

c o b a s
asset management



Comentario
Segundo Trimestre 2020

Estimado partícipe:

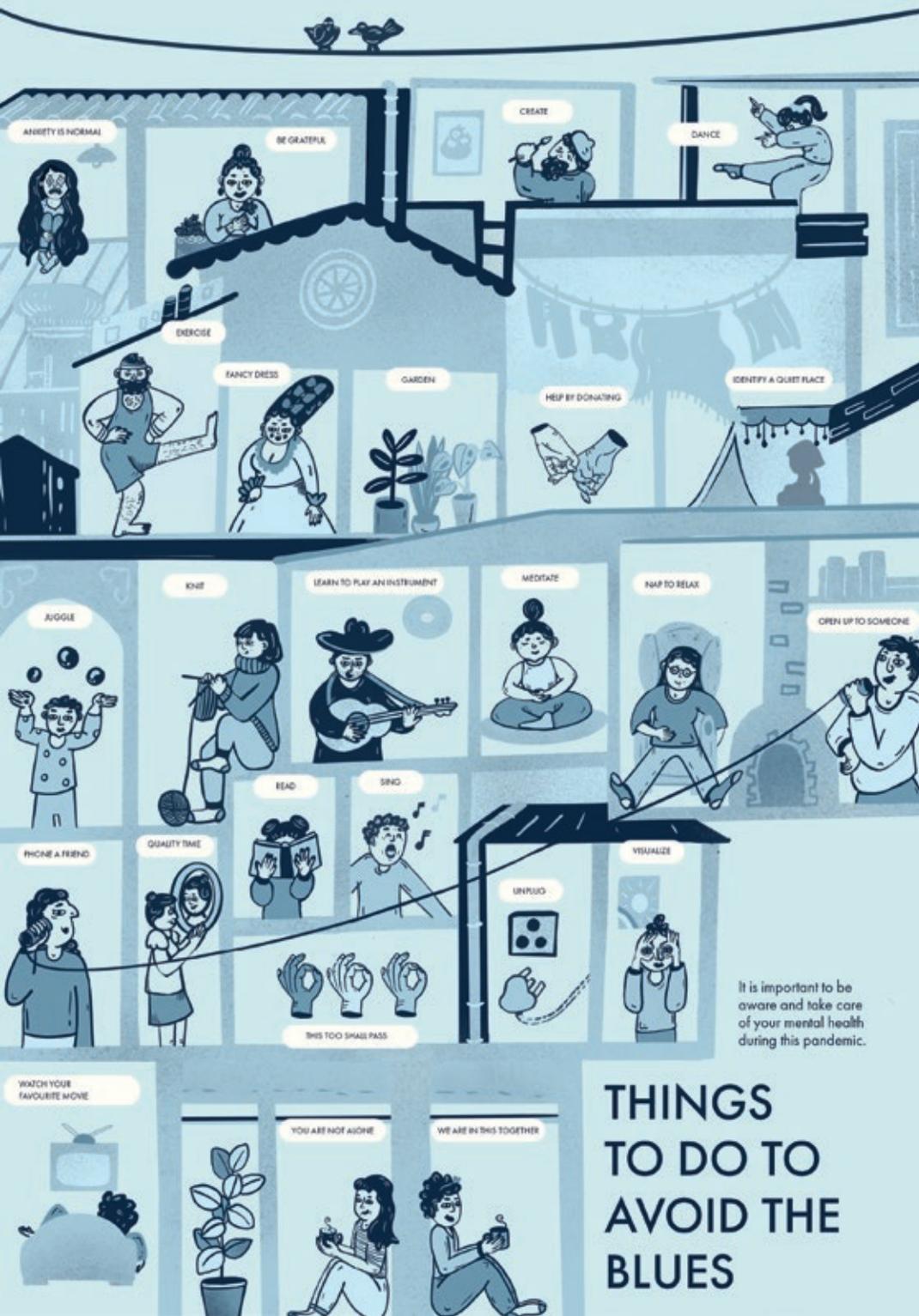
Cuando en 2017 reanudamos nuestra andadura bajo la estructura de **Cobas Asset Management** los mercados, en general, no estaban baratos, pero sí fuimos capaces de identificar empresas cotizando a un descuento considerable. Invertimos a un promedio de 8-9 veces beneficios y, ahora, tras el COVID-19 cotizan a 5-6 veces, unos niveles insosteniblemente bajos. En conjunto, los beneficios normalizados que estimamos no han variado significativamente y, en consecuencia, los valores objetivo tampoco.

En el pasado hemos hecho frente a crisis e incertidumbres excepcionales que han demostrado ser una fuente de oportunidades extraordinarias para aquellos que fueron capaces de resistir e invertir. De nuevo estamos ante una de esas situaciones. La novedad, como sabemos, es la incertidumbre sanitaria y política que ha llevado a una parte de la economía mundial a suspensiones temporales de su actividad. Ante tal escenario, no es sorprendente que los mercados bursátiles estén funcionando especialmente mal y no reflejen, en muchos casos, el

valor intrínseco (futuro) de los activos subyacentes.

Hay diversas formas de visualizar por qué esto es así. Por un lado, resulta fácil empatizar con el inversor particular no profesional que, cargado de problemas cotidianos (hijos, pareja, hipoteca, vecinos, socios, etc.) e incertidumbres que escapan a su control (cuarentenas, prohibiciones...) acaba tomando decisiones de inversión demasiado rápidas, instintivas, poco razonadas y, por tanto, malas. Por otra parte, los gobiernos y los bancos centrales se están viendo obligados a salvar a las empresas con la intención de reducir al máximo el posible impacto del virus en sus economías. Esto está generando mayores déficits que financian emitiendo deuda y dinero de nueva creación. Esta política de emisiones masiva, que se consideraría indeseable en otras circunstancias, está encontrando especialmente poca oposición política y está, entre otros efectos, distorsionando los precios de los activos en los mercados de capitales.

En Bolsa se gana dinero a largo plazo manteniendo un buen estado psicológico que permita invertir, obteniendo



más de lo que desembolsamos, independientemente (y con frecuencia contrariamente) de lo que hagan los demás. Esto es especialmente importante en estas circunstancias.

La resiliencia de nuestras carteras

Para ayudar a nuestros participantes a mantener esa paz mental en relación con nuestras inversiones, durante los meses de marzo y abril escribimos cuatro cartas en las que desglosábamos y estimábamos un impacto por el COVID-19 en el valor de nuestras carteras ibérica e internacional del -13%, aproximadamente. Durante los meses siguientes se está comprobando que el impacto es pequeño como decíamos. Naturalmente, esto nos reconforta, pues ha sido una prueba dura ante una serie de acontecimientos inesperados y porque nuestras empresas están mejor preparadas para los posibles impactos futuros.

Póster diseñado para resaltar las acciones que uno puede hacer para aumentar el bienestar físico y mental durante el período de aislamiento.

La imagen es obra de **Chevon Beckley** para **United Nations Global Call Out To Creatives** proyecto creado para concienciar y ayudar a detener la propagación de COVID-19. Ilustración: **Chevon Beckley, Unsplash**

Comentario **Segundo Trimestre 2020**



Más adelante desarrollamos ejemplos que muestran lo irracional que resulta que nuestro valor liquidativo no refleje la fortaleza de nuestras carteras. No obstante, en esta parte introductoria puede ser apropiado ilustrarlo desplegando la analogía que **Warren Buffett** utiliza con sus accionistas. Él explica con espíritu didáctico que, si

invertimos en empresas fuertes, y para ello utiliza el símil de castillos inexpugnables con amplios fosos, éstas serán capaces, cuando vengan ataques inesperados, de resultar prácticamente indemnes. En **Cobas AM** hemos invertido en empresas que se han defendido muy bien, pero sus acciones (las tierras pertenecientes al castillo)

Ilustración: **Daniel Gete**

han sido abandonadas por propietarios asustados a precios irrisorios. Resultado: tuvimos y mantenemos buenos negocios, bien defendidos, que ahora son auténticas gangas. Cuando eventualmente la racionalidad vuelva, siguiendo con la analogía, muchos acudirán a disputarse estas tierras fértiles bien defendidas y sus precios (y, por tanto, los valores liquidativos de los fondos) subirán, probablemente de forma rápida, pues todos desean las mejores y nadie querrá quedarse sin oportunidades tan evidentes.

A veces, estas oportunidades son muy evidentes porque los inversores esperan a que ocurran riesgos que consideran obvios (ej. segunda oleada de coronavirus) para poder comprar aún más barato. Pero esta es una estrategia que puede resultar muy cara. Primero, porque los riesgos que todo el mundo tiene presente generalmente están reflejados en los precios. Segundo, porque siempre habrá riesgos, lo que les disuade de actuar. Y tercero y más importante, porque en los mercados bursátiles los rendimientos tienen una distribución asimétrica. En pocos días se consiguen los rendimientos sembrados, a

veces, durante muchos años y el coste de oportunidad de no estar invertidos puede ser muy alto.

