



Comentario
Tercer Trimestre 2020

Estimado partícipe,

Es necesario comenzar esta carta repasando el impacto de la Covid-19 en nuestras carteras. Sin entrar en el nivel de detalle de nuestras cartas previas de este año, confirmamos que el impacto en las operaciones de nuestras compañías ha sido pequeño, manteniendo el recorte en las valoraciones (13/14%) que explicábamos en dichas cartas. Afortunadamente en este trimestre no ha habido sorpresas negativas adicionales en nuestras compañías.

A pesar de esto, las cotizaciones no se han recuperado al ritmo que esperamos, produciéndose situaciones tan paradójicas como que **Teekay LNG** vaya a tener un récord histórico de resultados 2020, como estaba previsto, mientras que su cotización ha descendido un 30% en los nueve primeros meses del año, situándose a un PER de 4x.

Este caso y otros similares nos obligan a repasar algunas cuestiones de filosofía de inversión que pueden continuar ayudando a los partícipes en esta travesía por el desierto.

FILOSOFÍA

Lo primero es recordar que somos **Inversores en Valor** porque entendemos que es la única forma de proteger nuestros ahorros a largo plazo y, más, ante escenarios de crisis como el que estamos viviendo en la actualidad.

Pero, ¿qué significa ser Inversor en Valor? ¿Acaso sólo invertimos en sectores aburridos o que no crecen? La Inversión en Valor consiste básicamente en invertir en compañías que valen más de lo que dice el mercado, así de simple.

Esto podrá parecer muy básico, pero algunos confunden los conceptos y piensan que la Inversión en Valor es algo que no es. Recordemos que un Inversor en Valor no busca únicamente compañías baratas basándose en múltiples bajos ("value clásico"). Su objetivo principal es buscar ineficiencias del mercado. Como ya sabemos, el mercado siempre tiende a la eficiencia, pero en ese camino se producen momentos de una valoración incorrecta de algunos activos. Esos momentos son los que tratamos de aprovechar. Y para poder aprovechar estas ineficiencias

es necesario poder tener una visión de largo plazo para que la inversión madure.

Esas ineficiencias también se pueden encontrar en compañías de crecimiento y en sectores de moda en los mercados, pero nuestro objetivo no es aprovechar el crecimiento o la moda per se, ya que suelen cotizar con prima, sino aprovechar que no se está valorando bien el activo. Si repasamos nuestra cartera actual notamos que únicamente un 25% puede considerarse “value clásico”: automóviles, petróleo, fertilizantes y petroleros, fundamentalmente. En estas inversiones alguien puede discutir si habrá reversión a la media de los beneficios con la consiguiente revalorización de los valores, y, para minimizar este riesgo, preferimos compañías que tengan poca deuda, o que esté respaldada por activos o que tengan alguna barrera de entrada o ventaja competitiva.

En el 75% restante hay buen crecimiento y un futuro prometedor, siendo la característica fundamental la existencia de compañías en negocios similares que están muy bien valoradas por el mercado. Esa es la clave: no buscar



Ilustración: **Wan Wei, Shutterstock**

BARRON'S

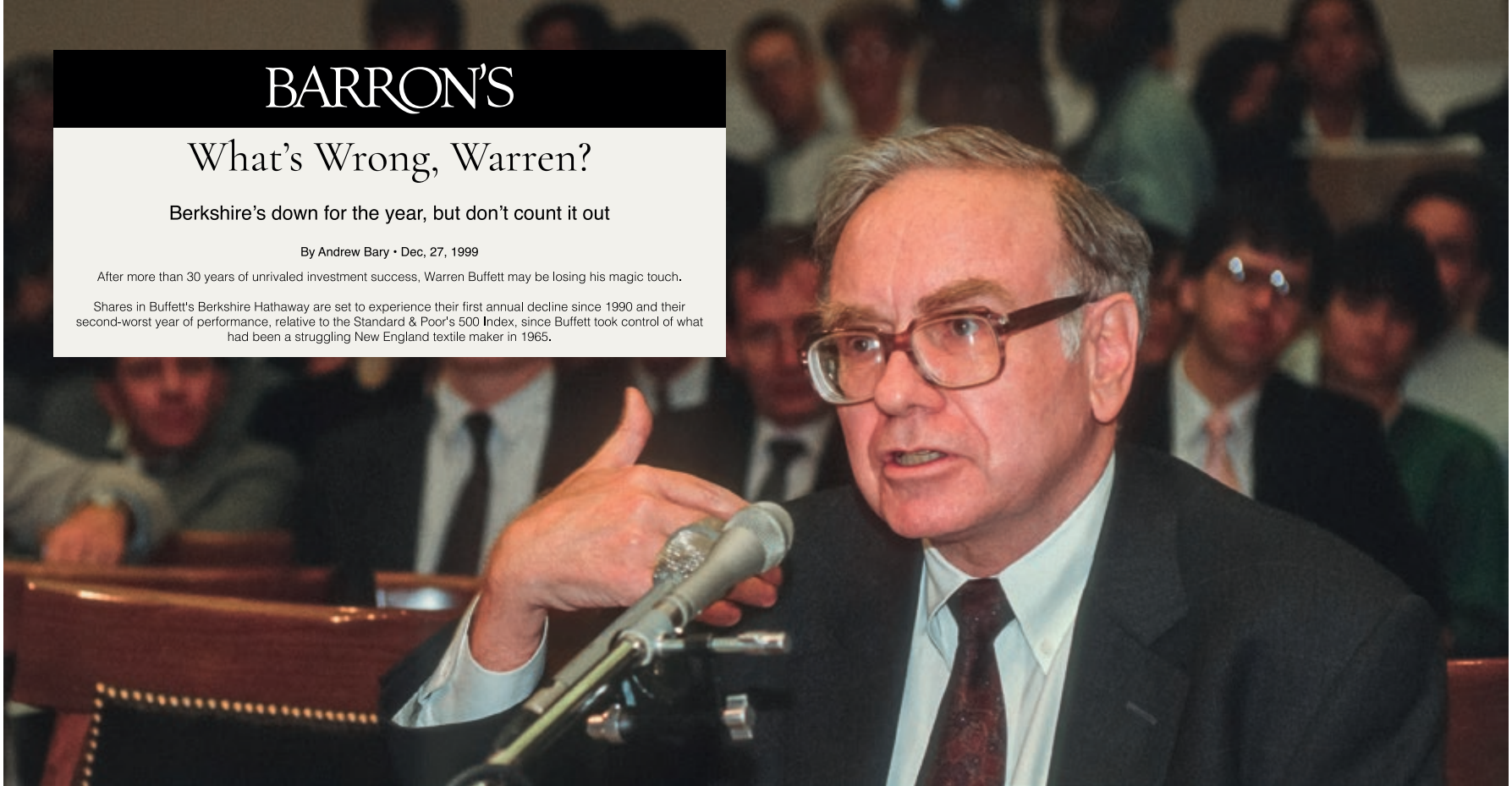
What's Wrong, Warren?

