

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

## Carta de **Francisco García Paramés** a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19) 23 marzo 2020

### Estimado partícipe,

Continuamos con el ejercicio de mayor comunicación comenzado la semana pasada y actualizamos el impacto de la crisis en nuestras carteras y en **Cobas Asset Management** en general. Mantendremos estas comunicaciones con la regularidad que requieran los acontecimientos.

En **Cobas AM** seguimos operando sin novedades, ni incidencias relevantes. A pesar de trabajar desde nuestras casas la intensidad está siendo igual o superior a la de épocas normales, pues la facilidad tecnológica lo permite. Durante la semana se han realizado 1.335 operaciones con clientes, siendo 1.157, un 87%, operaciones de suscripción o traspaso de entrada. Realmente muchos inversores están aprovechando la oportunidad que nos presenta el mercado en las situaciones de mucha incertidumbre.

A continuación, vamos a pasar a analizar la situación de las carteras. Recordamos que trabajamos a partir de estimaciones o previsiones de la evolución de los negocios en el futuro y de sus resultados financieros, y que éstas se basan en las expectativas de **Cobas AM** y están expuestas a factores, riesgos y circunstancias que podrían afectar a los resultados financieros, de forma que pueden no cumplirse.

### Cartera Internacional

Durante la semana hemos mantenido contactos telefónicos y videoconferencias con numerosas compañías. En prácticamente todos estos contactos se confirman las estimaciones que dábamos la semana pasada: únicamente un 20% de la cartera verá afectadas significativamente sus ventas en los próximos meses.

En cuanto a las compañías afectadas comentadas la semana pasada se confirma el impacto en los fabricantes de automóviles y en los retailers.

Las ventas de coches (6% de la cartera) se están colapsando en Europa, y la clave es que las compa-

Carta de **Francisco García Paramés**  
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)  
23 marzo 2020

ñías tengan liquidez suficiente para soportar unos meses con ventas muy bajas. **Renault** confirmó que dispone de 15bn de euros de liquidez, entre caja y disponibilidad de créditos, y hay que recordar que en 2009 sus pérdidas de caja fueron de 4bn, por lo que parecería suficiente. Como punto positivo las ventas en China se van recuperando, -45% en la segunda semana de marzo (habían sido -80% en febrero) y por ejemplo, **TI Fluid**, compañía en la que tenemos una posición pequeña (<0.5%) ya tiene sus fábricas en Corea y China funcionando al 95%.

**Dixons** (4%) nuestro principal retailer indicó el martes que hasta ese momento apenas habían tenido impacto en las ventas, pero es lógico pensar que lo acabarán teniendo, dadas las circunstancias, porque las ventas online de aparatos electrónicos y electrodomésticos no compensarán las ventas perdidas en las tiendas.

En **Aryzta** (6%) pensamos que el impacto puede ser mayor del “moderado” que indicábamos inicialmente pues los cierres de restaurantes, hoteles, etc, no parece que puedan ser compensados por el incremento de ventas en supermercados.

Nuestras compañías extractoras de petróleo (3%), sufrirán bajadas de beneficios, lógicamente, pero tienen costes de producción inferiores a 20\$, lo que les da fortaleza para soportar la actual guerra de precios.

Después de hablar de las compañías afectadas nos centramos ahora en el resto. Este grupo de compañías, que es la gran mayoría, nos dicen que de momento todo marcha conforme a lo previsto.

Infraestructuras de LNG (25% de la cartera): Hemos hablado con **Teekay**, **Golar** y **Hoegh**. El riesgo de fallo de alguno de los 100 contratos es muy bajo, y mantienen su previsión de resultados. Recordemos que aunque nos gusta el sector no llegamos a invertir en otras compañías del mismo, como **Gaslog** o **Flex**, por su falta de contratos a largo plazo y su exposición a los riesgos a corto plazo.

El CEO de **Teekay LNG**, Mark Kremin, comentó públicamente el miércoles que mantienen la estimación de beneficio que han comunicado previamente al mercado, pues sus 60 barcos están trabajando con normalidad, aunque con cuidado para que las tripulaciones no se contagien. El viernes **TGP** confirmó su dividendo de un \$1, lo que supone una rentabilidad por dividendo del 13% a la cotización actual (y recordemos que solo reparten en dividendos 1/3 de los beneficios...)

**Golar** anunció esta semana que la central térmica de Segipe, Brasil, la más grande de Latinoamérica, ha pasado su periodo de pruebas y comienza a funcionar en los próximos días, así como la terminal de importación de LNG. Con ello empezarán a ingresar un mínimo de 100 millones de dólares anuales durante 20 años. También anunció el lunes un nuevo acuerdo para establecer una terminal en el estado de Pernanbuco y distribuir LNG en ese estado.