Somos conscientes de la inconveniencia y desánimo que puede causar tener estos niveles de valores liquidativos tan bajos, pero, por otra parte, ésta genera oportunidades históricas que serán fuente de satisfacción psicológica y patrimonial en los próximos años. Unas compañías analizadas durante tanto tiempo, con sus fortalezas probadas en un escenario extremo, compradas a buenos precios y que, además, ahora cotizan mucho más baratas, son la receta perfecta para unas rentabilidades extraordinarias. Por ello, desde el equipo de Análisis y Gestión hemos seguido invirtiendo durante estos últimos meses.

No estamos solos

Antes de comentar la evolución de nuestros negocios es conveniente aclarar un punto importante. En conversaciones con participantes hemos detectado que algunos piensan que nuestras acciones cotizan baratas porque se encuentran en sectores poco interesantes para terceros. No creemos que esto sea correcto. Las acciones que tene-

mos han cotizado por encima de nuestros valores objetivo y prácticamente todas tienen comparables que cotizan actualmente a múltiplos superiores. A cualquier empresario que quisiese competir con nuestras compañías, le costaría mucho más invertir en desarrollar los negocios que comprárnoslas a través de Bolsa... ¡Si los accionistas actuales aceptáramos venderlas al precio al que cotizan!

Una noticia reciente e interesante, es la inversión que **Berkshire Hathaway**, el holding de **Warren Buffett**, acaba de realizar al adquirir un negocio de transporte de gas natural por 10.000 millones de dólares. Según nuestras estimaciones el gestor estadounidense habría pagado unas ocho veces beneficios, sin duda un precio atractivo, pero sensiblemente más caro que nuestras acciones de **Teekay LNG** cotizando a cuatro veces beneficios, por ejemplo. A nosotros nos resulta más fácil invertir a mejores múltiplos porque gestionamos un patrimonio mucho menor.

Buffett, no es el único interesado en negocios similares a

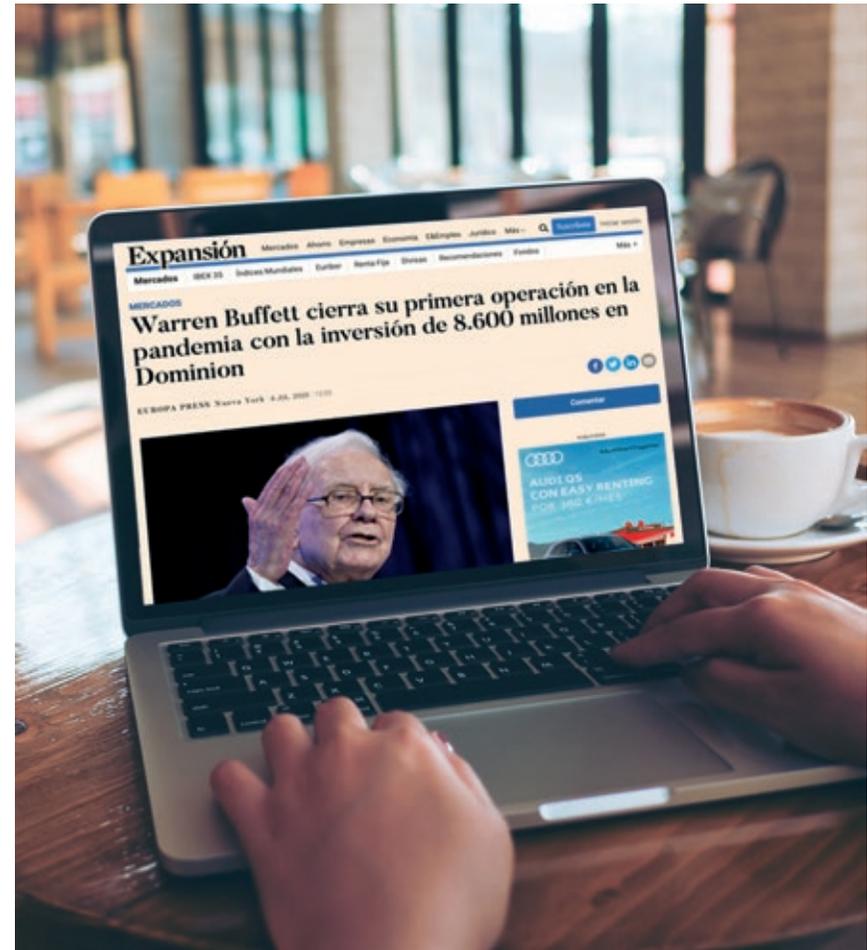


Foto: **Cobas AM**

los nuestros. En diciembre de 2019, en una entrevista con la prestigiosa revista **Barrons**,* el legendario gestor de fondos **Peter Lynch** hizo unos comentarios sobre dónde encontraba valor:

“Hay mucha escasez de compañías de crecimiento (a buen precio). Eso es una señal de alarma para mí, porque todo el dinero está yendo a unas pocas compañías. Hay un final para eso. Me preocupará si esta tendencia continúa un par de años más.”

“Estoy interesado en negocios que lo están haciendo mal y que por alguna razón lo harán mejor. Si quieres comprar un barco (petrolero o metanero), tienes que esperar dos o tres años. Muchos empresarios no han demandado barcos desde hace tiempo, porque para cuando llegan, los precios pueden haber bajado de nuevo.”

“El sector de energía es horrible actualmente y podría darse la vuelta en uno o dos años. El petróleo es interesante. Mira, a largo plazo, la energía solar y la eólica funcionarán, pero se necesita gas natural y petróleo para

llegar. Todo el mundo está asumiendo que el mundo no va a necesitar petróleo para los próximos 20 años. [...] Estoy comprando compañías que no quebrarán.”

Que inversores que admiramos tanto, como **Warren Buffett** o **Peter Lynch**, coincidan con **Cobas Asset Management** en donde “pescar”, no es casualidad. Son oportunidades excepcionales.

Nuestra cartera internacional

Antes de comentar casos concretos de inversión es conveniente tener presente que todos nuestros negocios son reales y tangibles, y muchos han sido declarados esenciales por los gobiernos en esta pandemia. Ejemplos relevantes son nuestros negocios energéticos (**Teekay**, **Golar LNG** y **Hoegh**), la gestión de residencias de mayores (**CIR**), la defensa (**Babcock**), el transporte de crudo (**International Seaways** y **Diamond Shipping**) o la tecnología (**Samsung Electronics**). Sólo hemos tenido dos compañías con problemas con poco peso (**Valaris** y **Petra**) que hemos liquidado y en los pocos casos donde el coronavirus ha tenido un impacto más notorio, nuestros negocios han

(*). Peter Lynch Draws on 50 Years of Stock-Picking to Find Growth Opportunities in Today's Market, Leslie P. Norton, Barrons.

contado con el apoyo de los gobiernos en forma de estímulos y líneas de liquidez para suavizar la caída temporal de demanda (**Renault, Porsche, Hyundai y BMW**). Es interesante mencionar también la evolución de nuestras empresas de venta minorista (**Dixons, G-III, Matas, Fnac y OVS**), que durante los brotes de coronavirus han compensado sus menores ventas en tiendas con mayores ventas online y han mejorado su posición competitiva.

Durante el trimestre la composición de la **cartera internacional** no ha variado significativamente. Las cotizaciones de nuestras principales posiciones defensivas (**Teekay, Golar LNG, CIR y Babcock**) han cotizado como si fuesen cíclicas y, por consiguiente, no ha resultado aconsejable rotar la cartera. A continuación, ofrecemos un mayor detalle acerca de ello.

La tesis de inversión en **Teekay LNG** (5,6% de la cartera), dedicada al transporte marítimo de gas natural licuado mediante contratos a largo plazo, la hemos explicado en multitud de ocasiones desde que comenzó en 2017. En los últimos meses el progreso en la ejecución de la compañía

ha sido notable y totalmente según lo planeado. Los principales avances han sido:

1. Finalización del programa de crecimiento, que aumentaba el tamaño de la compañía en aproximadamente un 60%, todo con contratos a muy largo plazo.
2. Comienzo del repago acelerado de deuda gracias al incremento substancial de la generación de caja una vez concluida la fase de crecimiento.
3. El incremento del dividendo trimestral desde \$0,14 por acción a \$0,19 en mayo de 2019 (+35% de subida), y más recientemente a \$0,25 por acción en mayo de 2020 (+31% de subida), es decir, una subida acumulada de dividendo del 78% en poco más de un año.
4. La simplificación de la estructura societaria con la reciente eliminación de los "IDRs" (mecanismo de remuneración asimétrico a favor de la matriz, que no estaba bien considerado por el mercado).

Así pues, **Teekay LNG** es hoy en día una compañía muy diferente en comparación a tres años atrás, aunque el mercado aún no lo ha reflejado en la valoración. Recordemos además que esta compañía es muy distinta del resto de alternativas cotizadas, ya que sus contratos a largo plazo, protegidos en volumen y precio, no sufren el impacto del COVID-19 en modo alguno. Mientras muchas empresas en el mercado recortan o suspenden dividendos, **Teekay LNG** tiene la visibilidad y la confianza para seguir aumentándolos, al tiempo que reduce su deuda. Actualmente su rentabilidad por dividendo es del 9% con un PER de 4x.

