

c o b a s

asset management



Comentario
Segundo Trimestre 2021

Estimado partícipe:

El segundo trimestre ha mantenido la evolución positiva que veníamos observando en nuestros fondos desde el hallazgo de las vacunas contra el Covid. Venimos diciendo que nuestras compañías, y el sector “value” en general, tienen poca relación con la apertura de las economías, pero esta es la realidad con la que hay que convivir a corto plazo.

Nosotros esperamos que esta evolución positiva continúe, pues históricamente, cuando los valores que cotizan a múltiplos bajos comienzan a evolucionar positivamente, lo hacen durante un largo período. Esto se refleja en la siguiente tabla, donde se puede observar que tanto la media de duración del comportamiento positivo relativo versus las compañías de crecimiento, 62 meses, como el grado de ese comportamiento, +138%, son muy potentes.

Tabla 1. **Períodos favorables al value, últimos 50 años**

Ciclo	Value ¹	Mercado ²	Retorno Relativo	Meses
Jul. 73 - Mar. 78	143,8%	7,6%	127,2%	57
Dic. 80 - Ago. 88	414,7%	150,3%	264,4%	93
No. 90 - Ago. 95	248,4%	117,1%	131,3%	58
Mar. 00 - Feb. 07	190,6%	13,7%	176,9%	84
Dic. 08 - Jun. 14	250,3%	142,8%	107,5%	67
Feb. 16 - Ene. 17	40,2%	19,6%	20,6%	12
Media	213,2%	75,2%	138,0%	62

Fuente: Sanford C. Bernstein & Co., Pzena analysis.

Notas: 1. Quintil más barato por precio – valor en libras de aproximadamente las 1.000 compañías más grandes en el mercado USA (datos igualmente ponderados). 2. Datos ponderados por capitalización.



Como siempre, no sabemos con certeza si esta vez sucederá lo mismo, pero nosotros somos optimistas respecto a esta evolución, pues entendemos que al final la generación de caja es el único factor que cuenta en la evolución del precio de las acciones a largo plazo. En nuestro caso particular, en este trimestre hemos tenido más oportunidades para rotar las carteras (vendemos compañías que se han comportado bien, reemplazándolas por otras con mayor potencial) lo que, unido a la buena evolución de la actividad de las compañías, nos ha permitido aumentar el valor objetivo de los fondos, situándose el valor estimado de la **Cartera Ibérica** en máximos históricos, y la **Internacional** acercándose a esos máximos. Esto, tarde o temprano, deberá

Ilustración: **Daniel Gete**.

reflejarse en el valor liquidativo de los fondos. En resumen, nuestras carteras siguen valiendo más del doble.

En este trimestre comentamos la evolución del sector petrolero, un sector esencial para nuestras vidas en 2021 y posiblemente en 2040, a pesar de su continua demonización (recomendable en este sentido el último libro publicado por **Value School**: “**La cuestión moral de los combustibles fósiles**”, de **Alex Epstein**, que nos da una interesante y acertada perspectiva sobre el asunto). Hemos incrementado ligeramente nuestra exposición al mismo, suponiendo algo más del 11% de la **Cartera Internacional** y del 15% de la **Ibérica**.

PETRÓLEO (Y GAS)

Demanda

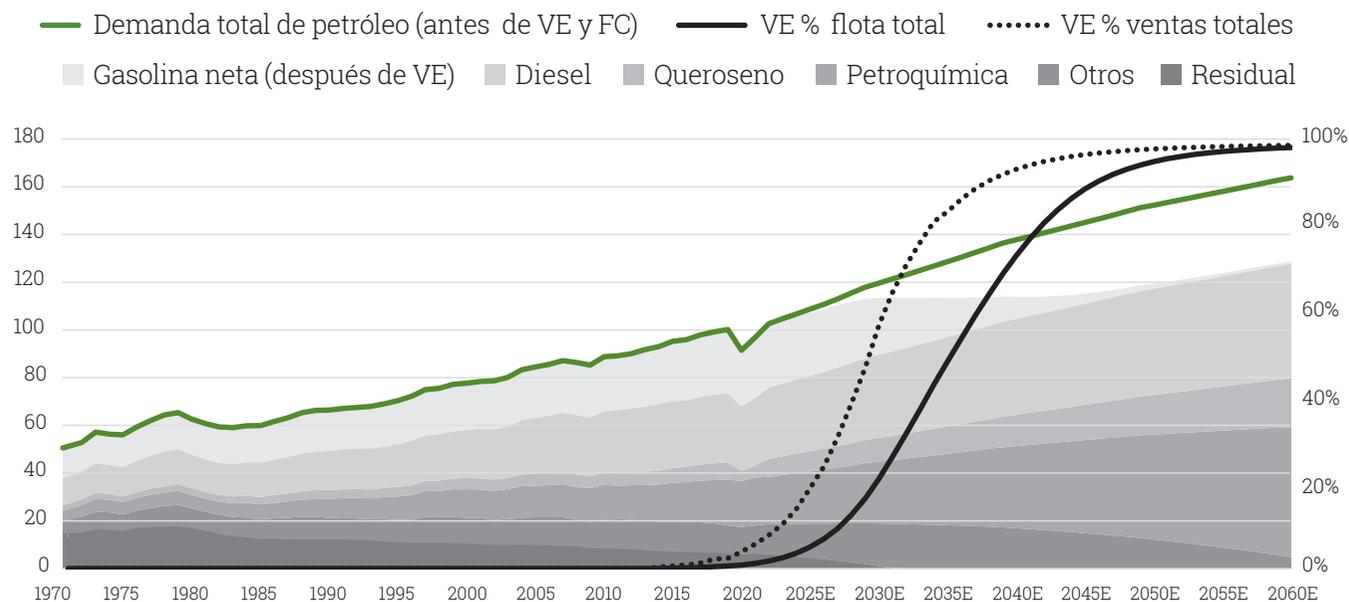
La demanda antes del Covid era de 100Mn barriles/día (creciendo más de 1Mn de barriles/día cada año), niveles que se espera volver a alcanzar durante 2022. A partir de ahí se espera un crecimiento continuo, probablemente menor al visto los años anteriores, pero crecimiento en todo caso. El escenario más probable a medio plazo es que la demanda del sector continúe aumentando al menos hasta finales de la década, soportada por el incremento de la población y el crecimiento económico, debido al desarrollo de las economías emergentes (por ejemplo, los expertos de la casa de análisis Bernstein sugieren en torno a 108Mn de barriles en 2030). Debemos recordar que, a pesar de que se reducirá el consumo para transporte en los países desarrollados, ciertas industrias (petroquímica, por ejemplo) mantendrán un crecimiento sostenido durante las próximas décadas. En el transporte, aunque es previsible que el aumento de la penetración del coche eléctrico reduzca su demanda a partir de la segunda parte de esta década, no parece factible que se pueda sustituir en barcos o aviones durante los próximos años.