Y en cualquier caso la actividad de comercio de LNG sigue a buen ritmo, pues el consumo de gas es un consumo bastante estable, con una menor dependencia de los ciclos económicos que otras materias primas, como el petróleo. **ENN**, uno de los líderes en la distribución de gas en China explicó el lunes que después de caer la demanda un 5% en enero y febrero en sus áreas de influencia, en marzo ya están recuperando y esperan crecimiento del 12/15% para todo el año. Recordemos que el 78% de la demanda de LNG en 2019 vino de Asia, que parece haber pasado el pico de la crisis. De hecho el mercado a corto plazo de fletes de LNG ha mejorado sustancialmente en las últimas dos semanas (de

Carta de **Francisco García Paramés**  
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)

23 marzo 2020

35.000 \$ diarios a más de 50.000 \$), lo que afecta poco a nuestras compañías por sus contratos a largo plazo, pero ayudará a mejorar el sentimiento a corto plazo hacia el sector. También hacia **Golar**, pues una pequeña parte de sus resultados está expuesta a ese mercado a corto.

También hemos mantenido contacto con **CIR**, **Maire Tecnimont**, **Babcock**, **Petrofac** y **OCI** (25% de la cartera). Compañías que confirman que no esperan a corto plazo tener impacto significativo en sus ingresos, dada la naturaleza de sus negocios. Únicamente la actividad de servicios de emergencias de **Babcock** (10/12% de los resultados) se ve afectada por los menores volúmenes. También todas ellas están cambiando la manera de trabajar para evitar contagios.

Para **CIR** son relevantes los comentarios de **Orpea** (líder europeo en residencias para mayores) el miércoles: mantienen las perspectivas de resultados para el año y están teniendo más interés en sus residencias, pues a pesar de los problemas en algunas, son entornos más seguros para estas personas. En **CIR** ha habido casos de virus en sus residencias, como en **Orpea**, pero por el momento tampoco parece que vayan a tener un impacto significativo.

Por último, los precios que marcan el transporte de crudo y derivados continúan altísimos (\$150.000 vs \$30.000 hace dos semanas) lo que continúa favoreciendo nuestra exposición a ellos (9%), especialmente en **INSW**.

Por tanto y con la información disponible a día de hoy mantenemos las expectativas en la mayoría de los valores.

### **Cartera Ibérica**

Repasando ahora la cartera ibérica se confirma que el mayor impacto lo tendremos en las compañías inmobiliarias (9%) y en **Meliá** (4%). Las ventas inmobiliarias se podrán recuperar (ya está ocurriendo en marzo en China), pero **Meliá** no recuperará las habitaciones no ocupadas estos días. La compañía está tomando medidas drásticas, como reducciones del sueldo del 50% y afronta la situación con una deuda reducida: la valoración de sus hoteles es de +3.5bn de euros y solo tiene hipotecas por valor de menos del 10% de sus activos.

Aunque nuestra exposición es pequeña al sector de automóviles, **CIE** y **Gestamp** (2%) el sector también esta siendo afectado, como hemos indicado.

Hemos reducido nuestra exposición al sector financiero durante estos días, pues vemos demasiadas incógnitas para un sector que trabaja estructuralmente con alto grado de endeudamiento.

El último sector afectado es el de los medios de comunicación (10%), por la caída de la publicidad. Este impacto es real, pero está claro que el valor del contenido de los medios se ve realzado durante esta época de crisis, con la expectativa de que ello suponga un fortalecimiento de los modelos de negocio a largo plazo.

En total, por tanto, un 30% de la cartera puede sufrir un impacto claro en sus ventas a corto plazo.

Carta de **Francisco García Paramés**  
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)

23 marzo 2020

El resto de inversiones principales de la cartera ibérica, **Elecnor, Técnicas Reunidas, Semapa, Prosegur, Grupo Sonae, Befesa, Miquel i Costas**, etc, están sufriendo un impacto menor o nulo, tomando las medidas de seguridad necesarias para mantener las operaciones.

En su conjunto en la cartera ibérica el 85% del peso está en compañías con deuda moderada (menos de 2x deuda/ebitda o asignada a proyecto). En la más endeudada, **Quabit**, la deuda más cara está ligada a la entrega de viviendas, en parte ya prevendidas, aunque no hay que olvidar que una prolongación de la crisis tendrá mayor impacto.

### Resumen

- Un 20% de las compañías de la cartera internacional y un 30% de la cartera ibérica están viendo afectadas seriamente sus ventas por la crisis.
- Un 80% y un 70% respectivamente están sufriendo un impacto pequeño o nulo.
- Estimamos que la pérdida de valor permanente en los fondos está siendo pequeña, y toda ella derivada de las pérdidas que sean permanentes en sus ventas (**Meliá**, etc). Hay que recordar que el valor de una compañía está determinado por su capacidad de generar beneficios a largo plazo, no por situaciones puntuales.
- En **Cobas AM** continuamos operando con normalidad, dadas las circunstancias.

Hay que resaltar por último que estando en bastantes casos injustificadas las caídas de las cotizaciones, el hecho de que se estén recomprando acciones para cancelarlas hace que el daño a corto plazo se vea compensado por un mayor valor a largo plazo. En **Teekay LNG** tienen un programa de compra de acciones \$100m, que obviamente es más efectivo con la acción a \$8 que a \$15. Es decir, el sufrimiento a corto plazo se compensa con mayor valor a largo plazo.

Estas son nuestras mejores estimaciones a día de hoy. Aunque en algunos países asiáticos parece que lo peor ha pasado, en Europa y USA todavía no se ha llegado a los peores momentos, por lo que estaremos muy atentos a lo que suceda.

Un cordial saludo,



**Francisco García Paramés**