Respecto a **Teekay Corp** (2,9%), la matriz de **Teekay LNG**, también la tesis de inversión ha progresado materialmente, no sólo por todo lo que le afecta su participación en **Teekay LNG** (42% tras la conversión de los IDRs en acciones), sino también por la desinversión progresiva de sus plataformas FPSO, así como por la muy significativa mejora en el balance de su participada **Teekay Tankers**. Esta última se ha beneficiado del extraordinario incremento de las tasas diarias de flete. Nuestra tesis de



El buque Stena Natalita de la compañía Teekay entrando en el puerto de Rotterdam. Foto: **Bjoern Wylezich, Shutterstock**

inversión en tanqueros de crudo (aplicable también para nuestra inversión en **International Seaways**) contemplaba una mejoría desde los niveles tan deprimidos de los últimos años, pero los niveles alcanzados durante los últimos tres trimestres han sido extremadamente buenos, lo que les ha permitido reducir su deuda más de un 20% en el primer semestre del año. Este desapalancamiento acelerado está ocurriendo en todo el sector marítimo, que por ahora se mantiene muy disciplinado (no ordenan nuevos barcos), lo cual presagia un buen negocio en los próximos años, como esperábamos en nuestra tesis original. Aun así, el sector sigue cotizando por debajo del valor de liquidación.

Respecto a **Golar LNG** (7,6%), la tesis posiblemente también es familiar, pero es aún una compañía relativamente compleja que tal vez vale la pena recordar, con tres bloques principales como fuentes de valor:

- Licuefacción flotante FLNG (contratos a largo plazo)
- Transporte marítimo de LNG

- Comercialización de LNG (contratos a largo plazo), hoy en día en Brasil.

Dados estos bloques, **Golar LNG** participa en la cadena de valor del LNG, la energía de transición hacia un futuro de emisiones reducidas, de manera diversificada. Esto la protege ante variaciones en sus fuentes de valor: cuando el bajo precio de LNG desincentiva nuevos proyectos de licuefacción, a su vez favorece la comercialización, y viceversa. Esta compañía también ha logrado progresos materiales en algunos de sus frentes a lo largo de los últimos meses, a pesar del COVID-19:

- Comienzo de **Sergipe** en Brasil, la central térmica más grande de Latinoamérica, con la generación de FCF que ello conlleva.
- Firma de contrato exclusivo con **Petrobras Distribuidora** para venta de LNG en gasolineras.
- Progreso de otros proyectos de LNG en Brasil (**Barcarena, Suape...**).

Sin embargo, el COVID-19 ha retrasado el progreso de

algunos proyectos de FLNG. Estos retrasos no afectan al negocio corriente, sino más bien a la generación de valor adicional en el futuro. En cualquier caso, **Golar LNG** es hoy una compañía mucho más rica y con menos incertidumbres que hace dos años cuando comenzó nuestra inversión. Su visión ya es tangible, con FCF fluyendo más y más fuerte cada trimestre, y el crecimiento de EBITDA, de acuerdo con lo planeado, es evidente y sostenible. El mercado sin embargo no sólo no reconoce la mejora, sino que la valora a mayor descuento que entonces. Las mayores preocupaciones siguen siendo la complejidad (algo en lo que **Golar LNG** está trabajando para mejorar) y la disponibilidad de liquidez para financiar el crecimiento (**proyecto Gimi**). No obstante, la compañía ha demostrado su gran capacidad de ejecución y sus planes de crecimiento son muy atractivos.

Nuestras compañías de infraestructuras de gas natural (**Teekay, Golar LNG, Hoegh, Exmar** y **Dynagas**) están respaldadas por cerca de 100 contratos a largo plazo. A pesar del Covid-19, sólo dos de ellos se han comportado de manera distinta a lo previsto. Uno se ha retrasado,

como comentamos en la carta del primer trimestre, y en otro (en **Exmar**) se ha declarado un impago por parte de YPF, una de nuestras contrapartes más débiles. Incluso en estos dos contratos estimamos que el impacto será limitado. Esto refleja la robustez de estos contratos, que no se están renegociando a pesar de la significativa caída en el precio del gas. Un buen ejemplo de su calidad lo tenemos en **Dynagas LNG**, que ha conseguido refinanciarse al 3,5% a pesar de ser la compañía más endeudada de nuestras carteras. Como reacción, su cotización subió de \$1 a más de \$3 por acción en el trimestre.

CIR (8,0%) es una de nuestras principales posiciones porque cerca del 70% de su capitalización la tienen en la caja y porque su principal activo, **KOS**, residencias geriátricas y hospitales de rehabilitación en el norte de Italia, está en un sector donde las perspectivas son favorables.

Tras un primer impacto negativo del coronavirus, la situación en las residencias ya parece estar controlada, poco a poco el número de casos activos de COVID-19 es cada vez menor, y ya se están readmitiendo nuevos



pacientes. Esto último demuestra la resiliencia del sector, debido a que la pirámide poblacional en Europa se está invirtiendo cada vez más y que el servicio que presta **KOS** es básico y muy necesario, ahora y en el futuro. A modo de ejemplo, por poner unos números sencillos, en España hay aproximadamente 3 millones de personas mayores de 80 años, sólo hay 373.000 camas en residencias y el déficit se estima en alrededor de 70.000 camas. Esta situación es parecida en toda Europa.

Por otro lado, esta pandemia ha demostrado el acierto del equipo gestor en la diversificación acometida el año pasado entrando en Alemania, país donde apenas han tenido casos por coronavirus y su virulencia ha sido mucho menor. Nadie podría haber imaginado una tormenta perfecta como la que ha vivido **KOS**: un virus que ataque a su paciente objetivo y en la zona geográfica donde tiene la mayoría de sus operaciones.

De cara al futuro creemos que las residencias tendrán que asumir algunos costes adicionales y habrá operadores pequeños que no podrán asumir dichos costes debido a

Centro de KOS Santo Stefano en Porto Potenza Picena, Italia. Foto: **CIR**

su tamaño. Pensamos que esta situación acelerará la concentración del sector (a precios más razonables) y **KOS** será una de las compañías que lidere esta concentración.

Mientras tanto, el precio de las acciones de **CIR** apenas ha rebotado desde mínimos, a diferencia de lo sucedido con las acciones de **Orpea** o **Korian**, sus principales competidores, que han rebotado desde mínimos un ~40% y ~20% respectivamente. Estas compañías cotizan a múltiplos más altos en comparación con nuestra valoración de **KOS**.

Naturalmente el 2020 será un año difícil para **KOS** y el sector, pero somos optimistas para 2021 y en adelante. De nuevo, un buen negocio, bien gestionado, que cotiza a precios muy atractivos por un problema claramente temporal.

Babcock International (3,9%), el segundo mayor proveedor de servicios de defensa del Reino Unido y líder en servicios de emergencias mediante aeronaves en Europa Occidental, Canadá y Australia, es una empresa con ventajas competitivas claras (activos únicos, costes de

cambio, economías de escala) y poco cíclica (con el 80% de los contratos a largo plazo), que se ha visto afectada en 2020 por los parones obligatorios impuestos por los gobiernos.

En emergencias, al pedir los gobiernos a sus ciudadanos que no salieran de sus casas, el número de accidentes se ha reducido y el uso de servicios de salvamento, rescate y sanitarios ha disminuido. En consecuencia, los márgenes se verán mermados este año porque han tenido que seguir costeados los alquileres de los helicópteros. Afortunadamente, por contrato reciben una compensación por capacidad instalada y no se destruirá valor. Por otro lado, en los servicios de defensa, parte del entrenamiento militar se ha pospuesto y en los servicios de mantenimiento de activos militares la productividad ha disminuido. Esto tendrá un impacto en los ahorros que tradicionalmente **Babcock** consigue al Ministerio de Defensa británico y, por tanto, los márgenes se verán reducidos también en este negocio este año.

De nuevo, lo importante aquí es discernir que no son



negocios cíclicos, aunque como resultado de las cuarentenas pueda parecerlo a primera vista. El mercado está reaccionando exageradamente a problemas temporales que claramente no afectan a su negocio a medio plazo: seguirá habiendo accidentes y habrá que seguir manteniendo a las fuerzas armadas. Así, mientras que nuestra valoración disminuye un 10%, la cotización de **Babcock** ha caído un 50% este año, desde niveles ya baratos. Actualmente, las empresas con negocios comparables a los de **Babcock**, que a nuestro juicio no están caras, cotizan a múltiplos entre dos y tres veces superiores. Pensa-

mos que la cotización debería más que triplicar en los próximos años.

Podemos concluir, por tanto, que dado el buen comportamiento empresarial de los negocios más estables y el carácter no recurrente de los impactos negativos que se han producido como consecuencia del coronavirus, y dado que estos hechos no han sido reflejados apropiadamente en las cotizaciones, no ha resultado conveniente sustituir las compañías que tenemos por las nuevas ideas ya preparadas para incorporarse en la **cartera internacional**.