Foto: **James Jones, Shutterstock.**

Comentario **Segundo Trimestre 2021**



Figura 1. **Demanda a largo plazo del petróleo (escenario VE)**



Fuente: Bernstein Global Metals & Mining Rapid Adoption Unit Share EV scenario; IEA; IMF; World Bank; OECD; BP; OICA; EEA; BTS; Bernstein analysis and estimates

El diésel no sólo lo consumen algunos coches, sino que principalmente lo usan vehículos de grandes cargas, como camiones, maquinarias industriales, minería, construcción, etc., donde no parece previsible una sustitución masiva por otra tecnología en los próximos años. Cualquier alternativa, y su uso masivo, tardará más años,

o al menos eso es lo que vislumbramos hoy. Para concluir, incluso en escenarios más conservadores que el señalado anteriormente, parece probable que la demanda sea razonablemente estable en torno a 100Mn barriles/día a finales de esta década.

Oferta

Los últimos diez años se han caracterizado por el incremento de producción proveniente del shale oil de Estados Unidos, que ha venido cubriendo gran parte de los incrementos de demanda que se han producido durante ese periodo (1 millón de barriles al día)

En 2014–2015 se produjo un mayor incremento de la oferta que de la demanda, por la intensificación en la oferta de la producción del shale oil, que hizo caer el precio del petróleo (desde cerca de \$100/barriles hasta \$30/barriles en 2016). La OPEP, para protegerse, en vez de defender los precios y bajar la producción, decidió incrementar la producción para defender su cuota de mercado, al tener un coste de producción marginal mucho más bajo. Este exceso de oferta hizo que los precios se ajustasen a la baja hasta llegar a tocar mínimos en 2016. Ante este escenario, las compañías petroleras comenzaron a reducir la inversión en exploración y producción de nuevos campos petrolíferos y se inició un periodo de “sequía” en la inversión de petróleo y gas desde 2015 hasta mediados de 2018.

En el año 2019 y comienzos del 2020, después de un ajuste a

la baja de sus costes, el sector mostró una cierta estabilización y mejora.

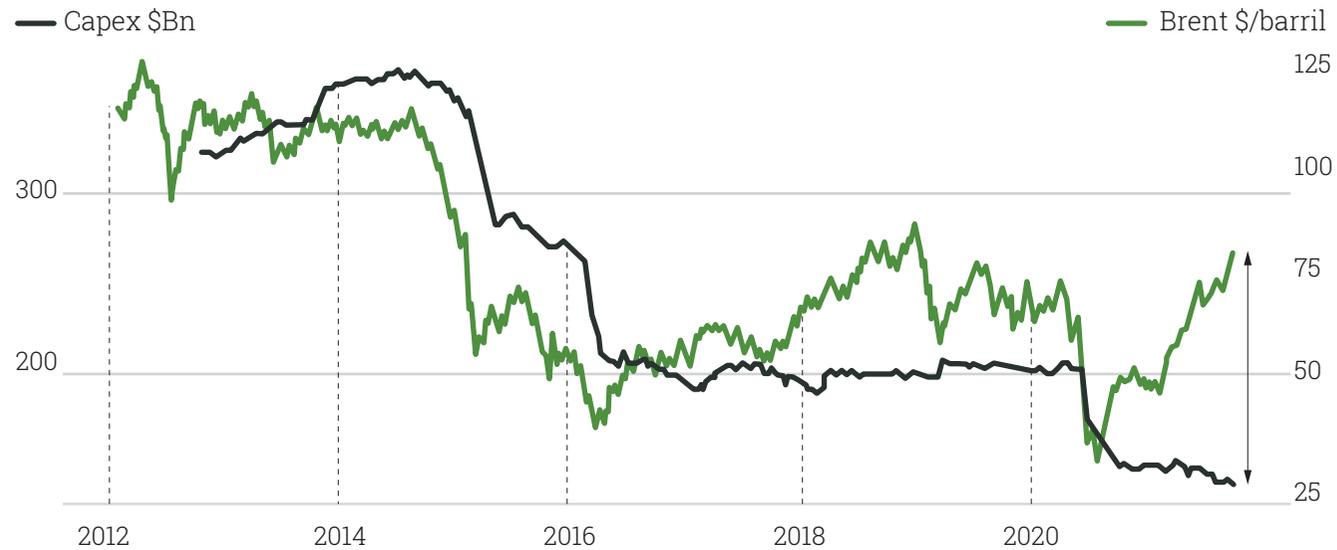
En este contexto irrumpió el Covid y de la noche a la mañana se cerraron las economías y cayó brutalmente la demanda de petróleo y, en un mercado eficiente, el precio también cayó rápido. A corto plazo se produjo ese desfase entre oferta y demanda, que agudizó más aún la tendencia de caída de la inversión que ya se venía produciendo en el sector.

A partir de ahora la falta de inversión puede provocar problemas de suministro a medio plazo:

- La demanda volverá a crecer, como hemos visto.
- La financiación para nuevas inversiones se ha reducido drásticamente, especialmente en el “shale” americano donde, a pesar de la subida reciente del crudo, se explotan un 60% menos de pozos que hace dos años. Este descenso en el número de pozos perforados ha supuesto una caída de producción de alrededor de 2Mn de barriles este año (13Mn barriles/día producidos en 2019 vs 11Mn barriles/día en 2021) y hoy no hay indicios suficientes de que las compañías de petróleo americanas estén incrementando fuertemente el número de pozos en perforación.

Figura 2. Precios del petróleo y estimación de Capex

112 compañías energéticas cotizadas



Nota: estimación de capex refleja el promedio estimado de los 12 próximos meses. **Fuente:** Bloomberg, Morgan Stanley Research.

