocupados por la situación macroeconómica en el mercado Ibérico, cabe resaltar que la exposición al ciclo económico de la **Cartera Ibérica** es en torno al 23%, siendo el resto compañías defensivas o compañías exportadoras.

No se ha llegado a ese porcentaje porque estemos preocupados por el ciclo económico, del cual somos agnósticos, sino que este 23% es el resultado de analizar compañía a

compañía y comparando valor y precio en cada caso.

En resumen, tenemos una **Cartera Ibérica** sólida, en la que cerca del 90% tiene un accionista de control que vela por nuestros intereses, donde somos dueños de negocios que conocemos desde hace varios años, de buena calidad (ROCE 26%), que cotizan a múltiplos atractivos (PER 8,5x) y con un potencial más que interesante del 85%.

Foto: **Juan Gómez, Unsplash**

## Cartera Grandes Compañías

Durante el año 2018, ha obtenido una rentabilidad negativa del -30,9%, frente a una caída del -4,1% para el índice de referencia, **MSCI World Net**.

Desde que el fondo **Cobas Grandes Compañías FI** comenzó a invertir en renta variable a principios de abril de 2017, ha obtenido una rentabilidad del -26,8%. El índice de referencia se depreció un -1,7%.

El valor objetivo de la cartera, 170€/participación, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un potencial de revalorización del 133%. Nuestro trabajo es seguir incrementando el valor de la cartera en el tiempo y esperamos que este valor se termine reflejando en su valor liquidativo.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2019 estimado de 5,6x y un ROCE del 27%.

En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el año, manteniéndose una fuerte exposición fuera de Europa y de la zona Euro. Mantenemos cubierto el 100% de la exposición a dólar.

Durante el año, la mayor contribución al resultado positivo de la cartera ha sido generada por **Israel Chemicals** (+2,3%) y **Petrobras** (+0,7%). Por otro lado, destaca el efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera por parte de **Aryzta** (-11,7%) y **Teekay Corp.** (-2,9%).

# NOVEDADES

Comentario **Cuarto Trimestre 2018**

En nuestra sección de novedades **Cobas AM**, el objetivo es darles un avance de los proyectos e iniciativas de la gestora, así como de los hitos más importantes acontecidos en el último trimestre.

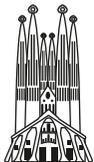
### **TERCERA CONFERENCIA ANUAL DE INVERSORES**

Este mes de febrero celebramos nuestra **Tercera Conferencia Anual de Inversores** en la que nuestro equipo presentará su estrategia de inversión y repasará la actualidad de la gestora. Para finalizar, habrá un turno de preguntas en el que podrán participar los asistentes.



#### **Madrid**

Martes, 5 de febrero. 17:30 horas  
Palacio Municipal de Congresos  
Avenida Capital de España, 7



#### **Barcelona**

Jueves, 14 de febrero. 17:30 horas  
Petit Palau - Palau de la Música Catalana  
Calle Palau de la Música, 4-6



Foto: **Arturo Lado**

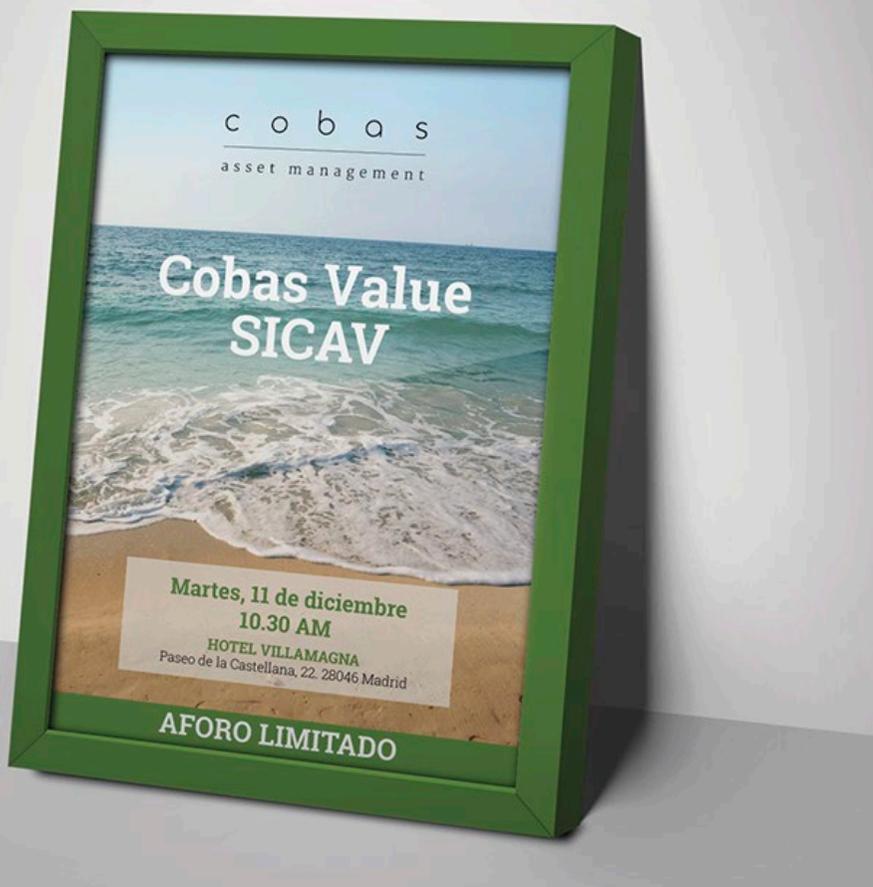


Foto: **Cobas Asset Management**

El número de plazas es limitado por lo que para poder asistir es imprescindible confirmar asistencia.