Berkshire's down for the year, but don't count it out

By Andrew Bary • Dec, 27, 1999

After more than 30 years of unrivaled investment success, Warren Buffett may be losing his magic touch.

Shares in Buffett's Berkshire Hathaway are set to experience their first annual decline since 1990 and their second-worst year of performance, relative to the Standard & Poor's 500 Index, since Buffett took control of what had been a struggling New England textile maker in 1965.



compañías o negocios oscuros, sino negocios brillantes en sectores interesantes, pero a precios atractivos.

Buscamos compañías que, por alguna razón, no son bien valoradas por el mercado en sus respectivos nichos, ya sea por el tamaño, la liquidez, o porque la compañía está pasan-

do por un problema temporal y el mercado lo extrapola para siempre, etc. Nos tratamos de asegurar de que esos problemas y esa mala valoración sea temporal, y que la generación de caja siempre prevalezca. Es un supuesto que sigue absolutamente vigente, pues la capacidad de generar beneficios es el único determinante de la cotización a largo plazo.

Arriba, sobre la fotografía de Warren Buffett, detalle del artículo del 27 diciembre de 1999 de la revista Barron's. En él, Andrew Bary, editor asociado y reportero durante más de tres décadas en el semanario pone en duda la estrategia de inversión del presidente de Berkshire Hathaway. Foto: **Rob Crandall, Shutterstock**

En este proceso, hemos encontrado compañías de infraestructura de gas natural, residencias para la tercera edad, compañías de defensa, empresas líderes en comercio multicanal, compañías de ingeniería con liderazgo tecnológico... La lista continúa, es amplia, y no se ven en ella negocios en declive. Algún segmento de alguna compañía podrá estarlo, pero será la excepción.

También habría que recordar que ser un Inversor en Valor es duro (requiere dedicarle muchas horas), pero relativamente simple. Solamente haciendo este trabajo podemos ser contrarian y aprovecharnos de las ineficiencias del mercado en el corto plazo, siendo la paciencia el principal requisito para tener éxito.

Por ello, cabe resaltar que los últimos tres años y medio han sido los peores para un Inversor en Valor. En los últimos 60 años, nunca el value ha estado tan barato en relativo a compañías de crecimiento (ver [‘Reports of value’s death may be greatly exaggerated’](#), de Robert Arnott y sus colegas de Research Affiliates). Pensamos que esto cambiará.



~5% de la Cartera Internacional

No buscamos negocios oscuros, buscamos negocios que el mercado valora incorrectamente

Acabamos de comentar que algunos piensan que ser un inversor “value” implica invertir en empresas en sectores moribundos, o cuando menos en sectores con escaso crecimiento. Nada más lejos de la realidad, invertir en valor implica invertir en buenos activos olvidados por el mercado, y si tienen crecimiento mejor. Pongamos como ejemplo **Dixons**, líder en retail de productos electrónicos y electrodomésticos en seis países europeos, y entre las primeras cinco posiciones de nuestra cartera internacional.

La compañía resulta de la combinación de la propia **Dixons** con **Carphone Warehouse (CW)** líder en retail de teléfonos móviles en Reino Unido. Esta fusión resultó desastrosa para los accionistas de **Dixons**, al tener **CW** unas obligaciones contractuales para la venta de móviles

con las compañías de telecomunicaciones británicas. Estas obligaciones han supuesto unas pérdidas anuales de +100mn£ en los dos últimos años, impactando la cotización de la compañía. Los contratos ya han sido renegociados y a partir del año fiscal próximo, 2021/22, tendrán un resultado neutral, esperando tener un negocio en beneficios a partir de ese momento.

Mientras tanto, el negocio principal, (la venta de electrónica) continúa de fortaleza en fortaleza, siendo líder tanto online como en tiendas físicas, con cuotas de mercado en todos los países del 25/30%. Estas cuotas han ido aumentando año tras año.

Se ha demostrado que el cliente necesita tocar el producto, y el 80% visitan la página web y la tienda. Se confirma que el modelo multicanal es el adecuado para estos productos, y que el líder de este modelo en cada país tiene una ventaja competitiva difícil de superar. Tal es así que el líder americano, **Best Buy**, del que fuimos accionistas hace unos años en nuestra anterior etapa, se encuentra cerca de máximos históricos, después de haber multiplicado por



Foto: **Pavel Kapysh, Shutterstock**

10 su cotización en los últimos 8 años. Cotiza a 15x beneficios estimados por el consenso de mercado para 2021.

Mientras tanto, **Dixons** languidece cotizando a aproxi-

madamente 5x los beneficios estimados para 2021/22, con exactamente el mismo modelo de negocio que **Best Buy**. Probablemente el Brexit y el fracaso de su fusión con **CW** pesan en el ánimo inversor.