Existen ciertas dudas sobre si los operadores estadounidenses mantendrán la disciplina mostrada hasta el momento, pero parecen tener una estrategia más racional enfocada hacia la generación de caja. La modifica-

ción de los sistemas de incentivos de sus equipos directivos, dejando de lado la constante persecución de crecimiento del pasado, es otro ejemplo de ello.

- Además del crecimiento esperado para los próximos

años de la demanda, conviene recordar que la oferta de crudo pierde en torno a un 4–5% de su producción anual (en torno a 2Mn de barriles/día, excluyendo la OPEP y Estados Unidos) debido a la tasa de declino natural de los pozos de petróleo que se produce por un hecho geológico inevitable. Si se deja de invertir (como viene sucediendo, especialmente en la parte offshore) y no se descubren ni desarrollan nuevos campos petrolíferos, no se va a poder compensar ese declino natural de los campos que ya están en activo.

Por tanto, podemos llegar a tener una falta de 3Mn de barriles al día: 2Mn por el declino natural de los campos, que ya no se cubren por la sequía de inversión en el sector durante los últimos 5 años y un menor crecimiento del US Shale, más 1Mn de incremento de la demanda cuando la economía vuelva a su senda de crecimiento tras el Covid, que ya se está produciendo. Como no se ha hecho la inversión previa necesaria, cuando se vuelva a reactivar la demanda de forma normalizada el precio va a tener que reflejarlo. Por otro lado, consideramos que la OPEP debiera tener capacidad para aumentar la producción de una forma disciplinada.

Recordemos que, para desarrollar un campo de petróleo hacen falta, de media, 4–5 años, por lo que se tendrían que haber llevado a cabo las inversiones en 2015–2016, cosa que no se hizo, para poder hacer frente a los problemas estructurales con los que nos encontramos ahora.

Además, a todo lo anterior se suma el reciente rechazo que está mostrando el mercado hacia las compañías de petróleo y gas por razones de sostenibilidad. De hecho, recientemente, la Agencia Internacional de la Energía pedía no acometer nuevos proyectos de inversión en el sector. En gran medida, el mercado considera que estas compañías son no invertibles, de hecho, a pesar de la fuerte recuperación del precio del crudo las compañías se han quedado atrás en sus cotizaciones.

Por las razones que hemos explicado, en **Cobas AM** estamos detectando buenas oportunidades de inversión en el sector: en compañías con poco riesgo, gracias a un balance saneado, productores con costes bajos (Flujo de caja breakeven en torno a \$30-35/barril) y buenos equipos gestores. Todo ello cotizando a 3x–5x beneficios, lo que nos ofrecen un margen de seguridad alto.

CARTERAS

Nuestras carteras

Datos a 30/06/2021

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
			Internacional	Ibérica	
Internacional FI	461,8 Mn€	Multi Cap	●		46
Iberia FI	39,2 Mn€	Multi Cap		●	30
Grandes Compañías FI	19,4 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	37
Selección FI	697,4 Mn€	Multi Cap	●	●	55

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 de 2021.

Les recordamos que el valor objetivo de nuestros fondos se basa en estimaciones internas consistentes en la aplicación de múltiplos a los flujos de caja normalizados en base a estimaciones de cada compañía. **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.

**Patrimonio
total
gestionado**

**1.590
Mn€**

Cartera Internacional

Durante el segundo trimestre del 2021 nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del +9,2% frente a una rentabilidad del +6,5% 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 -16,7%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del 33,2% para el mismo período.

Durante el segundo trimestre hemos salido por completo de **GS Home Shopping, Matas, Israel Chemicals, Saipem** y de **Hoegh LNG**, que en marzo tenían un peso conjunto por debajo del 6%, y hemos entrado en **CK Hutchison, Inpex, Panoro, Caltagirone, BW Energy** y **Okamoto** con un peso conjunto cercano al 4%. En el resto de la cartera los principales movimientos han sido: por el lado de las compras, aumentamos el peso en **Golar LNG** y **Babcock International**, mientras que, por el lado de las ventas, bajamos el peso en **AMG**.



Nota: Para más información sobre el potencial de revalorización ver página 29.

Durante el trimestre hemos incrementado el **valor objetivo de la Cartera Internacional** en más de un 10%, hasta los **186€/participación**, lo que implica un **potencial** de revalorización¹ que se sitúa en un **124%**. Esto ha sido posible gracias a que ya hemos empezado a hacer cierta rotación en la cartera, pues los movimientos de las cotizaciones nos lo han permitido.

Obviamente, como consecuencia de este potencial y la confianza en la cartera, estamos invertidos al 98%, cerca del máximo legal permitido. El conjunto la cartera cotiza con un PER¹ 2021 estimado de 7,6x frente a un 16,3x de su índice de referencia y tiene un ROCE¹ del 28%, pero si nos fijamos en el ROCE¹ excluyendo las compañías de transporte marítimo y de materias primas, nos situamos cerca del 38%, lo que demuestra la calidad de la cartera.

(1) Para más información sobre los ratios ver página 29.

Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el segundo trimestre del 2021 de la **Cartera Ibérica** ha sido de +1,5%, frente al +4,2% de su índice de referencia. Si alargamos el periodo de comparación desde que empezamos a invertir en renta variable hasta el cierre de marzo de 2021, ha obtenido una rentabilidad del -5,0%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del +11.4% para el mismo período.

En junio terminó la oferta pública de adquisición sobre **Semapa** a la que decidimos no acudir por considerar que el precio ofrecido estaba muy lejos de lo que pensamos vale la compañía como explicamos en la carta trimestral anterior. Durante el trimestre hemos realizado pocos cambios en lo que se refiere a entradas y salidas en cartera. Salimos por completo de 2 compañías, **Quabit** (ahora **Neinor**) y de **Almirall** que tenían un peso cercano al 1,5% al cierre de marzo; ya que tenían un potencial por debajo de la media de la cartera. En lo que respecta a entradas, volvimos a entrar en **Prisa** con un peso cercano al 0,5%. En el resto de



Nota: Para más información sobre el potencial de revalorización ver página 29.

la cartera aumentamos el peso principalmente en **Galp** y en **Indra**; y lo bajamos en **Tubacex** y en **Metrovacesa**.

Durante el trimestre aumentamos cerca del 8% **el valor objetivo de la Cartera Ibérica**, hasta los **198€/participación**, debido a lo cual, el **potencial** de revalorización se sitúa en un **109%**.