Aquellos inversores que no puedan asistir podrán seguir la conferencia de Madrid en directo por streaming a través de nuestra página web y nuestro grupo en la red social financiera **Finect**.

#### **PRESENTACIÓN COBAS VALUE SICAV**

El pasado 19 de diciembre de 2018 quedó inscrito en la **CNMV** nuestro nuevo vehículo de inversión, **Cobas Value SICAV**. Con motivo de este lanzamiento, el pasado día 11 de diciembre **Cobas Asset Management** organizó un desayuno en el Hotel Villamagna de Madrid en el que intervino **Francisco García Paramés** y presentó el nuevo producto de nuestra gestora.

**Cobas Value SICAV** es una replica a **Cobas Selección FI**, invirtiendo un 90% en renta variable internacional y un 10% en renta variable ibérica.

## ENCUENTRO COBAS AM EN VALENCIA

Desde el departamento de **Relación con Inversores** seguimos organizando eventos en diferentes ciudades de la geografía española ya que consideramos que es clave transmitir nuestra filosofía de inversión y poner en conocimiento de todos los coinversores la composición de nuestras carteras de inversión.

En esta ocasión la ciudad elegida fue Valencia. El encuentro se realizó el día 21 de noviembre en el Hotel Westin. La convocatoria fue un éxito y tuvimos la oportunidad una vez más de acercarnos y dialogar con nuestros coinversores.

En el evento, **Carlos González**, subdirector de **Relación con Inversores**, explicó nuestras cifras clave, nuestra filosofía de inversión y productos. Como cierre del encuentro, **Juan Cantus**, analista, describió en detalle las carteras internacional e ibérica y sus estrategias de inversión.

Foto: **José Ros, Unsplash**

Comentario **Cuarto Trimestre 2018**



### CONFERENCIA VALUE INVESTING EN LUXEMBURGO

El pasado 24 de octubre **Andrés Allende**, miembro de nuestro equipo de análisis, representó a **Cobas AM** en la **Conferencia Internacional de Value Investing en Luxemburgo**, conocida por el alto nivel de intercambio de ideas sobre la inversión value entre profesionales financieros a nivel mundial.

Los asistentes pudieron profundizar en diversas ideas de análisis, así como en cuestiones concretas de inversión. En lo que respecta a nuestra gestora, **Andrés Allende** presentó el caso de inversión de **Samsung**, cuyo video podrán visualizar en el canal de **YouTube** de **valueDACH Value Investing Community**

<https://www.youtube.com/watch?v=jfxaOxexTwM>



Foto: **Thomas William, Unsplash**



### **RANKIA FUNDS EXPERIENCE EN SANTIAGO DE CHILE**

El pasado 15 de noviembre, **Gema Martín** y **Patricio Díez**, miembros de nuestro equipo internacional de Relación con Inversores, participaron en la **Conferencia Rankia Funds Experience** celebrada en Santiago de Chile.

Durante este encuentro, nuestros compañeros mantuvie-

ron diversas reuniones de trabajo una selecta representación de inversores institucionales y selectores de fondos chilenos.

Nuestra presencia en Chile responde al interés de estar cerca de los inversores internacionales y de dar a conocer con transparencia nuestra filosofía de inversión.