Arriba, submarino clase Vanguard, modelo del cual Babcock International realiza el mantenimiento. Foto: **Babcock International**

Nuestra cartera ibérica

A finales del trimestre anterior comenzamos a vender las acciones de los bancos españoles que teníamos en cartera, porque sus perspectivas de generación de beneficios y la calidad de la información que obteníamos se estaban deteriorando significativamente. Afortunadamente, hubo acciones de compañías menos afectadas, con mayor visibilidad y más tangibles, que vieron caer sus cotizaciones igual o más que los bancos y aprovechamos para sustituirlos. Algunas de estas empresas son: **Applus, Atalaya, Meliá y Metrovacesa**, entre otras.

Applus (1,1%), una de las nuevas compañías en cartera, destaca por ser la líder mundial en inspección, comprobación y control de infraestructuras relacionadas con gas y petróleo, con especial implantación en Norteamérica y Europa. Por otro lado, en el negocio de inspecciones de vehículos (conocido como ITV en España), Applus es una de las líderes del mundo, con posiciones fuertes en Irlanda, Estados Unidos y países hispanohablantes, como España, Costa Rica, Chile y Uruguay. Además, Applus integra otros negocios de calidad como la supervisión de

infraestructuras que producen y distribuyen energía, y el testeado del desarrollo de nuevos vehículos o productos farmacéuticos. Todos los negocios tienen ventajas competitivas, siendo su buena reputación la más importante (Applus cobra porque su “sello” da seguridad a sus clientes, no porque sean los más baratos). Cuando compramos **Applus**, solamente la valoración del negocio de las ITVs, que genera el 40% de los beneficios operativos en ausencia de coronavirus, ya era mayor que su capitalización bursátil. Obteníamos el 60% restante prácticamente gratis, algo poco frecuente en una compañía de estas características. En este caso, el mercado ya ha reconocido parte del valor de Applus, y su cotización ha subido un 40% desde que compramos.

Atalaya (5,0%), propietaria de la milenaria mina de cobre de Riotinto (Huelva), llegó a cotizar a principios del trimestre a menos que la inversión realizada en los últimos dos años para expandir su producción (de 9,5 a 15 Mtpa). Algo totalmente fuera de lugar en nuestra opinión. Teníamos gratis el valor de la mina antes de la expansión, el probable éxito de extender la vida útil de la mina tras

las inversiones en exploración y la opcionalidad del proyecto minero en Touro, entre otras opciones. Incluso proyectos mineros de cobre sin desarrollar con capacidad comparable cotizaban más caros. Aprovechamos para comprar más acciones y desde entonces su precio se ha duplicado, apoyado por la buena evolución del precio del cobre. A pesar de esto, sigue permaneciendo muy barata y nos sentimos muy cómodos con su equipo directivo, que tiene la costumbre de conseguir lo que promete, y frecuentemente lo excede.

Meliá (4,0%). En nuestra carta del primer trimestre indicábamos que era de las compañías más afectadas a corto plazo, pero que el impacto en el largo plazo sería limitado, ya que tiene una deuda moderada y posee activos inmobiliarios únicos con una valoración en circunstancias normales de aproximadamente 16€ por acción, así como una familia con visión de futuro.

Aquí el factor clave es cuál es la capacidad de resistencia antes de que su valor se deteriore por debajo del precio de cotización (por ejemplo, asumiendo que no hay ingresos

por cierre, manteniendo costes de personal, alquileres de los hoteles que no posee, etc.). La realidad es que puede aguantar mucho más de lo que razonablemente cabe esperar. Incluso en un escenario de paralización de un año, el potencial de revalorización sería bastante más que el doble.

Quizá lo más importante de **Meliá**, además del valor de sus activos, es que no tiene problemas ni de deuda, ni de liquidez. La situación actual difiere a la vivida durante la crisis del 2008-09 principalmente en este aspecto. Sólo una décima parte de sus activos inmobiliarios tiene deuda hipotecaria, es decir, en un escenario en el que se alargue mucho más esta situación, la compañía podría hipotecar o vender inmuebles.

También es importante señalar que la mayoría de los activos de **Meliá** están muy bien situados, con las inversiones en la puesta a punto y la mejora de 3-4 estrellas a 4-5 estrellas ya realizadas. El sector hotelero obviamente sufrirá durante estos meses, pero sufrirán más los más pequeños y habrá algunos hoteles familiares que termi-

narán cerrando, compensando en parte la menor demanda con una menor oferta.

Por todo esto, pensamos que con una visión de largo plazo nuestra inversión en **Meliá** también será muy rentable.

Un mensaje final

Durante períodos limitados de tiempo, difíciles de anticipar a priori, la inversión en valor se comporta peor que otros estilos de inversión. Benjamin Graham, “el padre del value investing” o, como le conocían entonces “el Decano de Wall Street”, utilizó en la dedicatoria de su obra *Security Analysis* (1934), un verso de Horacio: “muchos que ahora han perecido regresarán, y muchos que ahora son honrados perecerán”. Era un aviso a todo el que se aventurara en este apasionante mundo. Él vivió muchos altibajos, como también muchos otros inversores extraordinarios como Buffett, que vio caer la acción de Berkshire Hathaway un -50% tres veces, según comenta su socio Charlie Munger. Lógicamente, la estrategia de comprar barato, con un descuento considerable respecto al valor

empresarial, independientemente de cómo fluctúen las acciones temporalmente, siempre ha acabado teniendo buenos resultados. Nosotros también preferimos rentabilidades buenas y volátiles que rentabilidades pobres y no volátiles. Con esta filosofía construimos nuestras cartteras.

La mayor pérdida permanente de Cobas

Durante el pasado mes de mayo, Mayte Juárez dejó de estar con nosotros. Ella ha sido durante décadas la máxima responsable de la operativa de compraventa de acciones. Todos sus compañeros recordaremos con cariño todas las contribuciones que ha hecho a Cobas, y a otras gestoras, desde su fundación, así como al desarrollo de las personas que las formamos. Su curiosidad intelectual, su espíritu combativo e inconformista, su tenacidad y profesionalidad, su humanidad y optimismo, y su amistad han sido y serán un ejemplo para todos nosotros.

CARTERAS

Nuestras carteras

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio	Total activos bajo gestión	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
				Internacional	Ibérica	
Internacional FI	280,6 Mn€	293,2 Mn€	Multi Cap	●		46
Iberia FI	30,2 Mn€	33,8 Mn€	Multi Cap		●	38
Grandes Compañías FI	12,4 Mn€	15,5 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	33
Selección FI	461,4 Mn€	503,6 Mn€	Multi Cap	●	●	57

Datos a 30/06/2020. Les recordamos que el valor objetivo de nuestros fondos está basado en estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vayan a alcanzar. Se invierte en valores que los gestores entienden infravalorados. Sin embargo, no hay garantía de que dichos valores realmente estén infravalorados o que, siendo así, su cotización vaya a evolucionar en la forma esperada por los gestores.

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 30 de junio.

**Patrimonio
total
gestionado**

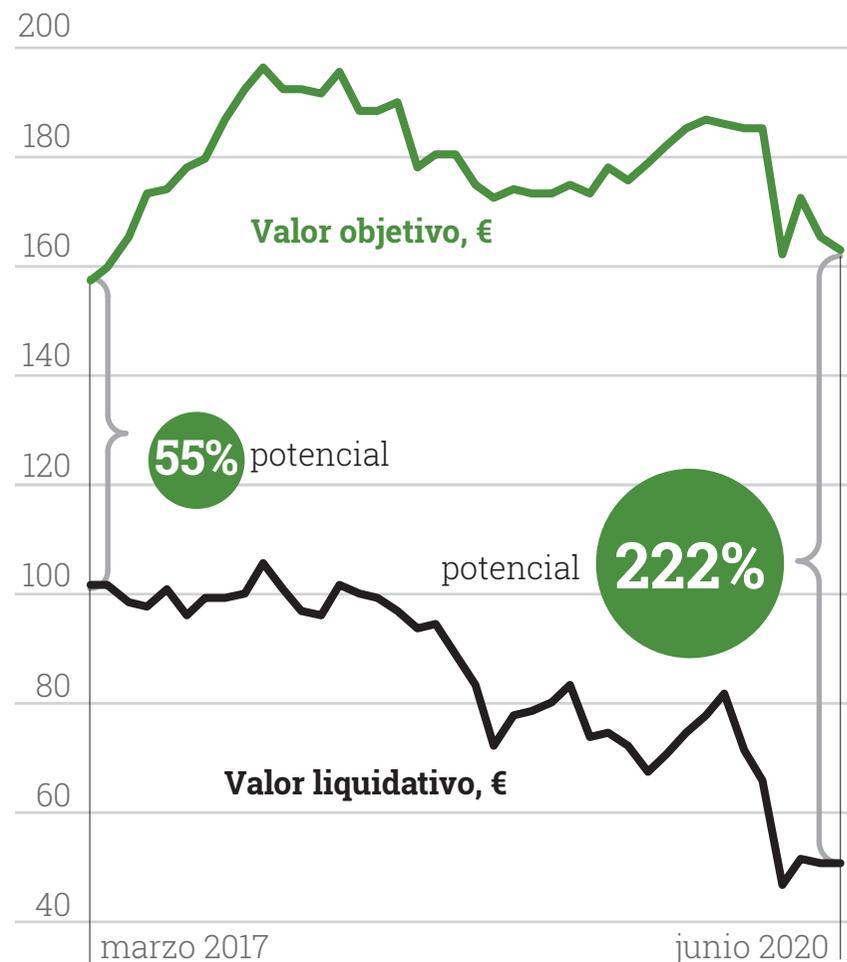
**1.246
Mn€**

Cartera Internacional

Durante el segundo trimestre del 2020 nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del +7,3% frente a una rentabilidad del +12,6% de su índice de referencia, el **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 -49,3%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del +4,1% para el mismo período.