En la **Cartera Ibérica** estamos invertidos al 98%, y en su conjunto la cartera cotiza con un PER¹ 2021 estimado de 7,2x frente al 16,0x de su índice de referencia y tiene un ROCE¹ del 31%.

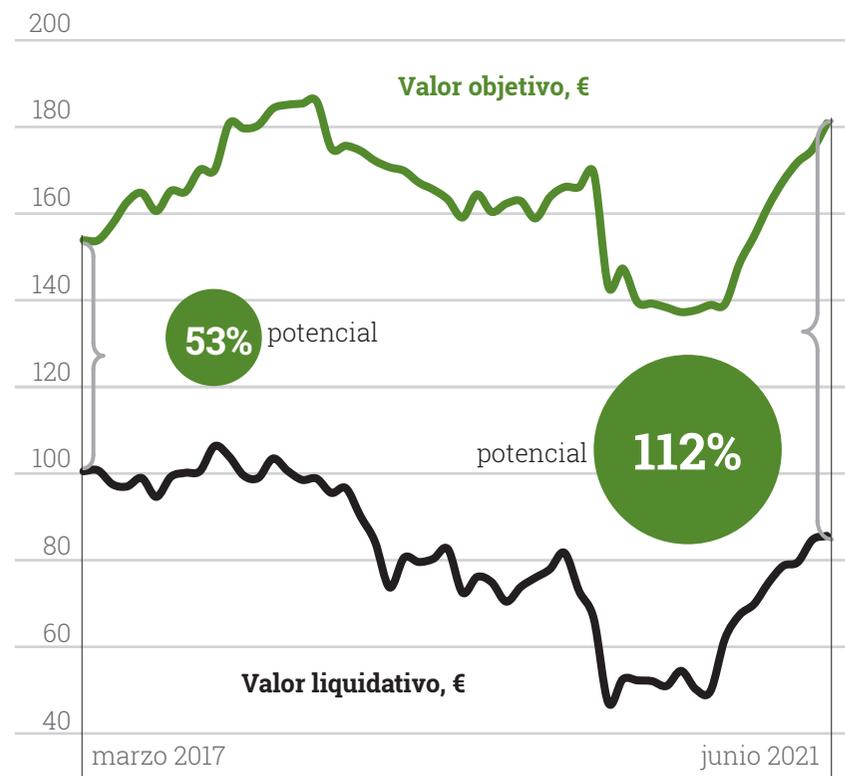
(1) Para más información sobre los ratios ver página 29.

Cartera Grandes Compañías

Durante el segundo trimestre de 2021 nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad de +8,9% frente al +6,8% 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 -14,9%. En ese periodo el índice de referencia se apreció un 57,2%.

Durante el segundo trimestre hemos continuado con la rotación iniciada en el primer trimestre en la **Cartera de Grandes Compañías**. Vendimos por completo nuestra posición en **Exor, Catcher, Technip e Israel Chemicals**, que a cierre de marzo tenían un peso conjunto cercano al 6%. Con estas ventas hemos financiado la compra de **Qurate, Organon y Galp**, que tienen un peso agregado cercano al 5%.

En el resto de la cartera, aumentamos principalmente nuestra posición en **Inpex y Golar LNG**, aunque en este



Nota: Para más información sobre el potencial de revalorización ver página 29.

último caso ha sido en gran parte ayudado por la revalorización de la acción (+30% durante el trimestre); mientras que, por el lado de las ventas, hemos bajado nuestra posición en **Viatis** y **Aryzta**.

Durante el trimestre, gracias a la rotación que hemos podido hacer, el **valor objetivo de la Cartera Grandes Compañías** se ha incrementado un 8%, hasta los **180€/participación**, lo que representa un **potencial** de revalorización de **112%**.

En la **Cartera Grandes Compañías** estamos invertidos al 98%. En conjunto, la cartera cotiza con un PER¹ 2021 estimado de 7,1x frente al 19,8x de su índice de referencia y tiene un ROCE¹ del 32%.

(1) Para más información sobre los ratios ver página 29.

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.

Quinta Conferencia Anual de Inversores

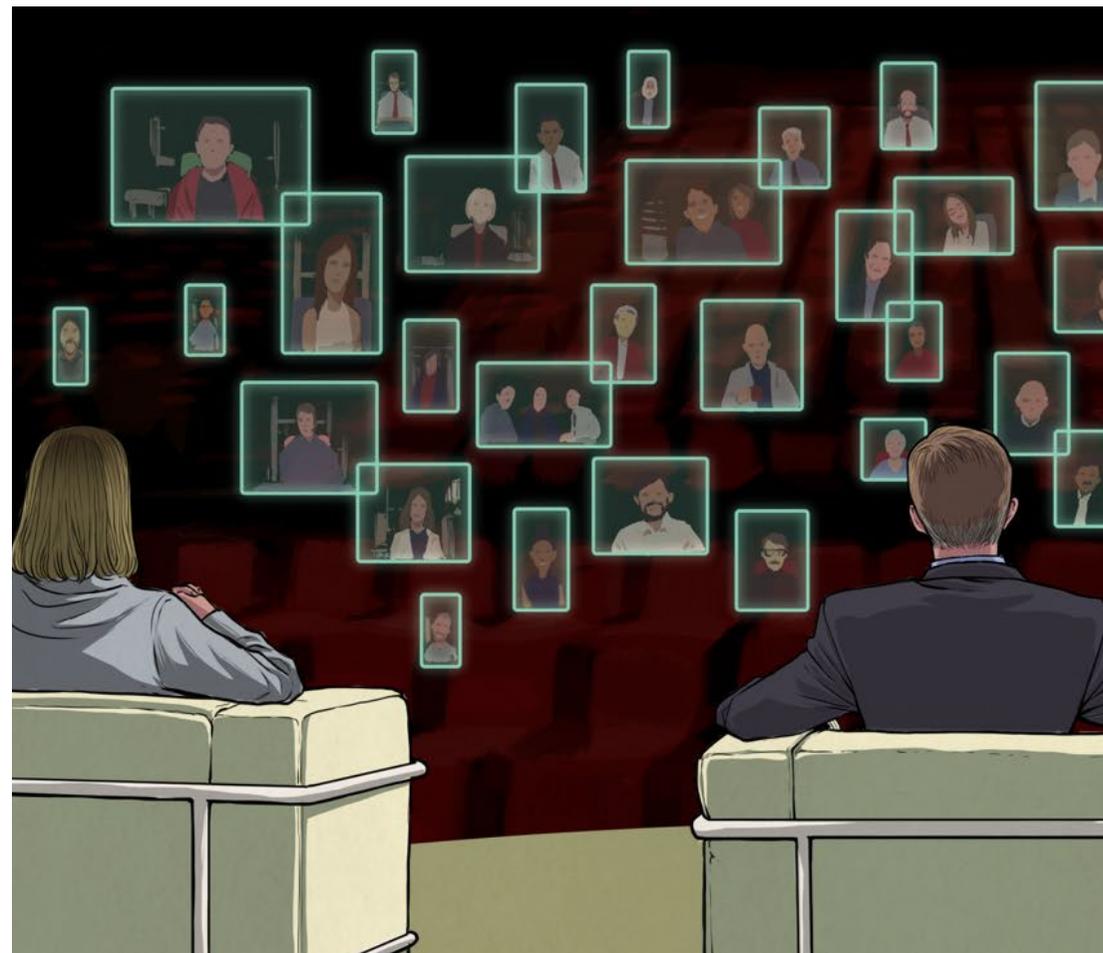
El pasado 5 de mayo celebramos en Madrid nuestra **Quinta Conferencia Anual de Inversores**.