Foto: **Pablo García Saldaña**, Unsplash

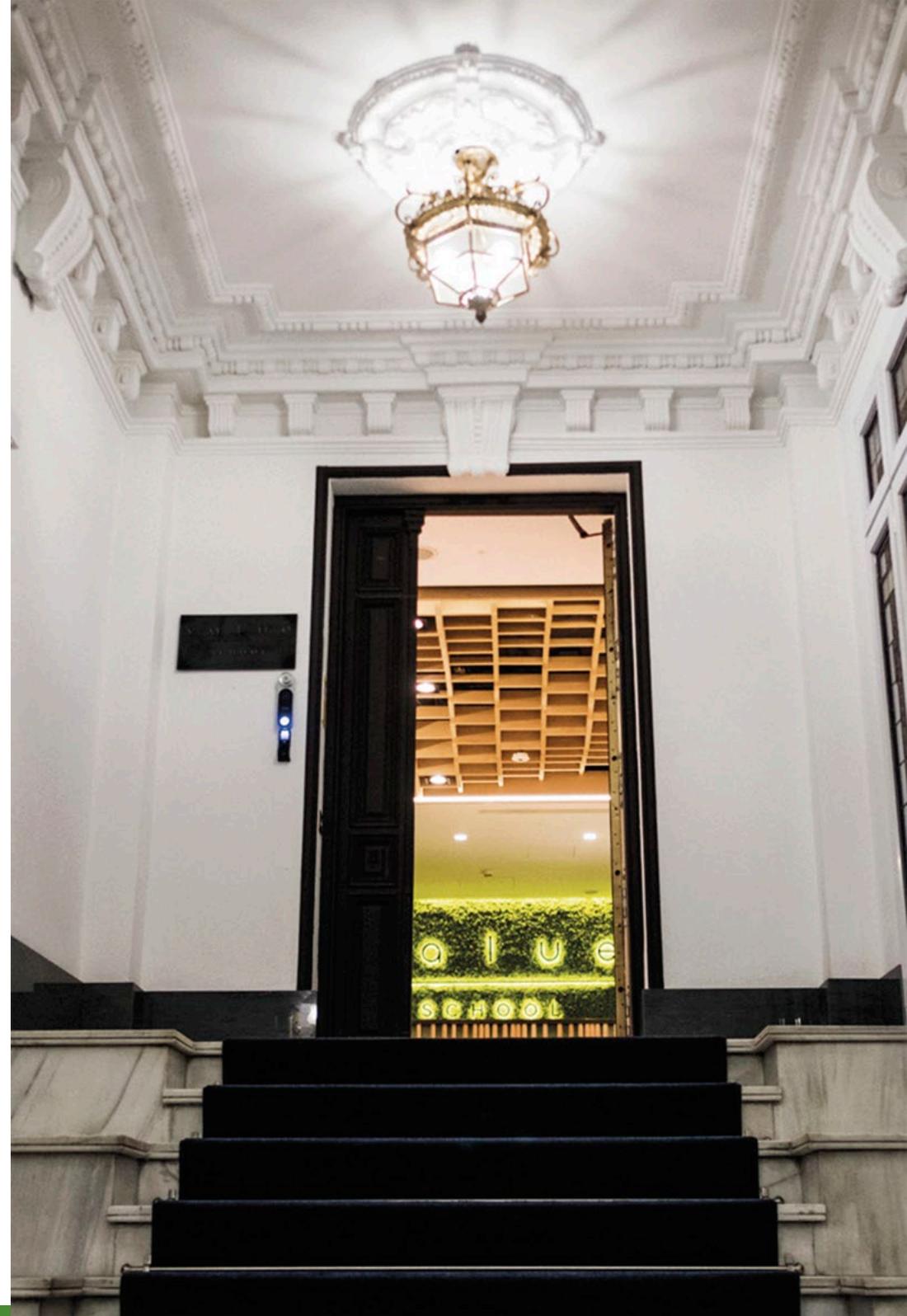
## VALUE SCHOOL

**Cobas Asset Management** colabora y apoya la labor divulgativa de **Value School** en el fomento de la cultura financiera desde una perspectiva neutra e independiente. Con esta labor formativa ayudamos a las personas en su aprendizaje para que puedan tomar decisiones sobre el ahorro mediante una inversión consciente y meditada.

Semanalmente en nuestra sede celebramos eventos con gestores, presentaciones de libros, master class sobre temas financieros y charlas 'value' abiertas a todo el público.

Por otro lado, tras el éxito de la **Escuela de Verano, Value School** co-organiza con diferentes asociaciones de estudiantes **Viernes Value**, 17 jornadas presenciales de puertas abiertas y on-line de formación financiera. Estas sesiones se impartirán hasta el 7 de junio de este año. Esperamos que esta iniciativa tenga tan buena acogida como sucedió con la **Escuela de Verano**.

Foto: **Diego Martínez**



# ANEXOS

## Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 4T		Revaloración 2018		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
<b>Selección FI</b>	77,5 €	180 €	133%	-22,4%	-11,3%	-29,6%	-10,6%	-22,5%	-1,4%	7,3x	27%	728,8	97%
<b>Internacional FI</b>	72,5 €	173 €	138%	-23,5%	-11,3%	-31,4%	-10,6%	-27,5%	-4,8%	7,2x	26%	377,3	98%
<b>Iberia FI</b>	94,6 €	175 €	85%	-12,3%	-8,9%	-14,1%	-10,9%	-5,4%	-8,6%	8,5x	26%	56,5	99%
<b>Grandes Compañías FI</b>	73,2 €	170€	133%	-23,9%	-12,0%	-30,9%	-4,1%	-26,8%	-1,7%	5,6x	27%	18,8	97%
<b>Renta FI</b>	91,9 €			-5,2%		-8,7%		-8,1%				17,0	13%
<b>Concentrados FIL</b>	56,6 €			-29,1%	-11,3%	-43,4%	-10,6%	-43,4%	-10,6%			22,0	97%