Precio por acción, base 100



No evitamos los negocios de crecimiento

Dixons es el líder en venta online en los seis países en los que está presente. En las últimas siete semanas hasta el 29 de agosto las ventas online representan el 42% de las ventas totales (aunque infladas por el cierre durante algunas semanas de las tiendas en Reino Unido).

Estimamos que en un entorno normalizado estas ventas online pueden suponer ya el 30% de las ventas totales, lo que supondrían 3.000mn£. **AO World**, el mayor competidor puro online en Reino Unido espera tener unas ventas de 1.500mn£ en Reino Unido y Alemania durante este año. Curiosamente **AO World** capitaliza hoy 1.700mn£ versus 1.250mn£ para **Dixons**, y matizando que, además de un negocio online del doble de tamaño y mayor rentabilidad, en **Dixons** recibimos al líder en tiendas de seis países. ¿Eficiencia del mercado? Evidentemente no, si comparamos **Dixons** con **Best Buy** y **AO World**.

Concluimos, no buscamos negocios oscuros, no evitamos negocios que crezcan; intentamos rebuscar en el mercado para pagar lo menos posible por un negocio difícil de

replicar y con crecimiento futuro. Y esperamos pacientemente que pasen cosas buenas.

En el caso de **Dixons**, pronto se verá con claridad que el negocio de telefonía deja de ser un lastre, superando la compañía los 200mn£ de beneficio neto; pero además comenzamos a ver cómo los directivos toman decisiones para aflorar el valor. Recientemente anunciaron la posible OPV de su negocio escandinavo, de extraordinaria calidad y obviado por el mercado. Estas y otras decisiones harán que nuestra valoración de la compañía sea refrendada pronto por su cotización.

Dixons es un nuevo ejemplo del tipo de inversión que tenemos en cartera a día de hoy: ventajas competitivas, cotizaciones deprimidas por razones fácilmente explicables y miopía temporal del mercado.

COMIENZA A AFLORAR EL VALOR

En el conjunto de la cartera vemos como poco a poco las compañías van tomando medidas que nos hacen ser optimistas sobre su comportamiento futuro.

Esto es importante, ya que en la carta de hace justo un año ([ver Comentario 3T 2019](#)), analizábamos con más detalle cuáles eran las formas por las que la diferencia entre valoración y precio se cerraba y cómo el mercado siempre terminaba reconociendo el valor de las compañías. Hoy podemos decir que empezamos a ver parte de lo que comentábamos hace un año.

Cartera Internacional



Danieli ~4%, un caso de simplificación societaria.

El mercado no tenía en el “radar” a **Danieli**, porque el gobierno corporativo era “mejorable”. Por eso no tuvimos más exposición a **Danieli** a pesar de su extraordinaria posición de caja neta. **Danieli** tiene 2 tipos de acciones (con y sin derechos de voto) y está controlada por la familia Benedetti, que hasta hace poco estaba de espaldas al mercado.

Esta situación puede que cambie radicalmente, ya que la familia Benedetti ha propuesto simplificar la estructura accionarial.

Aunque en una primera votación la propuesta ha sido rechazada, creemos que sí la compañía realiza una ligera mejora de la ratio de conversión, esta terminará produciéndose, ya que pensamos que el efecto neto de la transacción es positivo. Este cambio pondría a **Danieli** como una alternativa de inversión más para muchos más inversores institucionales, cosa que pensamos se terminará reflejando en el precio de las acciones.

Recordemos que **Danieli** tiene casi tanta caja como vale en bolsa y, obviamente, a esta caja habría que sumar el valor de sus negocios, principalmente el de fabricación de plantas para producir acero. Negocio con un futuro prometedor debido a que el sector de fabricación de acero es uno de los más contaminantes y **Danieli** tiene la tecnología para reducir su impacto medioambiental.



Golar ~5%, la posibilidad de aflorar valor puede que se retrase, pero el valor está ahí.

Durante el verano **Golar** y su socio **Stonepeak** anunciaron



que sacarían a bolsa (OPV) en Estados Unidos su división **Golar Power**, rebautizada como **Hygo**, su plataforma de venta de GNL para plantas de electricidad, industriales y hasta para transporte/camiones. El mercado valoró positivamente la decisión y las acciones de **Golar** reaccionaron al alza, situación que aprovechamos para vender el ~20% de nuestra posición.

La colocación en bolsa estaba cubierta al 100% valorando la parte de **Golar** en ~1000mn\$. Cifra que, por un lado, estaba muy en línea con nuestra valoración de **Hygo** y por otro, era muy similar a la capitalización bursátil de todo **Golar**, dándole un valor mínimo al resto de activos de la compañía. Imprevisiblemente, el día previo al cierre del precio definitivo de salida a bolsa, se conoció la noticia de que el consejero delegado de **Hygo** estaba siendo investigado por un posible caso de corrupción en su anterior trabajo.

Esta situación ha hecho que **Golar** retrase la OPV de **Hygo** y cambie al consejero delegado. Además, para tratar de agilizar el proceso, ha ordenado una auditoría externa de todos los contratos. Auditoría que no ha encontrado ninguna evidencia de conducta incorrecta por parte de **Hygo**. Esta auditoría ha

Tanquero de gas natural licuado Golar Seal, propiedad de Golar LNG, en el puerto de Klaipeda, Lituania en marzo de 2015. Foto: **Vytautas Kielaitis, Shutterstock**

sido adicional a la que ya estuvo sujeta **Hygo** tanto por parte de la SEC (el supervisor estadounidense) como por los bancos de inversión encargados de la colocación de las acciones durante el proceso de OPV.

Pensamos que cuando se aclare la situación y se pueda finalmente realizar la OPV de **Hygo**, esta ayudará a cristalizar valor para **Golar**.