Durante el encuentro, nuestro equipo de Inversiones liderado por Francisco García Paramés presentó su estrategia de inversión y repasó la situación actual de la gestora y de nuestras carteras.

Pulse [aquí](#) para poder ver la conferencia completa, y [aquí](#) para acceder al podcast resumen de esta.

Planes de Pensiones

Descubre en nuestra web la importancia de contar con un plan de pensiones de cara a complementar nuestra futura jubilación: www.cobaspensiones.com.

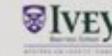


Quinta Conferencia Anual de Inversores. Ilustración: **Daniel Gete**

BEN GRAHAM CENTRE FOR VALUE INVESTING

14
APRIL
2021

VIRTUAL VALUE INVESTING CONFERENCE VALUE INVESTING SESSION



Dianne K. McKeever
Ides Capital Management LP



Francisco García Paramés
Cobas Asset Management



Evan Vanderveer
Vanshap Capital



Mohnish Pabrai
Pabrai Investment Funds



Guy Gottfried
Rational Investment Group, LP

Intervención en el evento “Ben Graham Center for Value Investing” en Toronto de Ivey Business School

El pasado 14 de abril Francisco García Paramés participó en el evento **Virtual Value Investing Conference** donde también participaron otros inversores de renombre.

Durante su intervención comentó nuestra tesis de inversión en Dixons Carphone.

Puede ver la intervención pulsando [aquí](#).

Cartel Ben Graham Centre for Value Investing. Foto: **Shutterstock**.

Estrenamos el podcast “Invirtiendo a Largo Plazo”

Nuevo podcast de Cobas AM que nace con el objetivo de acercar la filosofía del 'value investing' a todos sus oyentes.

Ya tiene a su disposición los primeros episodios sobre la Conferencia Anual, la inflación y el sector de materias primas. Visite nuestro perfil para escucharlos [aquí](#).

Participación en el podcast “Bolsillo” de La Vanguardia

El pasado 21 de junio, **Gonzalo Recarte, Director Comercial de Cobas AM**, participó en la tertulia de Raquel Quelart sobre la importancia de ampliar nuestra cultura financiera para ser un buen inversor. Escuche el programa [aquí](#).

Participación en el podcast Masdividendos

Carmen Pérez, del Equipo de Inversión de Cobas AM, respondió a las preguntas de los oyentes en el foro Masdividendos, enfocadas en el sector retail y telecomunicaciones, así como el día a día dentro de una gestora. Podrá escuchar el episodio completo pulsando [aquí](#).

Participación en el programa Negocio TV

El pasado 21 de junio, **Negocios TV** entrevistó a **Carlos González Ramos, Director de Relación con Inversores Particulares de Cobas AM** y Luis García Álvarez, Equity Portfolio Manager en Mapfre para hablar sobre la estrecha relación que guardan la inversión y la psicología, que están mucho más ligadas entre sí de lo que habitualmente pensamos. Podrá ver el video pulsando [aquí](#).

El pasado 5 de julio, **Negocios TV** entrevistó a **Juan Huerta de Soto, del Equipo de Inversión de Cobas AM**, y Xavier Brun, Head of Equity Europe en Trea Asset Management, para explicar la historia del value investing, su evolución, su método y sus enfoques y dónde aprender a invertir de este modo. Podrá ver el video pulsando [aquí](#).

Participación en el programa de radio “Tu Dinero Nunca Duerme”

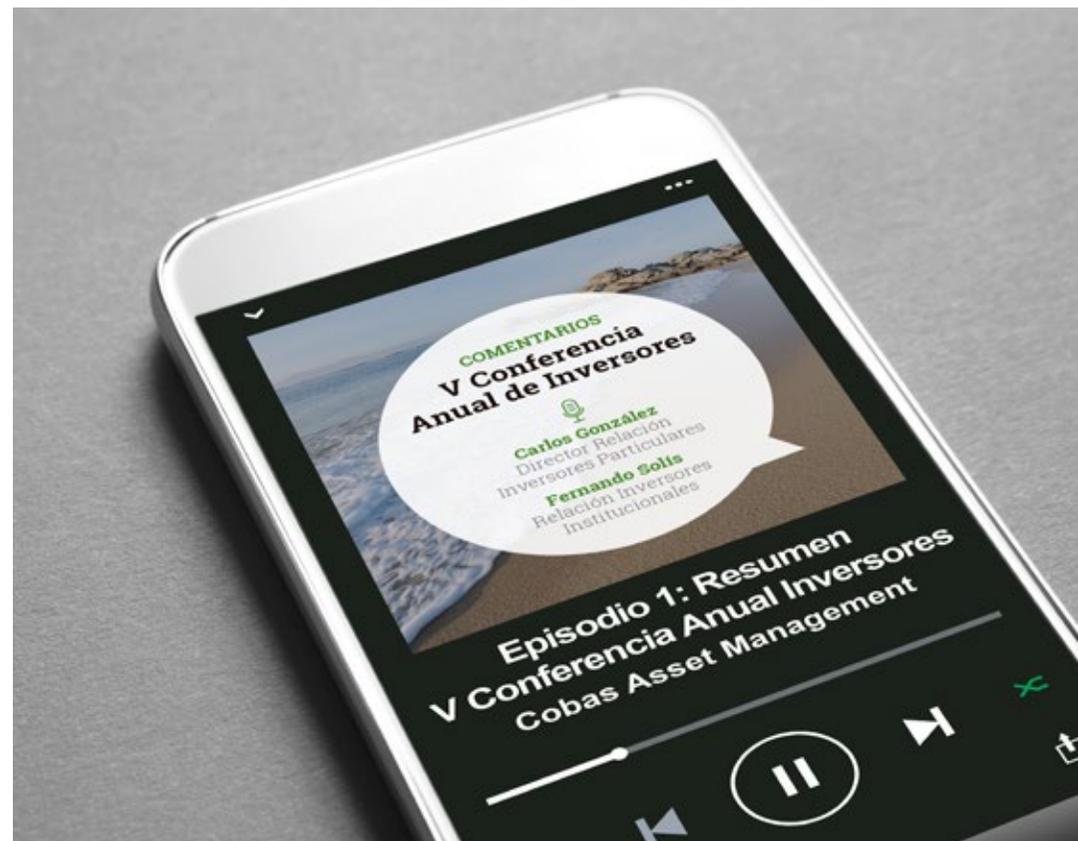
Durante este trimestre, **José Belascoaín, Luis Silva y Verónica Llera** del equipo de Relación con Inversores de Cobas AM,