Durante el segundo trimestre hemos hecho pocos cambios en la **Cartera Internacional**. Hemos salido por completo de tres compañías (**KT Corporation**, **Valaris** y **Petra Diamonds**) que tenían en conjunto un peso que no llegaba al 1% y hemos entrado en **Golar LNG Partners**, una subsidiaria de **Golar LNG Limited**, con un peso menor al 1%.

Los mayores contribuidores a la rentabilidad de este trimestre han sido **Kosmos Energy** (+1,6%), **Dynagas LNG** (+1,1%), **Teekay LNG** (+1,1%), **Aryzta** (+0,9%) y **Cairn Energy**



(+0,7%) y los mayores detractores **International Seaways** (-1,9%), **Exmar** (-1,2%), **Golar LNG** (-1,0%), **Babcock International** (-0,9%) y **Teekay Corporation** (-0,7%).

Durante el trimestre el **valor objetivo** de la **Cartera Internacional** se ha mantenido estable en un +0,7%, hasta los **163€ por participación**, frente a la subida del +7,3% del valor liquidativo, debido a lo cual el **potencial** de revalorización se estima en el **222%**.

Obviamente, como consecuencia de este potencial y la confianza en la cartera, estamos invertidos al 99%, cerca del máximo legal permitido. En conjunto la cartera cotiza con un PER 2020 estimado de 5,5x y tiene un ROCE del 26%. Si excluimos las compañías de transporte marítimo y de materias primas, por su naturaleza más intensiva en capital, el ROCE de la cartera se situaría en el 36%.

Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el segundo trimestre del 2020 de la **Cartera Ibérica** ha sido de +12,7%, frente al +8,5% de su índice de referencia. Si alargamos el período de comparación desde que empezamos a invertir en renta variable, la cartera ha obtenido una rentabilidad del -33%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del -11,7% para el mismo período.

Durante el segundo trimestre hemos rotado la **Cartera Ibérica** de manera importante. Hemos invertido en nueve compañías nuevas (**Acerinox, Applus, Merlin, Repsol, ArcelorMittal, Indra, Global Dominion, Ibersol y Altri**) cuyo peso en conjunto se acerca al 9,5% a cierre de junio. Por otro lado, hemos vendido completamente tres compañías (**Bankia, Unicaja y Ezentis**) que en conjunto tenían un peso cercano al 4,7%.

Los mayores contribuidores a la rentabilidad de este trimestre han sido **Elecnor** (+3,0%), **Atalaya Mining** (+2,6%), **Técnicas Reunidas** (+1,5%), **Sacyr** (+1,2%) y **Me-**



trovacesa (+0,8%) y los mayores detractores **Prosegur** (-0,3%), **Prosegur Cash** (-0,2%), **Unicaja Banco** (-0,2%), **Prisa** (-0,2%) y **CTT** (-0,2%).

Durante el trimestre el **valor objetivo** de la **Cartera Ibérica** se ha mantenido estable hasta los **160€ por participación**, frente a la subida del +12,7% del valor liquidativo, debido a lo cual el **potencial** de revalorización se sitúa en el **139%**.

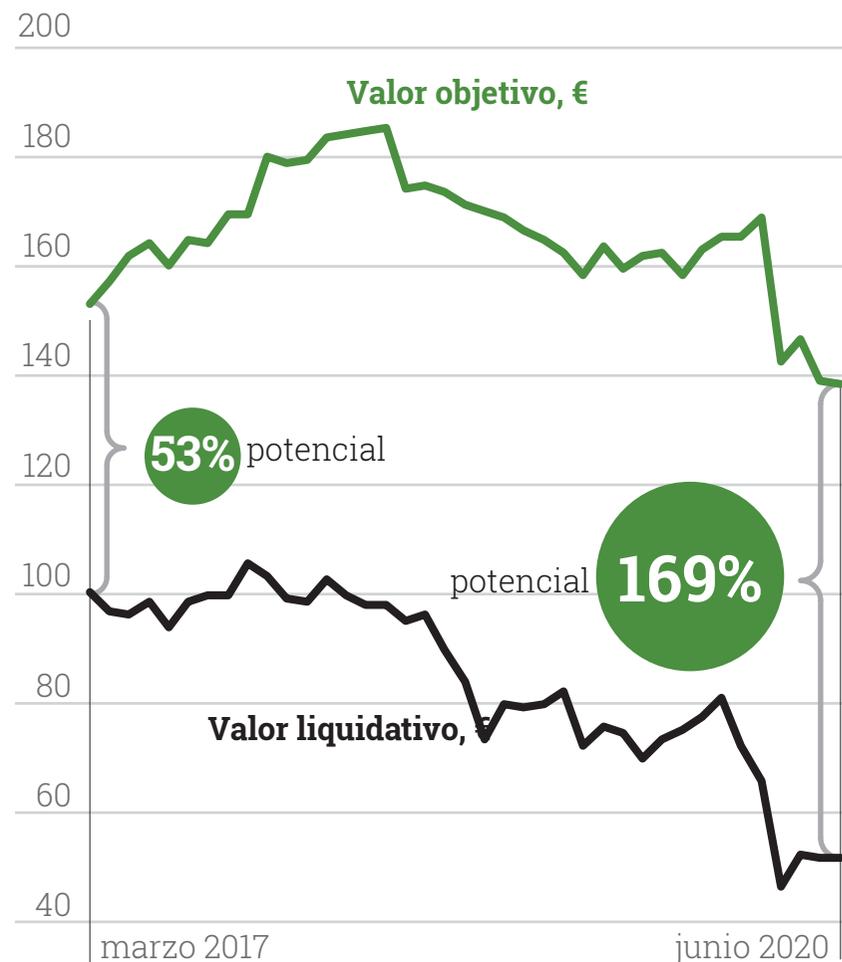
En la **Cartera Ibérica** estamos invertidos al 98%, y en su conjunto la cartera cotiza con un PER 2020 estimado de 6,6x y tiene un ROCE del 24%.

Cartera Grandes Compañías

Durante el primer trimestre de 2020 nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad de +10,8% frente al +16,6% del índice de referencia, el **MSCI World Net**. Desde que el fondo **Cobas Grandes Compañías FI** empezó a invertir en renta variable a principios de abril de 2017 ha obtenido una rentabilidad del -48,5%. En ese período el índice de referencia se apreció un +19,4%.

Los mayores contribuidores a la rentabilidad han sido **Thyssenkrupp** (+1,6%), **Porsche** (+1,4%), **Samsung C&T** (+1,2%), **Renault** (+0,9%) y **Continental** (+0,9%), y los principales detractores **Teekay Corporation** (-0,8%), **Golar** (-0,8%), **OCI** (-0,6%), **Israel Chemicals** (-0,5%) y **Babcock** (-0,4%).

En la **Cartera de Grandes Compañías** hemos salido por completo de **Transocean** y hemos entrado en **Glencore** y **Lear Corporation** que tienen un peso conjunto a cierre de junio de aproximadamente un 2,1%.



Glencore tiene la mayor red logística global de metales básicos, sólo comparable a la de su competidor **Trafigura**. Controla aproximadamente el 20% de la demanda mundial de cobre y zinc, y cerca del 9% de plomo, níquel y carbón. Además, es uno de los mayores productores de estos metales. La compañía está bien diversificada, está bien gestionada y tiene una deuda manejable, menor que la aparente por la alta liquidez de sus inventarios. A principios de abril compramos tras unas caídas en su cotización de -50% pre-COVID y de -70% desde máximos. Desde entonces la acción se ha revalorizado significativamente.

Lear es el segundo mayor fabricante del mundo de asientos para coches, con una cuota del 20%. Forma parte en un negocio consolidado, en el que sólo las dos mayores empresas tienen presencia global, con barreras de entrada y buenos retornos sobre el capital empleado. Está prudentemente gestionada, tiene muy buena reputación y sigue creciendo por encima del mercado, principalmente ganando cuota a **Adient**, su principal competidor, que está en un proceso de reestructuración y afronta una deuda mucho mayor. **Lear** ha visto su cotización penali-

zada como consecuencia del Covid-19 y, anteriormente, por ser “contaminada” por el pesimismo hacia las empresas de componentes de automoción. Creemos que esto no tiene sentido porque sea cual sea la tecnología de propulsión de los vehículos, los asientos seguirán siendo demandados, obviamente.