ARYZTA

Aryzta ~6%, tiempos de cambios

En el mes de septiembre un grupo de inversores solicitamos el cambio del presidente y de algunos miembros del Consejo de Administración debido a que pensábamos que no se estaba generando valor para el accionista. La mayoría de los accionistas aceptaron nuestra propuesta. El nuevo equipo gestor tiene como mandato principal analizar las alternativas que tenga en la mesa para maximizar el valor para los accionistas, ya sea aceptar una oferta por la totalidad de la empresa o por una parte de ella. Pensamos que este cambio es un punto de inflexión en la historia de **Aryzta**.

Cartera Ibérica

En la Cartera Ibérica no ha habido medidas en las compañías parecidas a las que sí ha habido en compañías de la Cartera Internacional durante el trimestre, pero sí que resultan interesantes algunas transacciones en competidores que confirman nuestras valoraciones de los activos de varias compañías en cartera.



Elecnor ~10%, puede que la venta de Cobra por parte de ACS ayude a cristalizar valor.

Elecnor es nuestra principal posición en la Cartera Ibérica ya que es una compañía que conocemos desde hace más de 20 años y porque tiene negocios excelentes: Ingeniería, **Enerfin** (división eólica) y **Celeo** (redes de transmisión eléctrica). Dos de ellos (infraestructuras eléctricas y renovables), sectores de moda, pero que en este caso los podemos comprar a precios más que razonables.

Sólo aplicando el múltiplo al que **ACS** va a vender **Cobra**, su división de Ingeniería, a la división de Ingeniería de



Elecnor (ambos negocios son muy similares), tenemos un valor cercano a 1bn€ frente a los ~800mn€ de capitalización bursátil de **Elecnor**. A esto habría que sumar, tanto el valor de sus más de 900MW eólicos, como el valor de su negocio de **Celeo**, el cual fue valorado por su socio **APG**, uno de los fondos más grandes del mundo, en más de 500mn€ a finales del año pasado.

Son números fáciles de hacer, pero el mercado no le

presta atención, en parte porque ninguna casa de análisis cubre **Elecnor**. Puede que la transacción de **Cobra** abra los ojos a los inversores.

vocento

Vocento ~8%, ¿una compañía controvertida o una compañía poco seguida por el mercado?

Muchos inversores descartan **Vocento** directamente sin

Central hidroeléctrica Cambabe 2, Kwanza Norte en Angola, proyecto cuya construcción, suministro y montaje realizó Elecnor. Foto: **Elecnor**

quiera analizarla porque piensan que es una compañía de periódicos, “un negocio en declive”. Pero **Vocento** es mucho más que periódicos. Tiene inmuebles, tiene un negocio audiovisual (bastante estable), entre otros, pero, sobre todo, tiene un negocio de clasificados online. Sólo con la valoración de su división de clasificados tenemos una parte importante de su capitalización bursátil, a lo que habría que sumar el resto de los negocios y el de prensa, que es mejor de lo que el mercado piensa, debido a que tienen muy avanzada la transformación digital.

Para hacernos idea del potencial de clasificados, habría que recordar que: i) a finales de 2018, **Vocento** fusionó su negocio de clasificados de coches con **AutoScout24**, mejorando notablemente su posición competitiva, lo que le permitirá mejorar sustancialmente sus resultados, ii) **Idealista**, el principal portal de clasificados inmobiliario de España, acaba de ser comprado por **EQT** por más de 30x ebitda, y iii) el sector de clasificados online es un sector que cotiza con múltiplos muy altos, **Adevinta** (líder europeo de clasificados) cotiza a 17x ebitda.



Sin la necesidad de usar esos múltiplos tan altos, todos nos podemos dar cuenta de que hay mucho valor en esa división que muy pocos estamos teniendo en cuenta.

SONAE CAPITAL

Sonae Capital ~2%

El riesgo de tener compañías cotizando a precios tan bajos como los actuales, es que nos las terminen OPando a precios muy por debajo de las valoraciones reales de las compañías. Ya nos pasó en nuestra anterior etapa, en la crisis de 2008 (**Ciba**, **Cortefiel**, etc.) y ahora nos ha pasado con **Sonae Capital**.

La familia Azevedo no ha perdido la oportunidad para tratar de comprar el ~30% que no tiene a un precio que ellos mismos dicen que está por debajo de su valoración. La familia Azevedo dice que valoraba la compañía en 1,1€/acc pre-Covid-19, pero teniendo en cuenta el impacto del Covid-19, su valoración baja a 0,6€/acc, por lo que lanzan una OPA a 0,7€. Justificando ese precio en que estarían pagando una prima del ~45% sobre el precio del día anterior de lanzar la OPA.

Unos días previos al cierre del periodo de aceptación de la OPA, la familia Azevedo terminó elevando el precio de la OPA un 10%, porque no quiere dejar pasar esta oportunidad para recomprar toda la compañía ya que sabe que la compañía vale mucho más de lo que está pagando. Tras esta mejora del precio de la OPA hemos vendido toda nuestra posición, porque a estos niveles el potencial de revalorización de **Sonae Capital** es menor que la media de la cartera.

La lectura positiva de estas OPAs es que confirma que los precios actuales no reflejan el valor de los activos y son insostenibles en el largo plazo.

Para finalizar, quisiéramos insistir de nuevo en la confianza que tenemos en nuestras carteras, confianza basada en que el valor de nuestras carteras es real y que cada vez es más evidente: o algún competidor cotiza a múltiplos más altos, o se realizan transacciones a múltiplos que confirman nuestras valoraciones, o las compañías están buscando vías para aflorar el valor de sus activos (OPV, simplificación societaria, etc.).

Página anterior, portales de clasificados del grupo Vocento. Foto: www.sinpalabras.es



En cualquier caso, como siempre insistimos, el tiempo juega a nuestro favor. Creemos que cuanto más tarde sea la recuperación de las cotizaciones, más violenta será esta. Los beneficios se van embalsando en las compañías.