## Planes de pensiones

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 4T		Revaloración 2018		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
<b>Global PP</b>	71,6€	163€	128%	-22,1%	-11,3%	-29,3%	-10,6%	-28,4%	-7,8%	6,9x	26%	37,0	96%
<b>Mixto Global PP</b>	77,6€	151€	94%	-17,4%		-23,7%		-22,4%		5,2x	19%	4,0	71%

## Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 4T		Revaloración 2018		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
<b>International EUR</b>	72,5 €	173 €	139%	-23,2%	11,3%	-31,5%	-10,6%	-27,5%	-1,4%	7,3x	26%	16,6	99%
<b>International USD</b>	84,8 \$	203 \$	139%	-22,6%	11,3%	-29,6%	-10,6%	-24,9%	-1,4%	7,3x	26%	1,2	99%
<b>Selection EUR</b>	14.979,5 €	34.902 €	133%	-22,4%	11,3%	-29,8%	-10,6%	-27,0%	-1,4%	7,1x	25%	84,1	99%
<b>Selection USD</b>	25.102,7 \$	58.489 \$	133%	-21,9%	11,3%	-28,0%	-10,6%	-24,6%	-1,4%	7,1x	25%	1,0	99%
<b>Concentrated EUR</b>	57,3 €			-28,9%	11,3%	-42,6%	-10,6%	-42,6%	-10,6%			8,1	99%
<b>Concentrated USD</b>	58,7 \$			-28,3%	11,3%	-41,0%	-10,6%	-41,0%	-10,6%			1,0	99%

- El **valor objetivo** de nuestros fondos está basado en cálculos y estimaciones internas y Cobas Asset Management no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vaya a alcanzar.
- **Fecha inicio** de los fondos. 31 de diciembre de 2016 para Cobas Selección FI. 15 de marzo de 2017 para Cobas Internacional FI. 3 de abril de 2017 para Cobas Iberia FI, Cobas Grandes Compañías FI y Cobas Renta FI. 17 de abril de 2017 para Cobas Selection Fund EUR y USD. 1 de junio de 2017 para Cobas International Fund EUR. 6 de junio de 2017 para Cobas International Fund USD. 18 de julio de 2017 para Cobas Global PP y Cobas Mixto Global PP. 31 de diciembre de 2017 para Cobas Concentrados FIL y Cobas Concentrated Fund EUR y USD.
- **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selección FI, Cobas Internacional, Cobas Concentrados FIL, Cobas Selection EUR y USD, Cobas International EUR y USD, Cobas Concentrated EUR y USD y Cobas Global PP FI. MSCI World Net EUR para Cobas Grandes Compañías FI. 80% IGBM Total y 20% PSI20 Total Return para Cobas Iberia FI