Durante el trimestre hemos reducido el **valor objetivo** de la **Cartera Grandes Compañías** en un -2,3%, hasta los **139€ por participación**, frente a subida del +10,8% del valor liquidativo, debido a lo cual el **potencial** de revalorización se sitúa en el **169%**.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2020 estimado de 5,7x y tiene un ROCE del 28%.

NOVEDADES

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

Contacto con nuestros partícipes

Pese a la situación anómala propiciada por la pandemia de la COVID-19, el equipo de Relación con Inversores ha continuado con su labor de forma habitual manteniendo nuestra disponibilidad y cercanía en el contacto con nuestros partícipes, mediante reuniones telefónicas, videollamadas y webinars.

Hay que destacar que hemos tenido más de 14.260 contactos con nuestros coinversores a lo largo del segundo trimestre de 2020.

Reanudación de servicios tras el estado de alarma

En primer lugar, como ya comentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020, todos los procedimientos operativos y servicios de atención al inversor han estado

funcionando correctamente desde el inicio de la COVID-19.

Desde el mes de junio, estamos trabajando a pleno funcionamiento desde nuestras oficinas, con la posibilidad de atender de forma presencial a nuestros coinversores mediante cita previa.

Asimismo, desde el pasado día 22 de junio se ha reanudado el procedimiento habitual de alta de cliente, anterior a la situación transitoria por la COVID-19, que mencionamos en la carta del primer trimestre, debiendo entregar la documentación original firmada del alta, ya sea mediante correo postal o presencialmente en las oficinas de **Cobas Asset Management**.

Reducción aportación mínima a planes de pensiones

Se ha procedido a una modificación de las especificaciones de los planes de pensiones, estableciendo que desde el día 1 de septiembre de 2020:

- La aportación mínima extraordinaria para invertir en

nuestros planes de pensiones será de 100€, siendo actualmente de 150€.

- En cuanto a las aportaciones mínimas periódicas mensuales y trimestrales pasarán a ser de 100€, que hasta la fecha eran de 30 y 90€ respectivamente. Por tanto, los importes mínimos quedan en 100€, 180€ y 360€, con una periodicidad mensual, trimestral, semestral o anual respectivamente, en función de la periodicidad seleccionada por el partícipe.

Pueden consultar dichas modificaciones en el artículo 11.1 de las especificaciones de nuestros planes de pensiones, [Cobas Global PP](#) y [Cobas Mixto Global PP](#).

Invirtiendo a largo plazo versión en chino

El pasado 11 de junio se presentó en Shanghái la edición en chino de 'Invirtiendo a largo plazo', el libro escrito por **Francisco García Paramés**. La presentación online fue visualizada por más de 100.000 usuarios.



Otras iniciativas



**SANTA
COMBA**

value school

Cobas AM colabora con Value School para promover la cultura financiera desde una perspectiva independiente y ayudar a que los ahorradores tomen decisiones de inversión de forma consciente. Al fin y al cabo, ser inversor en valor es más que comprar barato y tener paciencia. Es una filosofía de vida.

Value School Summer Summit

En Value School, la época estival es sinónimo de **Escuela de Verano** y, pese a las circunstancias extraordinarias, este año no podía ser una excepción. Así nace el **Value School Summer Summit 2020**: un círculo de conferencias on-line totalmente abierto con el fin de promover la educación financiera y el desarrollo personal con la participación de expertos nacionales e internacionales. A lo largo del verano de 2020, las grabaciones de las charlas se publicarán de manera gratuita para todos aquellos que no hayan podido asistir en directo.



Cartelería Summer Summit Value School. Diseño: **Beatriz Naranjo**

Programa Ejecutivo en Inversión en Valor y Finanzas del Comportamiento

Tras el éxito de la primera edición del programa en colaboración con **ICADE Business School**, se celebrará la segunda edición. Les recordamos que el objetivo del programa es conseguir la comprensión por parte del alumno de todas las fases de un proceso de inversión en valor o 'valueinvesting'. Más información: [Ver programa](#)

Publicación de 'Las promesas por las que vivimos' y 'La guía Boglehead de inversión'

Cumpliendo con el compromiso de publicar las traducciones de grandes clásicos del ámbito de la inversión y de la economía, recientemente, **Value School** ha ampliado su colección con dos nuevos títulos. Estos son '**Las promesas por las que vivimos**' de **Harry Scherman** y '**La guía Boglehead de inversión**' de **M. Lindauer, T. Larimore** y **M. LeBoeuf**. Para más información, puede visitar la sec-

ción de [Librería de Value School](#) para disfrutar de estas y otras recomendaciones de lectura.

Curso El inversor consciente

A lo largo del segundo trimestre de 2020 se ha celebrado la primera edición del curso on-line **El inversor consciente**. En él, más de 300 alumnos han aprendido acerca de los principios de la inversión consciente para proteger sus ahorros y generar patrimonio a largo plazo.

Fin del primer ciclo de Webinarios VS

Con la llegada del parón estival, concluye el primer ciclo de **Webinarios VS**. La actividad de **Value School** regresará en septiembre con más formación: cursos, eventos, webinarios... Mientras tanto, si quiere seguir formándose, recomendamos que esté atento al contenido que publicamos regularmente en nuestro canal de **YouTube**.



El pasado 10 de julio quedó inscrita **Global Social Impact Investment SGIIC** en el registro de SGIIC de **CNMV** bajo el número 279. Se trata una gestora independiente, perteneciente al **Grupo Santa Comba Gestión**, especializada en fondos de inversión de impacto social que invierten en empresas con el doble objetivo de generar una rentabilidad financiera positiva para sus partícipes y un impacto social y/o medioambiental positivo en la sociedad.

Para más información puede visitar la página web:
www.globalsocialimpact.es

Uno de los primeros hitos alcanzados por **GSI**, es la alianza con **Mapfre AM**, la gestora del grupo asegurador, para otorgar financiación a empresas de alto impacto social tanto en mercados frontera como emergentes. Lo harán a través de un fondo abierto de deuda privada, denominado **Global Social Impact Fund (GSIF)**, que pondrá el foco inicialmente en modelos de negocio consolidados del

África Subsahariana y se expandirá potencialmente a Latinoamérica. El vehículo, que pretende alcanzar los 50 millones de euros como primer objetivo, será gestionado por **GSI** y nace con **Santa Comba** y **Mapfre** como principales inversores. **Mapfre AM** asumirá el papel de asesor de inversiones.

Para más información: [Ver noticia](#)



La **Universidad Pontificia Comillas**, **Open Value Foundation**, **Fundación Repsol** y **Management Solutions** han puesto en marcha una **cátedra de Impacto Social** que nace con el objetivo de promover el conocimiento, la investigación y la innovación en torno a la inversión de impacto, la filantropía empresarial y sus métricas, así como la relación entre el crecimiento sostenible de las

empresas y su creciente asociación con el impacto social y medioambiental.

Si desea más información visite su página web: www.openvaluefoundation.org donde podrá registrarse para recibir su newsletter mensual con las últimas noticias y eventos del ecosistema de impacto.

ANEXOS

Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revalorización 2T		Revalorización 2020		Revalorización inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Selección FI	53,8 €	169 €	215%	8,4%	12,6%	-38,2%	-12,8%	-46,2%	15,7%	5,5x	26%	461,4	98%
Internacional FI	50,7 €	163 €	222%	7,3%	12,6%	-38,3%	-12,8%	-49,3%	4,1%	5,5x	26%	280,6	99%
Iberia FI	67,0 €	160 €	139%	12,7%	8,5%	-33,6%	-21,4%	-33,0%	-11,7%	6,6x	24%	30,2	98%
Grandes Compañías FI	51,5 €	139 €	169%	10,8%	16,6%	-36,5%	-5,8%	-48,5%	19,4%	5,7x	25%	12,4	98%
Renta FI	88,6 €			0,2%	-0,1%	-8,3%	-0,2%	-11,4%	-1,3%			14,5	14%

Planes de pensiones

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revalorización 2T		Revalorización 2020		Revalorización inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Global PP	50,0 €	157 €	214%	8,4%	12,6%	-38,0%	-12,8%	-50,0%	0,7%	5,5x	26%	34,3	98%
Mixto Global PP	59,2 €	153 €	159%	6,3%	6,3%	-30,7%	-6,0%	-40,8%	1,0%	5,6x	19%	3,0	73%

El **valor objetivo** de nuestros fondos está basado en cálculos y estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vayan a alcanzar. Se invierte en valores que los gestores entienden infravalorados. No hay garantía de que dichos valores estén realmente infravalorados o que, siendo así, su cotización vaya a evolucionar en la forma esperada por los gestores. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras

• **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. 18 de julio de 2017 para Cobas Global PP y Cobas Mixto Global PP.