Por último, queremos mostrar de nuevo nuestro agradecimiento a todos los partícipes que invierten con nosotros. Es importante destacar que apenas hemos tenido reembolsos y la ratio de retención se sitúa en el 97% a lo

largo del año. Al igual que numerosos partícipes, el conjunto de empleados seguimos haciendo aportaciones a los fondos, siendo el segundo partícipe (excluyendo mandatos) en los fondos de **Cobas Asset Management**.

Pensamos que la paciencia de los partícipes, tan necesaria para una efectiva inversión en valor, será recompensada con buenas rentabilidades a largo plazo.

Ilustración: **Wan Wei, Shutterstock y www.sinpalabras.es**

CARTERAS

Nuestras carteras

Datos a 30/09/2020

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
			Internacional	Ibérica	
Internacional FI	282,5 Mn€	Multi Cap	●		47
Iberia FI	27,3 Mn€	Multi Cap		●	30
Grandes Compañías FI	11,7 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	34
Selección FI	437,2 Mn€	Multi Cap	●	●	54

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 septiembre.

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.

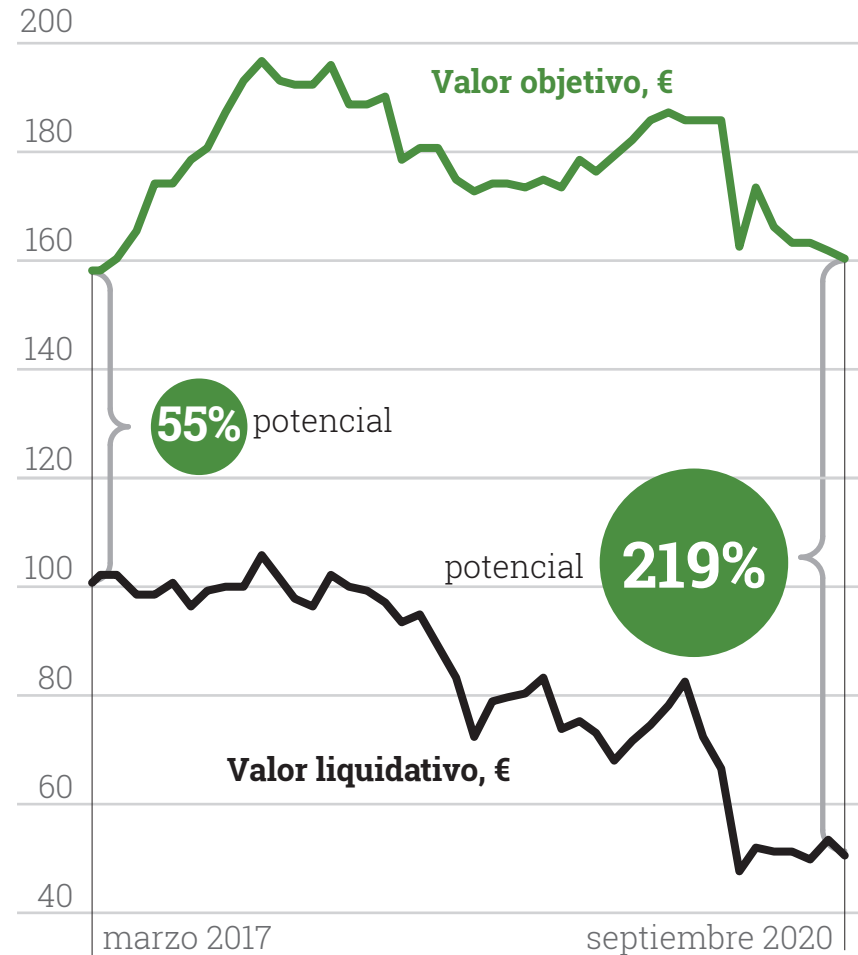
**Patrimonio
total
gestionado**

**1.197
Mn€**

Cartera Internacional

Durante el tercer trimestre del 2020 nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del -1,2% frente a una rentabilidad del +0,1% 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 -49,9%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del 4,2% para el mismo período.

Durante el primer trimestre hemos hecho pocos cambios en la **Cartera Internacional** en lo que se refiere a entradas y salidas. Hemos salido por completo de **NS Shopping** que en junio tenía un peso cercano a los 0,5% y no hemos entrado en ningún valor. Pero sí hemos rotado los pesos de las compañías del resto de la cartera. Por un lado, hemos aumentado nuestra exposición a **Aryzta** (en un +1,7%) y a **Danieli** (+1,4%), en ambos casos exclusivamente debido a la revalorización de la acción; por otro lado, nuestra exposición a **Golar LNG** ha bajado en un 2,8% en



parte por la caída de la acción y en parte porque durante el verano redujimos cerca de un 20% nuestra exposición aprovechando la fuerte revalorización.

Durante el trimestre hemos reducido el **valor objetivo de la Cartera Internacional** en un 2%, hasta los **160€/participación**, frente a la caída del 1,2% del valor liquidativo, debido a lo cual el potencial de revalorización es del **219%**.

Obviamente, como consecuencia de este potencial y la confianza en la cartera, estamos invertidos al 98%, cerca del máximo legal permitido. En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2021 estimado de 5,0x frente a un 16,7x de su índice de referencia y tiene un ROCE del 27%. Si nos fijamos en el ROCE, excluyendo las compañías de transporte marítimo y de materias primas, nos situamos cerca del 37%.

Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el tercer trimestre del 2020 de la **Cartera Ibérica** ha sido de -6,7%, frente al -6,2% de su índice de referencia. Si alargamos el período de comparación desde que empezamos a invertir en renta variable hasta cierre del 2019 ha obtenido una rentabilidad del -37,5%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del -17,2% para el mismo período.