	<b>Cobas Internacional FI</b> ES0119199000	<b>Cobas Iberia FI</b> ES0119184002	<b>Cobas Grandes Compañías FI</b> ES0113728002	<b>Cobas Selección FI</b> ES0124037005	<b>Cobas Renta FI</b> ES0119207001																																																																																																																																																																					
<b>Top 10</b>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Aryzta</td><td>9,5%</td><td>6,3%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,9%</td><td>5,1%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>4,8%</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>4,5%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>4,1%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>3,7%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>3,3%</td><td>4,9%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>3,1%</td><td>2,8%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>3,0%</td><td>2,8%</td></tr> <tr><td>Golar</td><td>2,9%</td><td>3,1%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Aryzta	9,5%	6,3%	Teekay LNG	4,9%	5,1%	International Seaways	4,8%	4,3%	Renault	4,5%	4,0%	Babcock	4,1%	4,0%	Dixons Carphone	3,7%	4,0%	Teekay Corp	3,3%	4,9%	Porsche	3,1%	2,8%	Hyundai Motor	3,0%	2,8%	Golar	2,9%	3,1%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Elecnor</td><td>10,6%</td><td>8,0%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>8,8%</td><td>8,6%</td></tr> <tr><td>Sacyr</td><td>5,6%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>5,1%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Bankia</td><td>4,7%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Mota Engil</td><td>4,7%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>4,6%</td><td>5,2%</td></tr> <tr><td>Prosegur Cash</td><td>4,3%</td><td>3,1%</td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>4,2%</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Quabit</td><td>3,5%</td><td>4,4%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Elecnor	10,6%	8,0%	Técnicas Reunidas	8,8%	8,6%	Sacyr	5,6%	3,9%	Vocento	5,1%	4,6%	Bankia	4,7%	3,9%	Mota Engil	4,7%	4,2%	Atalaya Mining	4,6%	5,2%	Prosegur Cash	4,3%	3,1%	Semapa	4,2%	1,0%	Quabit	3,5%	4,4%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Aryzta</td><td>9,0%</td><td>6,9%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>6,2%</td><td>5,4%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>6,2%</td><td>7,1%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>5,8%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Mylan</td><td>4,6%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>OCI</td><td>4,5%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Teva</td><td>4,3%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Impex Corp</td><td>4,3%</td><td>3,0%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,0%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>3,5%</td><td>2,9%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Aryzta	9,0%	6,9%	Renault	6,2%	5,4%	Babcock	6,2%	7,1%	Porsche	5,8%	4,6%	Mylan	4,6%	4,2%	OCI	4,5%	2,9%	Teva	4,3%	3,6%	Impex Corp	4,3%	3,0%	Teekay LNG	4,0%	3,6%	Hyundai Motor	3,5%	2,9%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Aryzta</td><td>8,6%</td><td>5,8%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,3%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>4,3%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>4,0%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>3,6%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>3,3%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>3,0%</td><td>4,5%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>2,8%</td><td>2,5%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>2,7%</td><td>2,5%</td></tr> <tr><td>Golar</td><td>2,5%</td><td>2,8%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Aryzta	8,6%	5,8%	Teekay LNG	4,3%	4,6%	International Seaways	4,3%	3,9%	Renault	4,0%	3,6%	Babcock	3,6%	3,7%	Dixons Carphone	3,3%	3,6%	Teekay Corp	3,0%	4,5%	Porsche	2,8%	2,5%	Hyundai Motor	2,7%	2,5%	Golar	2,5%	2,8%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Teekay LNG</td><td>2,6%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>1,9%</td><td>3,4%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>1,7%</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>1,0%</td><td>1,1%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>0,9%</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>0,7%</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>0,7%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>0,6%</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>0,6%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Daiwa Industries</td><td>0,6%</td><td>0,5%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Teekay LNG	2,6%	2,9%	Teekay Corp	1,9%	3,4%	Aryzta	1,7%	1,2%	Técnicas Reunidas	1,0%	1,1%	Renault	0,9%	0,5%	Babcock	0,7%	1,0%	International Seaways	0,7%	0,8%	Elecnor	0,6%	0,5%	Dixons Carphone	0,6%	0,8%	Daiwa Industries	0,6%	0,5%
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Aryzta	9,5%	6,3%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,9%	5,1%																																																																																																																																																																								
International Seaways	4,8%	4,3%																																																																																																																																																																								
Renault	4,5%	4,0%																																																																																																																																																																								
Babcock	4,1%	4,0%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	3,7%	4,0%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	3,3%	4,9%																																																																																																																																																																								
Porsche	3,1%	2,8%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	3,0%	2,8%																																																																																																																																																																								
Golar	2,9%	3,1%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Elecnor	10,6%	8,0%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	8,8%	8,6%																																																																																																																																																																								
Sacyr	5,6%	3,9%																																																																																																																																																																								
Vocento	5,1%	4,6%																																																																																																																																																																								
Bankia	4,7%	3,9%																																																																																																																																																																								
Mota Engil	4,7%	4,2%																																																																																																																																																																								
Atalaya Mining	4,6%	5,2%																																																																																																																																																																								
Prosegur Cash	4,3%	3,1%																																																																																																																																																																								
Semapa	4,2%	1,0%																																																																																																																																																																								
Quabit	3,5%	4,4%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Aryzta	9,0%	6,9%																																																																																																																																																																								
Renault	6,2%	5,4%																																																																																																																																																																								
Babcock	6,2%	7,1%																																																																																																																																																																								
Porsche	5,8%	4,6%																																																																																																																																																																								
Mylan	4,6%	4,2%																																																																																																																																																																								
OCI	4,5%	2,9%																																																																																																																																																																								
Teva	4,3%	3,6%																																																																																																																																																																								
Impex Corp	4,3%	3,0%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,0%	3,6%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	3,5%	2,9%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Aryzta	8,6%	5,8%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,3%	4,6%																																																																																																																																																																								
International Seaways	4,3%	3,9%																																																																																																																																																																								
Renault	4,0%	3,6%																																																																																																																																																																								
Babcock	3,6%	3,7%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	3,3%	3,6%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	3,0%	4,5%																																																																																																																																																																								
Porsche	2,8%	2,5%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	2,7%	2,5%																																																																																																																																																																								
Golar	2,5%	2,8%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	2,6%	2,9%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	1,9%	3,4%																																																																																																																																																																								
Aryzta	1,7%	1,2%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	1,0%	1,1%																																																																																																																																																																								
Renault	0,9%	0,5%																																																																																																																																																																								
Babcock	0,7%	1,0%																																																																																																																																																																								
International Seaways	0,7%	0,8%																																																																																																																																																																								
Elecnor	0,6%	0,5%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	0,6%	0,8%																																																																																																																																																																								
Daiwa Industries	0,6%	0,5%																																																																																																																																																																								
<b>Distribución geográfica</b> (Porcentaje peso actual cartera)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Resto Europa</td><td>32,1%</td></tr> <tr><td>Zona Euro</td><td>25,1%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>23,6%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>16,9%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>2,3%</td></tr> </tbody> </table>	Resto Europa	32,1%	Zona Euro	25,1%	EEUU	23,6%	Asia	16,9%	Liquidez	2,3%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>España</td><td>74,2%</td></tr> <tr><td>Portugal</td><td>17,5%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>1,3%</td></tr> </tbody> </table>	España	74,2%	Portugal	17,5%	Otros	7,0%	Liquidez	1,3%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>31,9%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>26,8%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>19,9%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>15,9%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>3,3%</td></tr> <tr><td>Latam</td><td>2,2%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	31,9%	EEUU	26,8%	Resto Europa	19,9%	Asia	15,9%	Liquidez	3,3%	Latam	2,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>31,4%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>29,1%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>21,1%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>15,3%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>3,0%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	31,4%	Resto Europa	29,1%	EEUU	21,1%	Asia	15,3%	Liquidez	3,0%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>78,4%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>8,2%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>8,7%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>1,5%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	78,4%	Resto Europa	8,2%	EEUU	8,7%	Asia	1,5%	Liquidez	3,2%																																																																																																																			