Carlos González, Director de Relación con Inversores Particulares y **Francisco Burgos**, Responsable del Negocio Institucional, han participado en el programa de radio “**Tu Dinero Nunca Duerme**”, primer programa de cultura financiera de la radio generalista española **esRadio** en colaboración con **Value School**.

José Belascoaín, habló de los nichos del mercado donde encontrar oportunidades de inversión y cómo analizarlas, en el episodio que tuvo lugar el 18 de abril. Escúchelo [aquí](#).

Por su parte, **Carlos González** analizó dos de los sesgos más peligrosos para el inversor: el de confianza y el de anclaje, en la edición del programa que tuvo lugar el pasado 25 de mayo. Escuche el audio del podcast [aquí](#).

Luis Silva, habló sobre los planes de pensiones y otros productos que pueden servir para el ahorro de cara a la jubilación, en la edición del programa que tuvo lugar el pasado 30 de mayo. El audio del podcast está disponible [aquí](#).



Escuchando el primer episodio del podcast Invirtiendo a Largo Plazo de Cobas AM. Foto: **Shutterstock**.

Verónica Llera explicó a los oyentes la inversión en materias primas y la situación de este sector actualmente en los mercados, en la edición del programa que tuvo lugar el pasado 20 de junio. Escuche el audio del podcast [aquí](#).

Francisco Burgos comentó las características de la inversión en Luxemburgo, en la edición del programa que tuvo lugar el pasado 4 de julio. Escuche el audio del podcast [aquí](#).

Colaboración con Value School

Cobas Asset Management y **Value School** lanzan juntos el programa “**12 meses, 12 sesgos**”, una serie de píldoras en formato vídeo, donde repasamos los sesgos más influyentes y le mostramos cómo controlarlos para mitigar sus efectos en la toma de decisiones de inversión.

Durante este trimestre se han publicado los siguientes vídeos:

¿Cómo enfrentarse al efecto rebaño al invertir en bolsa?

[Ver vídeo](#)

¿Cómo evitar el descuento hiperbólico?

[Ver vídeo](#)

Otras iniciativas





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.

Invertir con John Neff

Nuevo título de nuestra colección de clásicos modernos de la inversión. **John Neff** batió al mercado en veintidós ocasiones, en todas las coyunturas bursátiles imaginables, mientras multiplicaba por 57 el valor de la participación inicial. [Ver ficha libro](#)

La biblioteca del inversor

Ya está disponible el número de junio de la revista de libros de **Value School**. Javier Ruiz, socio y director de

inversiones de Horos AM, nos ofrece una excelente selección de sus libros favoritos. [Ver la biblioteca del inversor](#)

Alicia regresa a Wall Street

Recuperamos un codiciado clásico de la inversión valor. El célebre libro del inversor **Luis Allué**, en edición digital, revisada y muy ampliada. Todas las claves para invertir con éxito y ser feliz. Un libro que enamora a jóvenes y adultos. Le encantará. Léalo. Regálelo. [Ver ficha libro](#)

La cuestión moral de los combustibles fósiles

En este nuevo ensayo de la colección que editamos con el **Instituto Juan de Mariana**, **Alex Epstein** refuta todos los mitos que rodean a los combustibles fósiles. Basándose en las últimas investigaciones, afirma que los combustibles fósiles deben usarse y defenderse, pues son un recurso fundamental para transformar y mejorar nuestras vidas. [Ver ficha libro](#)

El Foco. El programa de Value School en Negocios TV

“El Foco” es su cita semanal con los principios de la inversión consciente. Recientemente, **Daniel Tello** y **Gabriel Castro** nos explicaron las claves de su trabajo en el programa dedicado a “**Small caps e inversión en crédito**”. Encontrará todos los programas emitidos hasta la fecha en la lista de reproducción de «El Foco» del [canal de YouTube de Value School](#).



Portada programa El foco. Foto: **NegociosTV**

Global Social Impact Investments (GSI)

Durante este primer trimestre ha presentado para aprobación a CNMV **Global Social Impact II**, su segundo Fondo de Inversión de Impacto con un objetivo de rentabilidad del 10% anual y de contribuir de forma directa y medible a la integración económica y social de colectivos en situación de vulnerabilidad (tal y como están definidos en la teoría del cambio del Fondo), particularmente en el contexto post Covid-19.

El fondo tiene como objetivo invertir €40MM entre 10 y 15 modelos de negocio en España de alto impacto social, que tengan una teoría del cambio desarrollada de la mano con **Open Value Foundation** y **GSI**. Los criterios de éxito del Fondo van directamente ligados tanto a la rentabilidad financiera como al impacto social generado y serán reportados, al menos, de forma semestral.