Al igual que en la **Cartera Internacional**, durante el tercer trimestre hemos hecho pocos cambios en la **Cartera Ibérica**. Hemos entrado en 1 compañía nueva (**Almirall**) con un peso cercano al 1%. Por otro lado, sólo hemos vendido completamente **Altri** que a cierre de junio tenía un peso cercano al 0,4%. Además, hemos reducido nuestra exposición a **Técnicas Reunidas** (en -1,6%) por caída de la acción y **Sacyr** (-1,4%) en parte por la caída de la acción y en parte por la reducción de la posición previa a esa caída.



Durante el trimestre hemos incrementado el **valor objetivo de la Cartera Ibérica** en un 0,9%, hasta los **162€/participación**, frente a la caída del 6,7% del valor liquidativo, debido a lo cual el potencial de revalorización se ha elevado hasta el **159%**.

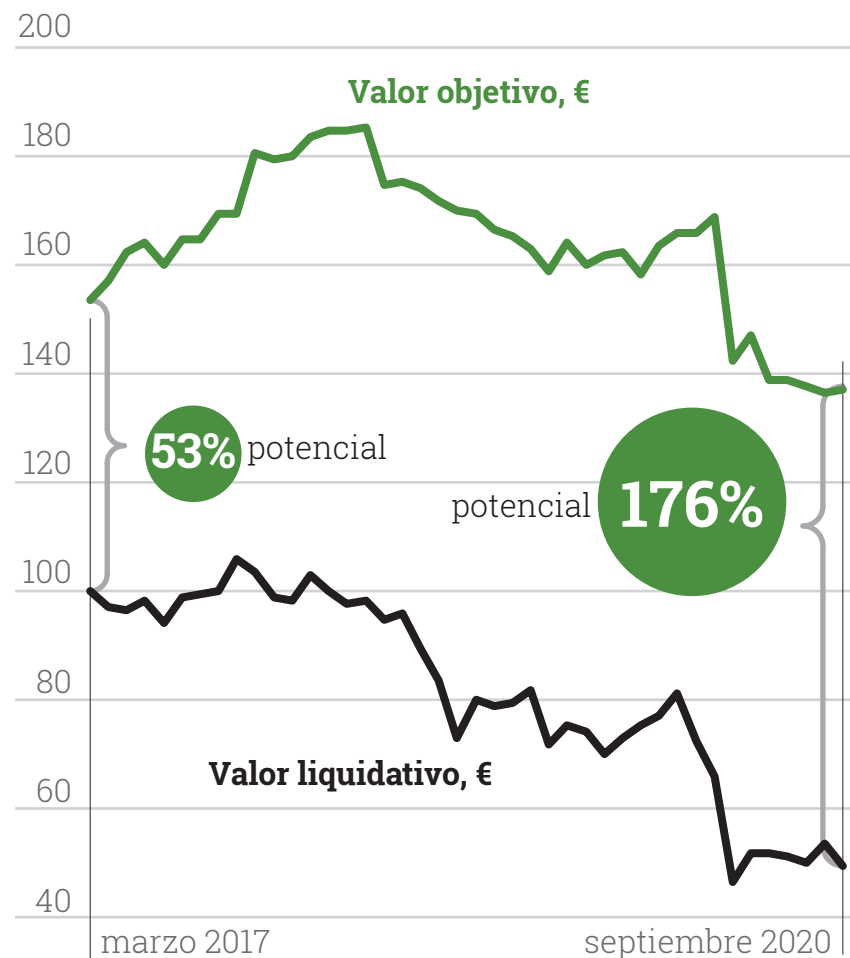
En la **Cartera Ibérica** estamos invertidos al 98%, y en su conjunto la cartera cotiza con un PER 2021 estimado de 5,8x frente al 14x de su índice de referencia y tiene un ROCE del 25%.

Cartera Grandes Compañías

Durante el tercer trimestre de 2020 nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad de -3,6% frente al +3,4% 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 -50,3%. En ese período el índice de referencia se apreció un +23,4%.

En la **Cartera de Grandes Compañías** hemos salido por completo de **LG Corp** y hemos entrado en **LG Electronics** y **Hyundai Motor** que tienen un peso conjunto a cierre de septiembre de ~4%. Asimismo, hemos aumentado nuestra posición en **Aryzta** (en un +1%), en **OCI** (+0,8%), gracias a la revalorización de la acción, y en **ICL** (+2%).

Durante el trimestre hemos ajustado ligeramente el **valor objetivo de la Cartera Grandes Compañías** en un 1%, hasta los **137€/participación**, frente a la caída del 3,6% del valor liquidativo, debido a lo cual el **potencial** de revalorización es del **176%**.



En la **Cartera Grandes Compañías** estamos invertidos al 99%. En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2021 estimado de 6,9x frente al 20,1x de su índice de referencia y tiene un ROCE del 24%.

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 y videollamadas.

Hay que destacar que hemos tenido más de 8000 contactos con nuestros coinversores a lo largo del tercer trimestre de 2020.

Juan Huerta de Soto en MOI Global

El pasado 6 y 7 de octubre, tuvo lugar el European Investing Summit 2020, organizado por MOI Global, el cual contó con la participación de Juan Huerta de Soto, analista de Cobas AM.



Juan expuso la tesis de inversión de una de nuestras posiciones en la Cartera Internacional, la empresa italiana **Maire Tecnimont**, líder tecnológico mundial en la industria de la ingeniería química de hidrocarburos. Pueden acceder al vídeo de dicha intervención, desde este [enlace](#).

Tu Dinero Nunca Duerme

Durante este trimestre, Juan Huerta de Soto, analista de Cobas AM, y Carlos González, director de Relación con Inversores Retail, han participado en el programa de radio Tu Dinero Nunca Duerme, el primer programa de cultura financiera de la radio generalista española esRadio en colaboración con Value School.

Juan Huerta de Soto, explicó a los oyentes lo que se entiende por riesgo en la inversión, en la edición del programa que tuvo lugar el pasado 23 de agosto. El audio del podcast está disponible en el siguiente [enlace](#).