Resto Europa	32,1%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	25,1%																																																																																																																																																																									
EEUU	23,6%																																																																																																																																																																									
Asia	16,9%																																																																																																																																																																									
Liquidez	2,3%																																																																																																																																																																									
España	74,2%																																																																																																																																																																									
Portugal	17,5%																																																																																																																																																																									
Otros	7,0%																																																																																																																																																																									
Liquidez	1,3%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	31,9%																																																																																																																																																																									
EEUU	26,8%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	19,9%																																																																																																																																																																									
Asia	15,9%																																																																																																																																																																									
Liquidez	3,3%																																																																																																																																																																									
Latam	2,2%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	31,4%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	29,1%																																																																																																																																																																									
EEUU	21,1%																																																																																																																																																																									
Asia	15,3%																																																																																																																																																																									
Liquidez	3,0%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	78,4%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	8,2%																																																																																																																																																																									
EEUU	8,7%																																																																																																																																																																									
Asia	1,5%																																																																																																																																																																									
Liquidez	3,2%																																																																																																																																																																									
<b>Distribución divisa</b> (Porcentaje sobre el bruto)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>25,4%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>23,6%*</td></tr> <tr><td>Libra esterlina</td><td>15,7%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>12,4%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>9,5%</td></tr> <tr><td>Corona noruega</td><td>5,9%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,5%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	25,4%	Dólar EEUU	23,6%*	Libra esterlina	15,7%	Won coreano	12,4%	Franco suizo	9,5%	Corona noruega	5,9%	Yen japonés	3,8%	Otros	1,5%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>100,0%</td></tr> </tbody> </table>	Euro	100,0%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>31,9%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>26,8%*</td></tr> <tr><td>Libra esterlina</td><td>10,9%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>10,4%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>9,0%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Real brasileño</td><td>2,2%</td></tr> <tr><td>Dólar taiwanés</td><td>1,2%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	31,9%	Dólar EEUU	26,8%*	Libra esterlina	10,9%	Won coreano	10,4%	Franco suizo	9,0%	Yen japonés	4,3%	Real brasileño	2,2%	Dólar taiwanés	1,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>31,7%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>21,1%*</td></tr> <tr><td>Libra esterlina</td><td>14,1%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>11,2%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>8,6%</td></tr> <tr><td>Corona noruega</td><td>5,5%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>3,5%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,4%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	31,7%	Dólar EEUU	21,1%*	Libra esterlina	14,1%	Won coreano	11,2%	Franco suizo	8,6%	Corona noruega	5,5%	Yen japonés	3,5%	Otros	1,4%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>78,4%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>8,7%*</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>4,4%</td></tr> <tr><td>Corona noruega</td><td>2,4%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>0,6%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	78,4%	Dólar EEUU	8,7%*	Franco suizo	4,4%	Corona noruega	2,4%	Yen japonés	0,6%																																																																																																									
Euro	25,4%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	23,6%*																																																																																																																																																																									
Libra esterlina	15,7%																																																																																																																																																																									
Won coreano	12,4%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	9,5%																																																																																																																																																																									
Corona noruega	5,9%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	3,8%																																																																																																																																																																									
Otros	1,5%																																																																																																																																																																									
Euro	100,0%																																																																																																																																																																									
Euro	31,9%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	26,8%*																																																																																																																																																																									
Libra esterlina	10,9%																																																																																																																																																																									
Won coreano	10,4%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	9,0%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	4,3%																																																																																																																																																																									
Real brasileño	2,2%																																																																																																																																																																									
Dólar taiwanés	1,2%																																																																																																																																																																									
Euro	31,7%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	21,1%*																																																																																																																																																																									
Libra esterlina	14,1%																																																																																																																																																																									
Won coreano	11,2%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	8,6%																																																																																																																																																																									
Corona noruega	5,5%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	3,5%																																																																																																																																																																									
Otros	1,4%																																																																																																																																																																									
Euro	78,4%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	8,7%*																																																																																																																																																																									
Franco suizo	4,4%																																																																																																																																																																									
Corona noruega	2,4%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	0,6%																																																																																																																																																																									
<b>Contribución a la rentabilidad</b> (Datos anuales de 2018 y en porcentaje)	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,7%</td></tr> <tr><td>Nevsun Resources</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>G-III Apparel Group</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Shire</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>DHT Holdings</td><td>0,3%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Renault</td><td>-1,3%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>-1,4%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>-2,2%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-3,5%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>-11,7%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,7%	Nevsun Resources	0,6%	G-III Apparel Group	0,4%	Shire	0,3%	DHT Holdings	0,3%	Detractores		Renault	-1,3%	Dixons Carphone	-1,4%	Teekay LNG	-2,2%	Teekay Corp	-3,5%	Aryzta	-11,7%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Euskaltel</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Almirall</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>FCC</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Logista</td><td>0,4%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Bankia</td><td>-1,3%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>-1,5%</td></tr> <tr><td>DIA</td><td>-2,0%</td></tr> <tr><td>Mota Engil</td><td>-2,2%</td></tr> <tr><td>Duro Felguera</td><td>-2,8%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Euskaltel	1,0%	Almirall	0,6%	FCC	0,5%	Elecnor	0,5%	Logista	0,4%	Detractores		Bankia	-1,3%	Vocento	-1,5%	DIA	-2,0%	Mota Engil	-2,2%	Duro Felguera	-2,8%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>2,3%</td></tr> <tr><td>Petrobras</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Shire</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Gilead Sciences</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Iliad</td><td>0,2%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Renault</td><td>-1,6%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>-1,7%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>-1,8%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-2,8%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>-11,8%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	2,3%	Petrobras	0,7%	Shire	0,4%	Gilead Sciences	0,3%	Iliad	0,2%	Detractores		Renault	-1,6%	Babcock	-1,7%	Teekay LNG	-1,8%	Teekay Corp	-2,8%	Aryzta	-11,8%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,6%</td></tr> <tr><td>Nevsun Resources</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>G-III Apparel Group</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Shire</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>DHT Holdings</td><td>0,2%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Renault</td><td>-1,2%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>-1,3%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>-2,0%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-3,3%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>-10,7%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,6%	Nevsun Resources	0,5%	G-III Apparel Group	0,4%	Shire	0,3%	DHT Holdings	0,2%	Detractores		Renault	-1,2%	Dixons Carphone	-1,3%	Teekay LNG	-2,0%	Teekay Corp	-3,3%	Aryzta	-10,7%																																																																						
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,7%																																																																																																																																																																									
Nevsun Resources	0,6%																																																																																																																																																																									
G-III Apparel Group	0,4%																																																																																																																																																																									