Open Value Foundation

Durante el segundo trimestre de 2021, **Open Value Foundation** ha continuado con su labor, desarrollando múltiples iniciativas y actividades entre las que destacan:

- Desde el área de proyectos, continúan abriendo oportunidades para que todas las personas puedan desarrollar todo su potencial. El último hito ha sido la concesión de un préstamo de 30.000 euros a la empresa social **Robin-Good**, que forma a personas en riesgo de exclusión social para que elaboren productos artesanos de alimentación.

-Desde el área de formación:

- Se ha impartido una formación en inversión de impacto a **Repsol** y su fundación con más de 40 participantes.
- El programa de **Fellows** de **Acumen** sigue su curso con la segunda cohorte de 25 miembros, que han

tenido la oportunidad de reunirse presencialmente durante el mes de junio.

- La segunda edición del programa **Fondo de Fundaciones de Impacto** ha reunido a 11 fundaciones para aprender sobre inversión de impacto y 'venture philanthropy'.

-Desde el área de comunicación, siguen organizando periódicamente encuentros inspiradores y participando en las citas clave del ecosistema de impacto en España, como el evento anual del **SpainNAB**, el **Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto**.

Además, se ha impulsado la publicación de cuatro informes sobre inversión de impacto y emprendimiento social disponibles en la página web de la fundación:

- ['Inversión de impacto: Capitalismo y Sostenibilidad'](#) junto a la **Fundación PWC España**;
- ['Alternativas a la política social estatal'](#) junto al **Instituto Juan de Mariana**.
- ['Necesidades de financiación de empresas sociales en España'](#) junto a **Esade Center for Social Impact**.

- ['La inversión de impacto en España: Oferta de capital, segmentación y características'](#) junto a **SpainNAB** y **ESADE Entrepreneurship Institute**.

ANEXOS

Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revalorización 2T		Revalorización 2021		Revalorización inicio		PER	ROCE	VaR	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia					
Selección FI Clase C	86,9 €	195 €	125%	8,1%	6,5%	29,4%	15,4%	-13,1%	48,1%	7,0x	29%	20%	692,5	98%
Selección FI Clase D	128,5 €	289 €	125%	8,0%	6,5%	28,5%	15,4%	28,5%	15,4%	7,0x	29%	20%	4,9	98%
Internacional FI Clase C	83,3 €	186 €	124%	9,2%	6,5%	31,1%	15,4%	-16,7%	33,2%	7,6x	28%	20%	456,2	98%
Internacional FI Clase D	130,0 €	291 €	124%	9,1%	6,5%	30,0%	15,4%	30,0%	15,4%	7,6x	28%	20%	5,6	98%
Iberia FI Clase C	95,0 €	198€	109%	1,5%	4,2%	20,1%	9,5%	-5,0%	11,4%	7,2x	31%	15%	38,7	98%
Iberia FI Clase D	113,4 €	237 €	109%	1,4%	4,2%	13,4%	4,8%	13,4%	4,8%	7,2x	31%	15%	0,5	98%
Grandes Compañías FI Clase C	85,1 €	180 €	112%	8,9%	6,8%	27,4%	16,6%	-14,9%	57,2%	7,1x	32%	21%	19,3	98%
Grandes Compañías FI Clase D	118,7 €	251 €	112%	10,0%	6,8%	18,7%	16,6%	18,7%	16,6%	7,1x	32%	21%	0,10	98%
Renta FI	98,2 €			1,7%	-0,1%	7,1%	-0,2%	-1,8%	-1,8%				11,5	15%

Planes de pensiones

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revalorización 2T		Revalorización 2021		Revalorización inicio		PER	ROCE	VaR	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia					
Global PP	80,9 €	181 €	124%	8,2%	6,5%	29,6%	15,4%	-19,1%	28,9%	7,0x	28%	20%	62,2	98%
Mixto Global PP	86,4 €	167 €	94%	6,1%	3,2%	22,4%	7,4%	-13,6%	14,3%	7,0x	21%	15%	4,5	74%

30 de junio de 2021

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. 14 de octubre de 2016 para Cobas Selección FI Clase C; 3 de marzo de 2017 para Cobas Internacional FI Clase C, Cobas Iberia FI Clase C, Cobas Grandes Compañías FI Clase C y Cobas Renta FI; 18 de julio de 2017 para Cobas Global PP y Cobas Mixto Global PP; 1 de enero de 2021 para Cobas Selección FI Clase D, Cobas Internacional FI Clase D, Cobas Iberia FI Clase D y Cobas Grandes Compañías FI Clase D. **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selección FI, Cobas Internacional 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. EONIA para Cobas Renta FI. MSCI Europe Total Return Net 50% y EONIA 50% para Cobas Mixto Global PP. **Ratios.** POTENCIAL: mejor escenario, es la diferencia entre el valor objetivo y el precio de mercado agregado de la cartera. Para calcular el valor objetivo, aplicamos un múltiplo al flujo de caja normalizando en base a estimaciones propias de cada compañía. VAR: pérdida máxima esperada mensual, calculado con la metodología Value at Risk 2,32 sigmas, nivel de confianza del 99% de la distribución normal a un mes. PER: se calcula dividiendo la capitalización bursátil de cada compañía entre su flujo de caja normalizado en base a estimaciones propias. ROCE: se calcula dividiendo el resultado operativo normalizado en base a estimaciones propias, después de impuestos, entre el capital empleado (ex-fondo de comercio) para ver la rentabilidad del negocio.