• **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selección FI, Cobas Internacional FI, Cobas Concentrados FI y Cobas Global PP. MSCI World Net EUR para Cobas Grandes Compañías FI. IGBM Total 80% y PSI 20 Total Return 20% para Cobas Iberia FI.

	Cobas Internacional FI ES0119199000	Cobas Iberia FI ES0119184002	Cobas Grandes Compañías FI ES0113728002	Cobas Selección FI ES0124037005	Cobas Renta FI ES0119207001																																																																																																																																																																					
Top 10	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>CIR</td><td>8,0%</td><td>8,3%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>7,6%</td><td>8,6%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>5,6%</td><td>5,9%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>4,3%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td>4,1%</td><td>3,2%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>4,0%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>4,0%</td><td>7,5%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>3,9%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Wilhelmsen</td><td>3,5%</td><td>2,6%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>3,4%</td><td>3,5%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	CIR	8,0%	8,3%	Golar LNG	7,6%	8,6%	Teekay LNG	5,6%	5,9%	Aryzta	4,3%	4,6%	Maire Tecnimont	4,1%	3,2%	Dixons Carphone	4,0%	3,7%	International Seaways	4,0%	7,5%	Babcock	3,9%	4,7%	Wilhelmsen	3,5%	2,6%	Danieli	3,4%	3,5%	<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>10,1%</td><td>9,3%</td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>8,6%</td><td>9,2%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>8,5%</td><td>8,3%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>8,2%</td><td>8,5%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>5,0%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Metrovacesa</td><td>4,1%</td><td>1,7%</td></tr> <tr><td>Sacyr</td><td>4,0%</td><td>3,5%</td></tr> <tr><td>Meliá</td><td>4,0%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Corp. Fin. Alba</td><td>3,9%</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Prosecur Comp. Seguridad</td><td>2,9%</td><td>3,3%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Elecnor	10,1%	9,3%	Semapa	8,6%	9,2%	Técnicas Reunidas	8,5%	8,3%	Vocento	8,2%	8,5%	Atalaya Mining	5,0%	3,8%	Metrovacesa	4,1%	1,7%	Sacyr	4,0%	3,5%	Meliá	4,0%	4,7%	Corp. Fin. Alba	3,9%	4,3%	Prosecur Comp. Seguridad	2,9%	3,3%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>6,4%</td><td>8,3%</td></tr> <tr><td>Mylan</td><td>6,4%</td><td>6,4%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>5,9%</td><td>6,7%</td></tr> <tr><td>Thyssenkrupp</td><td>5,7%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Dassault Aviation</td><td>5,1%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Samsung C&T</td><td>4,7%</td><td>5,3%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>4,5%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>4,0%</td><td>3,5%</td></tr> <tr><td>BMW</td><td>3,8%</td><td>4,8%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>3,5%</td><td>3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Israel Chemicals	6,4%	8,3%	Mylan	6,4%	6,4%	Golar LNG	5,9%	6,7%	Thyssenkrupp	5,7%	4,6%	Dassault Aviation	5,1%	4,7%	Samsung C&T	4,7%	5,3%	Porsche	4,5%	4,2%	Renault	4,0%	3,5%	BMW	3,8%	4,8%	Teekay LNG	3,5%	3,2%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>CIR</td><td>7,1%</td><td>7,5%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>6,8%</td><td>7,8%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>5,0%</td><td>5,3%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>3,9%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td>3,7%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>3,6%</td><td>3,3%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>3,5%</td><td>6,8%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>3,5%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Wilhelmsen</td><td>3,1%</td><td>2,3%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>3,1%</td><td>3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	CIR	7,1%	7,5%	Golar LNG	6,8%	7,8%	Teekay LNG	5,0%	5,3%	Aryzta	3,9%	4,2%	Maire Tecnimont	3,7%	2,9%	Dixons Carphone	3,6%	3,3%	International Seaways	3,5%	6,8%	Babcock	3,5%	4,2%	Wilhelmsen	3,1%	2,3%	Danieli	3,1%	3,2%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Golar LNG</td><td>2,9%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp.</td><td>1,9%</td><td>3,0%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>1,9%</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>CIR</td><td>1,2%</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>1,0%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>0,8%</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>0,7%</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>0,7%</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>0,7%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>0,6%</td><td>0,3%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Golar LNG	2,9%	3,9%	Teekay Corp.	1,9%	3,0%	Teekay LNG	1,9%	1,8%	CIR	1,2%	1,0%	Babcock	1,0%	0,8%	Dixons Carphone	0,8%	0,6%	Semapa	0,7%	0,4%	Técnicas Reunidas	0,7%	0,5%	International Seaways	0,7%	0,8%	Renault	0,6%	0,3%
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
CIR	8,0%	8,3%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	7,6%	8,6%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	5,6%	5,9%																																																																																																																																																																								
Aryzta	4,3%	4,6%																																																																																																																																																																								
Maire Tecnimont	4,1%	3,2%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	4,0%	3,7%																																																																																																																																																																								
International Seaways	4,0%	7,5%																																																																																																																																																																								
Babcock	3,9%	4,7%																																																																																																																																																																								
Wilhelmsen	3,5%	2,6%																																																																																																																																																																								
Danieli	3,4%	3,5%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Elecnor	10,1%	9,3%																																																																																																																																																																								
Semapa	8,6%	9,2%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	8,5%	8,3%																																																																																																																																																																								
Vocento	8,2%	8,5%																																																																																																																																																																								
Atalaya Mining	5,0%	3,8%																																																																																																																																																																								
Metrovacesa	4,1%	1,7%																																																																																																																																																																								
Sacyr	4,0%	3,5%																																																																																																																																																																								
Meliá	4,0%	4,7%																																																																																																																																																																								
Corp. Fin. Alba	3,9%	4,3%																																																																																																																																																																								
Prosecur Comp. Seguridad	2,9%	3,3%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Israel Chemicals	6,4%	8,3%																																																																																																																																																																								
Mylan	6,4%	6,4%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	5,9%	6,7%																																																																																																																																																																								
Thyssenkrupp	5,7%	4,6%																																																																																																																																																																								
Dassault Aviation	5,1%	4,7%																																																																																																																																																																								
Samsung C&T	4,7%	5,3%																																																																																																																																																																								
Porsche	4,5%	4,2%																																																																																																																																																																								
Renault	4,0%	3,5%																																																																																																																																																																								
BMW	3,8%	4,8%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	3,5%	3,2%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
CIR	7,1%	7,5%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	6,8%	7,8%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	5,0%	5,3%																																																																																																																																																																								
Aryzta	3,9%	4,2%																																																																																																																																																																								
Maire Tecnimont	3,7%	2,9%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	3,6%	3,3%																																																																																																																																																																								
International Seaways	3,5%	6,8%																																																																																																																																																																								
Babcock	3,5%	4,2%																																																																																																																																																																								
Wilhelmsen	3,1%	2,3%																																																																																																																																																																								
Danieli	3,1%	3,2%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Golar LNG	2,9%	3,9%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp.	1,9%	3,0%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	1,9%	1,8%																																																																																																																																																																								
CIR	1,2%	1,0%																																																																																																																																																																								
Babcock	1,0%	0,8%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	0,8%	0,6%																																																																																																																																																																								
Semapa	0,7%	0,4%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	0,7%	0,5%																																																																																																																																																																								
International Seaways	0,7%	0,8%																																																																																																																																																																								
Renault	0,6%	0,3%																																																																																																																																																																								
Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>31,7%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>30,4%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>26,6%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>10,2%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,1%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	31,7%	EEUU	30,4%	Resto Europa	26,6%	Asia	10,2%	Otros	1,1%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>España</td><td>74,9%</td></tr> <tr><td>Portugal</td><td>17,4%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>7,8%</td></tr> </tbody> </table>	España	74,9%	Portugal	17,4%	Otros	7,8%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>44,1%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>26,6%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>15,7%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>6,1%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>7,5%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	44,1%	EEUU	26,6%	Asia	15,7%	Resto Europa	6,1%	Otros	7,5%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>37,5%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>27,1%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>25,4%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>9,1%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,0%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	37,5%	EEUU	27,1%	Resto Europa	25,4%	Asia	9,1%	Otros	1,0%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>79,9%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>15,2%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>4,9%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	79,9%	EEUU	15,2%	Resto Europa	4,9%																																																																																																																											
Zona Euro	31,7%																																																																																																																																																																									
EEUU	30,4%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	26,6%																																																																																																																																																																									
Asia	10,2%																																																																																																																																																																									
Otros	1,1%																																																																																																																																																																									
España	74,9%																																																																																																																																																																									
Portugal	17,4%																																																																																																																																																																									
Otros	7,8%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	44,1%																																																																																																																																																																									
EEUU	26,6%																																																																																																																																																																									
Asia	15,7%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	6,1%																																																																																																																																																																									
Otros	7,5%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	37,5%																																																																																																																																																																									
EEUU	27,1%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	25,4%																																																																																																																																																																									
Asia	9,1%																																																																																																																																																																									
Otros	1,0%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	79,9%																																																																																																																																																																									