Shire	0,3%																																																																																																																																																																									
DHT Holdings	0,3%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Renault	-1,3%																																																																																																																																																																									
Dixons Carphone	-1,4%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	-2,2%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-3,5%																																																																																																																																																																									
Aryzta	-11,7%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Euskaltel	1,0%																																																																																																																																																																									
Almirall	0,6%																																																																																																																																																																									
FCC	0,5%																																																																																																																																																																									
Elecnor	0,5%																																																																																																																																																																									
Logista	0,4%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Bankia	-1,3%																																																																																																																																																																									
Vocento	-1,5%																																																																																																																																																																									
DIA	-2,0%																																																																																																																																																																									
Mota Engil	-2,2%																																																																																																																																																																									
Duro Felguera	-2,8%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	2,3%																																																																																																																																																																									
Petrobras	0,7%																																																																																																																																																																									
Shire	0,4%																																																																																																																																																																									
Gilead Sciences	0,3%																																																																																																																																																																									
Iliad	0,2%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Renault	-1,6%																																																																																																																																																																									
Babcock	-1,7%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	-1,8%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-2,8%																																																																																																																																																																									
Aryzta	-11,8%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,6%																																																																																																																																																																									
Nevsun Resources	0,5%																																																																																																																																																																									
G-III Apparel Group	0,4%																																																																																																																																																																									
Shire	0,3%																																																																																																																																																																									
DHT Holdings	0,2%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Renault	-1,2%																																																																																																																																																																									
Dixons Carphone	-1,3%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	-2,0%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-3,3%																																																																																																																																																																									
Aryzta	-10,7%																																																																																																																																																																									
<b>Entradas y salidas</b>	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Entran en cartera</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td></td></tr> <tr><td>Scorpio Tankers</td><td></td></tr> <tr><td>Subsea7</td><td></td></tr> <tr><th colspan="2">Salen de cartera</th></tr> <tr><td>Israel Chemicals</td><td></td></tr> <tr><td>KT Corp ADR</td><td></td></tr> <tr><td>Iliad</td><td></td></tr> <tr><td>Teekay Tankers</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Entran en cartera		Maire Tecnimont		Scorpio Tankers		Subsea7		Salen de cartera		Israel Chemicals		KT Corp ADR		Iliad		Teekay Tankers		<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Entran en cartera</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Melia</td><td></td></tr> <tr><td>Acerinox</td><td></td></tr> <tr><th colspan="2">Salen de cartera</th></tr> <tr><td>Telefónica</td><td></td></tr> <tr><td>DIA</td><td></td></tr> <tr><td>Ferrovial</td><td></td></tr> <tr><td>CTT-Correios de Port.</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Entran en cartera		Melia		Acerinox		Salen de cartera		Telefónica		DIA		Ferrovial		CTT-Correios de Port.		<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Entran en cartera</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td></td></tr> <tr><td>Telefónica</td><td></td></tr> <tr><td>Iliad</td><td></td></tr> <tr><td>Teekay Tankers</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Entran en cartera		Israel Chemicals		Telefónica		Iliad		Teekay Tankers		<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Entran en cartera</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td>Subsea7</td></tr> <tr><td>Prosegur Cash</td><td>Atalaya Mining</td></tr> <tr><td>Mota Engil</td><td></td></tr> <tr><td>Scorpio Tankers</td><td></td></tr> <tr><td>Sonae SGPS</td><td></td></tr> <tr><th colspan="2">Salen de cartera</th></tr> <tr><td>Iliad</td><td>Teekay Tankers</td></tr> <tr><td>Israel Chemicals</td><td></td></tr> <tr><td>Telefónica</td><td></td></tr> <tr><td>KT Corp ADR</td><td></td></tr> <tr><td>Euskaltel</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Entran en cartera		Maire Tecnimont	Subsea7	Prosegur Cash	Atalaya Mining	Mota Engil		Scorpio Tankers		Sonae SGPS		Salen de cartera		Iliad	Teekay Tankers	Israel Chemicals		Telefónica		KT Corp ADR		Euskaltel		<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Entran en cartera</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Porsche</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Entran en cartera		Porsche																																																																																														
Entran en cartera																																																																																																																																																																										
Maire Tecnimont																																																																																																																																																																										
Scorpio Tankers																																																																																																																																																																										
Subsea7																																																																																																																																																																										
Salen de cartera																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals																																																																																																																																																																										
KT Corp ADR																																																																																																																																																																										
Iliad																																																																																																																																																																										
Teekay Tankers																																																																																																																																																																										
Entran en cartera																																																																																																																																																																										
Melia																																																																																																																																																																										
Acerinox																																																																																																																																																																										
Salen de cartera																																																																																																																																																																										
Telefónica																																																																																																																																																																										
DIA																																																																																																																																																																										
Ferrovial																																																																																																																																																																										
CTT-Correios de Port.																																																																																																																																																																										
Entran en cartera																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals																																																																																																																																																																										
Telefónica																																																																																																																																																																										
Iliad																																																																																																																																																																										
Teekay Tankers																																																																																																																																																																										
Entran en cartera																																																																																																																																																																										
Maire Tecnimont	Subsea7																																																																																																																																																																									
Prosegur Cash	Atalaya Mining																																																																																																																																																																									
Mota Engil																																																																																																																																																																										
Scorpio Tankers																																																																																																																																																																										
Sonae SGPS																																																																																																																																																																										
Salen de cartera																																																																																																																																																																										
Iliad	Teekay Tankers																																																																																																																																																																									
Israel Chemicals																																																																																																																																																																										
Telefónica																																																																																																																																																																										
KT Corp ADR																																																																																																																																																																										
Euskaltel																																																																																																																																																																										
Entran en cartera																																																																																																																																																																										
Porsche																																																																																																																																																																										