Por su parte, Carlos González habló sobre qué son y cómo operan los clones en Luxemburgo, en la edición del pro-

grama que tuvo lugar el pasado 2 de agosto. El audio del podcast está disponible en el siguiente [enlace](#).

Integración de planes de pensiones individuales en Inversis

Con el fin de poder facilitar el acceso a nuestros coinversores que operan desde otras entidades financieras, hemos integrado nuestros planes de pensiones en Inversis con tal fin.

Otras iniciativas



~~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 Academy

Ya están disponibles en **Value Academy**, la plataforma de e-learning de **Value School**, todas las [sesiones](#) de **Value School Summer Summit 2020**. Desde ahí podrá acceder a los vídeos, audios y presentaciones de todos los expertos nacionales e internacionales que participaron en el evento. Con el fin de promover la educación financiera y el desarrollo personal, los contenidos están abiertos y son de acceso gratuito.

Rendimientos del capital, de Edward Chancellor

Value School suma un nuevo título a su colección de

clásicos modernos de la inversión editados con Deusto. Rendimientos del capital: La inversión a lo largo del ciclo del capital: informes de un gestor de fondos (2002-2015) que recoge los análisis del mercado de Marathon Asset Management que le han permitido lograr grandes retornos. En librerías a partir del 27 de octubre.

Nueva temporada de Webinars VS

Value School reanuda su programación de conferencias semanales. Libros del mes, clases magistrales, encuentros con gestores, y los populares documentales de la serie Mundo Value. Todo disponible, como siempre, en el [canal de YouTube](#), que ya cuenta con más de 150.000 suscriptores.



El pasado mes de julio, **Global Social Impact Investments SGIIC** y **Mapfre AM**, la gestora del grupo asegurador, anunciaron su alianza para otorgar financiación a empresas de alto impacto social tanto en mercados frontera como emergentes. Para lograr dicho objetivo se ha creado 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.



La actividad de **Open Value Foundation** en el último trimestre ha estado marcada por el lanzamiento de la segunda edición del **Acumen Fellows Program**, que tiene el objetivo de impulsar a personas que quieren abordar los retos más acuciantes a los que nos enfrentamos en nuestro país.

En paralelo, ha tenido lugar el proceso de selección del primer **Máster en Inversión de Impacto de España**, que arranca a finales de octubre en la **Universidad Autónoma de Madrid** para formar a personas que quieran unirse a este sector en auge.

A mediados de septiembre, **SpainNAB, Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto**, organizó **Camino al Impacto**. En el marco de este encuentro, se celebró el primer aniversario de su creación y por tanto de su adhesión al GSG, Global Steering Group for Impact Investment.

Durante tres días, representantes de organizaciones, instituciones y fundaciones, entre ellas **OVF**, realizaron una radiografía de este tipo de inversión que ha crecido en España desde los 90 millones de euros de 2018, hasta los 229 millones del pasado ejercicio.

El evento, que se celebró on-line a causa de la pandemia, tuvo gran acogida entre el sector de la inversión de la

economía de impacto y contó con más de 250 participantes. Si lo desea puede ver todos los vídeos de las jornadas en caminoalimpacto.org.

Por último, le recordamos que si desea más información visite 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 3T		Revalorización 2020		Revalorización inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Selección FI	52,7 €	168 €	219%	-2,1%	0,1%	-39,5%	-12,7%	-47,3%	15,9%	5,0x	27%	437,2	99%
Internacional FI	50,1 €	160 €	219%	-1,2%	0,1%	-39,1%	-12,7%	-49,9%	4,2%	5,0x	27%	282,5	98%
Iberia FI	62,5 €	162 €	159%	-6,7%	-6,2%	-38,0%	-26,2%	-37,5%	-17,2%	5,8x	25%	27,3	98%
Grandes Compañías FI	49,7 €	137 €	176%	-3,6%	3,4%	-38,8%	-2,6%	-50,3%	23,4%	6,9x	24%	11,7	99%
Renta FI	87,7 €			-1,0%	-0,1%	-9,2%	-0,3%	-12,3%	-1,4%			14,0	13%

Planes de pensiones

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revalorización 3T		Revalorización 2020		Revalorización inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Global PP	49,0 €	155 €	217%	-1,9%	0,1%	-39,2%	-12,7%	-51,0%	0,8%	5,0x	27%	34,1	98%
Mixto Global PP	58,5 €	155 €	164%	-1,2%	0,1%	-31,5%	-5,9%	-41,5%	1,1%	4,9x	20%	3,1	74%