EEUU	15,2%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	4,9%																																																																																																																																																																									
Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>31,7%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>30,4%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>13,0%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>8,2%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>6,9%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>2,0%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>3,6%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 100% cubierto</p>	Euro	31,7%	Dólar Americano*	30,4%	Libra Esterlina	13,0%	Won Coreano	8,2%	Corona Noruega	6,9%	Franco Suizo	4,3%	Yen Japonés	2,0%	Otros	3,6%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>95,0%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>5,0%</td></tr> </tbody> </table>	Euro	95,0%	Otros	5,0%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>44,1%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>26,6%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>8,3%</td></tr> <tr><td>Shekel Israelí</td><td>6,4%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>4,1%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>2,8%</td></tr> <tr><td>Dólar Taiwanés</td><td>2,6%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>2,0%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>3,1%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 100% cubierto</p>	Euro	44,1%	Dólar Americano*	26,6%	Won Coreano	8,3%	Shekel Israelí	6,4%	Libra Esterlina	4,1%	Yen Japonés	2,8%	Dólar Taiwanés	2,6%	Franco Suizo	2,0%	Otros	3,1%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>37,5%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>27,1%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>13,2%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>7,3%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>6,1%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>3,2%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 100% cubierto</p>	Euro	37,5%	Dólar Americano*	27,1%	Libra Esterlina	13,2%	Won Coreano	7,3%	Corona Noruega	6,1%	Franco Suizo	3,9%	Yen Japonés	1,8%	Otros	3,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>79,9%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>15,2%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>1,4%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 100% cubierto</p>	Euro	79,9%	Dólar Americano*	15,2%	Franco Suizo	1,8%	Libra Esterlina	1,8%	Corona Noruega	1,4%																																																																																																					
Euro	31,7%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	30,4%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	13,0%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	8,2%																																																																																																																																																																									
Corona Noruega	6,9%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	4,3%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	2,0%																																																																																																																																																																									
Otros	3,6%																																																																																																																																																																									
Euro	95,0%																																																																																																																																																																									
Otros	5,0%																																																																																																																																																																									
Euro	44,1%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	26,6%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	8,3%																																																																																																																																																																									
Shekel Israelí	6,4%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	4,1%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	2,8%																																																																																																																																																																									
Dólar Taiwanés	2,6%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	2,0%																																																																																																																																																																									
Otros	3,1%																																																																																																																																																																									
Euro	37,5%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	27,1%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	13,2%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	7,3%																																																																																																																																																																									
Corona Noruega	6,1%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	3,9%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	1,8%																																																																																																																																																																									
Otros	3,2%																																																																																																																																																																									
Euro	79,9%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	15,2%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	1,8%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	1,8%																																																																																																																																																																									
Corona Noruega	1,4%																																																																																																																																																																									
Contribución a la rentabilidad (Porcentaje)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Kosmos Energy</td><td>1,6%</td></tr> <tr><td>Dynagas LNG</td><td>1,1%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>1,1%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>0,9%</td></tr> <tr><td>Cairn Energy</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Teekay Corp.</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>-0,9%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-1,0%</td></tr> <tr><td>Exmar</td><td>-1,2%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>-1,9%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Kosmos Energy	1,6%	Dynagas LNG	1,1%	Teekay LNG	1,1%	Aryzta	0,9%	Cairn Energy	0,7%	Detractores		Teekay Corp.	-0,7%	Babcock	-0,9%	Golar LNG	-1,0%	Exmar	-1,2%	International Seaways	-1,9%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>3,0%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>2,6%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>1,5%</td></tr> <tr><td>Sacyr</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>Metrovacesa</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>CTT - Correios de Portugal</td><td>-0,2%</td></tr> <tr><td>Prisa</td><td>-0,2%</td></tr> <tr><td>Unicaja</td><td>-0,2%</td></tr> <tr><td>Prosecur Cash</td><td>-0,2%</td></tr> <tr><td>Prosecur Comp. Seguridad</td><td>-0,3%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Elecnor	3,0%	Atalaya Mining	2,6%	Técnicas Reunidas	1,5%	Sacyr	1,2%	Metrovacesa	0,8%	Detractores		CTT - Correios de Portugal	-0,2%	Prisa	-0,2%	Unicaja	-0,2%	Prosecur Cash	-0,2%	Prosecur Comp. Seguridad	-0,3%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Thyssenkrupp</td><td>1,6%</td></tr> <tr><td>Porsche Pref.</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Samsung C&T</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>0,9%</td></tr> <tr><td>Continental</td><td>0,9%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>-0,5%</td></tr> <tr><td>OCI</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-0,8%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp.</td><td>-0,8%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Thyssenkrupp	1,6%	Porsche Pref.	1,4%	Samsung C&T	1,2%	Renault	0,9%	Continental	0,9%	Detractores		Babcock	-0,4%	Israel Chemicals	-0,5%	OCI	-0,6%	Golar LNG	-0,8%	Teekay Corp.	-0,8%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Kosmos Energy</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Dynagas LNG</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Teekay Corp.</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>-0,8%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-0,9%</td></tr> <tr><td>Exmar</td><td>-1,1%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>-1,7%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Kosmos Energy	1,4%	Dynagas LNG	1,0%	Teekay LNG	1,0%	Aryzta	0,8%	Atalaya Mining	0,7%	Detractores		Teekay Corp.	-0,6%	Babcock	-0,8%	Golar LNG	-0,9%	Exmar	-1,1%	International Seaways	-1,7%																																																																						
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Kosmos Energy	1,6%																																																																																																																																																																									
Dynagas LNG	1,1%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	1,1%																																																																																																																																																																									
Aryzta	0,9%																																																																																																																																																																									
Cairn Energy	0,7%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Teekay Corp.	-0,7%																																																																																																																																																																									
Babcock	-0,9%																																																																																																																																																																									
Golar LNG	-1,0%																																																																																																																																																																									
Exmar	-1,2%																																																																																																																																																																									
International Seaways	-1,9%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Elecnor	3,0%																																																																																																																																																																									
Atalaya Mining	2,6%																																																																																																																																																																									
Técnicas Reunidas	1,5%																																																																																																																																																																									
Sacyr	1,2%																																																																																																																																																																									
Metrovacesa	0,8%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
CTT - Correios de Portugal	-0,2%																																																																																																																																																																									
Prisa	-0,2%																																																																																																																																																																									
Unicaja	-0,2%																																																																																																																																																																									
Prosecur Cash	-0,2%																																																																																																																																																																									
Prosecur Comp. Seguridad	-0,3%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Thyssenkrupp	1,6%																																																																																																																																																																									
Porsche Pref.	1,4%																																																																																																																																																																									
Samsung C&T	1,2%																																																																																																																																																																									
Renault	0,9%																																																																																																																																																																									
Continental	0,9%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Babcock	-0,4%																																																																																																																																																																									
Israel Chemicals	-0,5%																																																																																																																																																																									
OCI	-0,6%																																																																																																																																																																									
Golar LNG	-0,8%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp.	-0,8%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Kosmos Energy	1,4%																																																																																																																																																																									
Dynagas LNG	1,0%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	1,0%																																																																																																																																																																									
Aryzta	0,8%																																																																																																																																																																									
Atalaya Mining	0,7%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Teekay Corp.	-0,6%																																																																																																																																																																									
Babcock	-0,8%																																																																																																																																																																									
Golar LNG	-0,9%																																																																																																																																																																									
Exmar	-1,1%																																																																																																																																																																									
International Seaways	-1,7%																																																																																																																																																																									
Entradas y salidas	<p>Entran en cartera</p> <p>Golar LNG Partners</p> <p>Salen de cartera</p> <p>KT Corp.</p> <p>Petra Diamonds</p> <p>Valaris</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Acerinox</p> <p>Altri</p> <p>Applus Services</p> <p>ArcelorMittal</p> <p>Global Dominion</p> <p>Ibersol</p> <p>Indra</p> <p>Merlín Properties</p> <p>Repsol</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Bankia</p> <p>Ezentis</p> <p>Unicaja</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Glencore</p> <p>Lear</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Transocean</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Golar LNG Partners</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Bankia</p> <p>KT Corp.</p> <p>Petra Diamonds</p> <p>Valaris</p>																																																																																																																																																																						

Las **posiciones** de Maire Tecnimont, CIR, Wilhelmsen y Danieli aglutinan la exposición conjunta a los distintos tipos de acciones en cartera de dichas compañías, cuyos ISIN se muestran a continuación:

Maire Tecnimont: IT0004931058 y XXITV0000107; CIR: XXITV0000180 y IT0000070786; Wilhelmsen: NO0010571698 y NO0010576010; Danieli: IT0000076486 y IT0000076502. La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

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. 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. Les recordamos que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

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

José Abascal, 45. Tercera planta
28003 Madrid (España)
T 900 15 15 30

info@cobasam.com
www.cobasam.com