## Información y condiciones legales

Este documento tiene carácter comercial y se suministra con fines exclusivamente informativos, no pudiendo ser considerado en ningún caso como un elemento contractual, una recomendación, un asesoramiento personalizado o una oferta.

Tampoco puede considerarse como sustitutivo de los Datos Fundamentales del Inversor (DFI) o de cualquier otra información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión.

En caso de discrepancia, la información legal prevalece. Toda esa información legal estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: [www.cobasam.com](http://www.cobasam.com). Las referencias realizadas a **Cobas Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.** no pueden entenderse como generadoras de ningún tipo de obligación legal para dicha entidad.

Este documento incluye o puede incluir estimaciones o previsiones respecto a la evolución del negocio en el

futuro y a los resultados financieros, las cuales proceden de expectativas de **Cobas Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.** y están expuestas a factores, riesgos y circunstancias que podrían afectar a los resultados financieros de forma que pueden no coincidir con las estimaciones y proyecciones. **Cobas Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.** no se compromete a actualizar públicamente ni a comunicar la actualización del contenido de este documento si los hechos no son exactamente como se recogen en el presente o si se producen cambios en la información que contiene.

La entrega de este documento no supone la cesión de ningún derecho de propiedad intelectual o industrial sobre su contenido ni sobre ninguno de sus elementos integrantes, quedando expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, de cualquiera de ellos, salvo en los casos en que esté legalmente permitido.

c o b a s

---

a s s e t m a n a g e m e n t

Calle de José Abascal, 45  
Tercera planta  
28003 Madrid  
Tfno. 900 15 15 30  
[info@cobasam.com](mailto:info@cobasam.com)