Cobas Internacional FI
Clase C - ES0119199000
Clase D - ES0119199018

Cobas Iberia FI
Clase C - ES0119184002
Clase D - ES0119184010

Cobas Grandes Compañías FI
Clase C - ES0113728002
Clase D - ES0113728010

Cobas Selección FI
Clase C - ES0124037005
Clase D - ES0124037013

Cobas Renta FI
ES0119207001

Top 10	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior			
	Golar LNG	8,6%	6,6%	Vocento	9,0%	8,9%	Golar LNG	7,6%	6,3%	Golar LNG	7,8%	5,9%	Golar LNG	3,4%	1,8%			
	CIR	6,3%	6,5%	Semapa	8,3%	9,0%	Dassault Aviation	6,1%	6,2%	CIR	5,7%	5,8%	Teekay Corp.	1,9%	1,7%			
	Marie Tecnimont	5,7%	5,3%	Técnicas Reunidas	8,2%	8,6%	Energy Transfer	4,6%	3,9%	Marie Tecnimont	5,1%	4,7%	Babcock	1,2%	0,7%			
	Dixons Carphone	5,4%	6,2%	Atalaya Mining	8,1%	8,3%	Inpex Corp	4,5%	3,8%	Dixons Carphone	4,9%	5,6%	Maire Tecnimont	1,2%	1,0%			
	Aryzta	5,3%	5,9%	Ielecnor	5,1%	4,5%	Samsung C&T	4,1%	4,2%	Aryzta	4,7%	3,0%	CIR	1,1%	1,0%			
	Babcock	4,4%	3,3%	Miquel y Costas	4,9%	4,5%	Renault	3,9%	3,8%	Babcock	4,0%	3,0%	Vocento	1,1%	1,0%			
	Teekay LNG	4,3%	4,7%	Indra	3,9%	2,8%	Viatrix	3,7%	5,1%	Teekay LNG	3,9%	4,2%	Dixons Carphone	1,0%	0,9%			
	Danieli	4,0%	3,9%	Metrovacesa	3,9%	4,6%	Bolloré	3,7%	3,3%	Danieli	3,6%	3,0%	Atalaya Mining	1,0%	0,9%			
	Kosmos Energy	3,9%	3,3%	Ibersol	3,4%	3,0%	CK Hutchison	3,1%	2,8%	Kosmos Energy	3,5%	3,0%	Técnicas Reunidas	0,9%	1,1%			
	Wilhelmsen	3,7%	3,8%	Sonae	3,3%	3,6%	Aryzta	3,0%	4,1%	Wilhelmsen	3,4%	3,5%	Teekay LNG	0,8%	0,8%			
Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)	EEUU		32,5%	España		68,5%	Zona Euro		36,7%	Zona Euro		36,7%	Zona Euro		83,0%			
	Zona Euro		30,9%	Portugal		23,4%	EEUU		29,4%	EEUU		29,4%	EEUU		11,5%			
	Resto Europa		27,9%	Otros		8,1%	Resto de Europa		26,1%	Resto Europa		26,1%	Resto Europa		5,4%			
	Asia		7,7%				Asia		7,1%	Asia		7,8%						
Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)	Dólar Americano		32,5%	Euro		91,9%	Dólar Americano		36,3%	Euro		36,7%	Euro		83,0%			
	Euro		30,9%	Libra Esterlina		8,1%	Euro		33,6%	Dólar Americano		29,4%	Dólar Americano		11,5%			
	Libra Esterlina		15,4%				Won Coreano		9,4%	Libra Esterlina		14,8%	Libra Esterlina		3,3%			
	Won Coreano		5,4%				Libra Esterlina		8,9%	Won Coreano		4,9%	Corona Noruega		2,2%			
	Corona Noruega		5,3%				Yen Japonés		4,5%	Corona Noruega		4,8%						
	Franco Suizo		5,3%				Dolar Hong Kong		4,3%	Franco Suizo		4,7%						
	Yen Japonés		2,2%				Franco Suizo		3,0%	Yen Japonés		2,0%						
	Corona Sueca		2,2%							Corona Sueca		1,8%						
	Otros		1,1%							Dólar Hong Kong		1,0%						
	(*) EUR/ USD 65% cubierto						(*) EUR/ USD 64% cubierto						(*) EUR/ USD 64% cubierto			(*) EUR/ USD 65% cubierto		
Contribución a la rentabilidad (Porcentaje)	Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores					
	Golar LNG		2,1%	CTT Correios de Portugal		1,4%	Energy Transfer		1,5%	Golar LNG		1,9%	Golar LNG		1,9%			
	Maire Tecnimont		1,5%	Ibersol		0,3%	Golar LNG		1,5%	Maire Tecnimont		1,3%	Maire Tecnimont		1,3%			
	Aryzta		1,2%	Miquel y Costas		0,3%	Aryzta		0,8%	Aryzta		1,0%	Aryzta		1,0%			
	Babcock		0,9%	Sonae		0,3%	Maire Tecnimont		0,6%	Babcock		0,8%	Babcock		0,8%			
	International Petroleum		0,7%	Inmobiliaria del Sur		0,3%	Fresenius		0,5%	International Petroleum		0,6%	International Petroleum		0,6%			
	Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores					
	Teva Pharmaceutical		-0,2%	Atalaya Mining		-0,2%	Catcher Technology		-0,1%	Renault		-0,2%	Renault		-0,2%			
	Renault		-0,2%	Galp Energía		-0,2%	Galp Energía		-0,1%	Técnicas Reunidas		-0,2%	Técnicas Reunidas		-0,2%			
	Cairn Energy		-0,3%	Metrovacesa		-0,2%	Dixons Carphone		-0,4%	Cairn Energy		-0,3%	Cairn Energy		-0,3%			
	CGG SA		-0,4%	Tubacex		-0,5%	Renault		-0,4%	CGG SA		-0,4%	CGG SA		-0,4%			
	Dixons Carphone		-0,6%	Técnicas Reunidas		-1,3%	Teva Pharmaceutical		-0,5%	Dixons Carphone		-0,5%	Dixons Carphone		-0,5%			
Entradas y salidas	Entran en cartera			Entran en cartera			Entran en cartera			Entran en cartera			Entran en cartera					
	BW Energy			Prisa			Galp Energía			BW Energy		Panoro						
	Caltagirone						Organon			Caltagirone								
	CK Hutchison						Qurate Retail			CK Hutchison								
	Inpex Corp.									Inpex Corp								
	Okamoto									Miquel y Costas								
	Panoro									Okamoto								
	Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera					
	GS Home Shopping			Almirall			Israel Chemicals			GS Home Shopping			GS Home Shopping					
	Israel Chemicals			Quabit (Neinor)			Catcher Technology			Israel Chemical			Israel Chemical					
	Matas						Technip FMC			Matas			Matas					
	Saipem						Exor			Saipem			Saipem					
	Hoegh LNG									Hoegh LNG			Hoegh LNG					

Las **posiciones** de Maire Tecnimont, CIR y Wilhelmsen 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, IT0005241762 y IT0000070786 - Wilhelmsen: NO0010571698 y NO0010576010 La información desglosada por código ISIN está 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



Pertenece a **Santa Comba Gestión SL**, holding familiar aglutinador de proyectos que fomenta la libertad de la persona desde el conocimiento.
Más información en la web corporativa del grupo Santa Comba: **www.santacombagestion.com**