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; 3 de marzo de 2017 para Cobas Internacional FI, Cobas Iberia FI, Cobas Grandes Compañías FI y Cobas Renta FI; 31 de diciembre de 2017 para Cobas Concentrados 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>7,6%</td><td>8,0%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>6,0%</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,9%</td><td>5,6%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>4,8%</td><td>7,6%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>4,6%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>4,4%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>4,1%</td><td>3,4%</td></tr> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td>4,1%</td><td>4,1%</td></tr> <tr><td>Wilhelmsen</td><td>3,7%</td><td>3,5%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>3,4%</td><td>4,0%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	CIR	7,6%	8,0%	Aryzta	6,0%	4,3%	Teekay LNG	4,9%	5,6%	Golar LNG	4,8%	7,6%	Dixons Carphone	4,6%	4,0%	Babcock	4,4%	3,9%	Danieli	4,1%	3,4%	Maire Tecnimont	4,1%	4,1%	Wilhelmsen	3,7%	3,5%	International Seaways	3,4%	4,0%	<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>10,3%</td><td>10,1%</td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>8,9%</td><td>8,6%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>7,7%</td><td>8,2%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>7,0%</td><td>8,5%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>4,4%</td><td>5,0%</td></tr> <tr><td>Corp. Fin. Alba</td><td>4,2%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Metrovacesa</td><td>4,1%</td><td>4,1%</td></tr> <tr><td>Meliá</td><td>4,0%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Prosecur Comp. Seguridad</td><td>3,0%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Grupo Catalana Occ.</td><td>2,9%</td><td>2,5%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Elecnor	10,3%	10,1%	Semapa	8,9%	8,6%	Vocento	7,7%	8,2%	Técnicas Reunidas	7,0%	8,5%	Atalaya Mining	4,4%	5,0%	Corp. Fin. Alba	4,2%	3,9%	Metrovacesa	4,1%	4,1%	Meliá	4,0%	4,0%	Prosecur Comp. Seguridad	3,0%	2,9%	Grupo Catalana Occ.	2,9%	2,5%	<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>8,3%</td><td>6,4%</td></tr> <tr><td>Mylan</td><td>6,0%</td><td>6,4%</td></tr> <tr><td>Dassault Aviation</td><td>4,9%</td><td>5,1%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>4,7%</td><td>4,5%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>4,6%</td><td>5,9%</td></tr> <tr><td>Samsung C&T</td><td>4,4%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>4,2%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Thyssenkrupp</td><td>4,1%</td><td>5,7%</td></tr> <tr><td>OCI</td><td>4,1%</td><td>3,2%</td></tr> <tr><td>Samsung Electronics Pref.</td><td>3,3%</td><td>3,0%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Israel Chemicals	8,3%	6,4%	Mylan	6,0%	6,4%	Dassault Aviation	4,9%	5,1%	Porsche	4,7%	4,5%	Golar LNG	4,6%	5,9%	Samsung C&T	4,4%	4,7%	Renault	4,2%	4,0%	Thyssenkrupp	4,1%	5,7%	OCI	4,1%	3,2%	Samsung Electronics Pref.	3,3%	3,0%	<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>6,8%</td><td>7,1%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>5,5%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,4%</td><td>5,0%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>4,3%</td><td>6,8%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>4,2%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>3,9%</td><td>3,5%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>3,7%</td><td>3,1%</td></tr> <tr><td>Maire Tecnimont</td><td>3,6%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>Wilhelmsen</td><td>3,4%</td><td>3,1%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>3,0%</td><td>3,5%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	CIR	6,8%	7,1%	Aryzta	5,5%	3,9%	Teekay LNG	4,4%	5,0%	Golar LNG	4,3%	6,8%	Dixons Carphone	4,2%	3,6%	Babcock	3,9%	3,5%	Danieli	3,7%	3,1%	Maire Tecnimont	3,6%	3,7%	Wilhelmsen	3,4%	3,1%	International Seaways	3,0%	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>Golar LNG</td><td>2,0%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp.</td><td>1,6%</td><td>1,9%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>1,5%</td><td>1,9%</td></tr> <tr><td>CIR</td><td>1,2%</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>1,0%</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>0,9%</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>0,8%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>0,8%</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>0,7%</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>0,6%</td><td>0,6%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Golar LNG	2,0%	2,9%	Teekay Corp.	1,6%	1,9%	Teekay LNG	1,5%	1,9%	CIR	1,2%	1,2%	Babcock	1,0%	1,0%	International Seaways	0,9%	0,7%	Dixons Carphone	0,8%	0,8%	Renault	0,8%	0,6%	Semapa	0,7%	0,7%	Elecnor	0,6%	0,6%
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
CIR	7,6%	8,0%																																																																																																																																																																								
Aryzta	6,0%	4,3%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,9%	5,6%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	4,8%	7,6%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	4,6%	4,0%																																																																																																																																																																								
Babcock	4,4%	3,9%																																																																																																																																																																								
Danieli	4,1%	3,4%																																																																																																																																																																								
Maire Tecnimont	4,1%	4,1%																																																																																																																																																																								
Wilhelmsen	3,7%	3,5%																																																																																																																																																																								
International Seaways	3,4%	4,0%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Elecnor	10,3%	10,1%																																																																																																																																																																								
Semapa	8,9%	8,6%																																																																																																																																																																								
Vocento	7,7%	8,2%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	7,0%	8,5%																																																																																																																																																																								
Atalaya Mining	4,4%	5,0%																																																																																																																																																																								
Corp. Fin. Alba	4,2%	3,9%																																																																																																																																																																								
Metrovacesa	4,1%	4,1%																																																																																																																																																																								
Meliá	4,0%	4,0%																																																																																																																																																																								
Prosecur Comp. Seguridad	3,0%	2,9%																																																																																																																																																																								
Grupo Catalana Occ.	2,9%	2,5%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Israel Chemicals	8,3%	6,4%																																																																																																																																																																								
Mylan	6,0%	6,4%																																																																																																																																																																								
Dassault Aviation	4,9%	5,1%																																																																																																																																																																								
Porsche	4,7%	4,5%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	4,6%	5,9%																																																																																																																																																																								
Samsung C&T	4,4%	4,7%																																																																																																																																																																								
Renault	4,2%	4,0%																																																																																																																																																																								
Thyssenkrupp	4,1%	5,7%																																																																																																																																																																								
OCI	4,1%	3,2%																																																																																																																																																																								
Samsung Electronics Pref.	3,3%	3,0%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
CIR	6,8%	7,1%																																																																																																																																																																								
Aryzta	5,5%	3,9%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,4%	5,0%																																																																																																																																																																								
Golar LNG	4,3%	6,8%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	4,2%	3,6%																																																																																																																																																																								
Babcock	3,9%	3,5%																																																																																																																																																																								
Danieli	3,7%	3,1%																																																																																																																																																																								
Maire Tecnimont	3,6%	3,7%																																																																																																																																																																								
Wilhelmsen	3,4%	3,1%																																																																																																																																																																								
International Seaways	3,0%	3,5%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Golar LNG	2,0%	2,9%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp.	1,6%	1,9%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	1,5%	1,9%																																																																																																																																																																								
CIR	1,2%	1,2%																																																																																																																																																																								
Babcock	1,0%	1,0%																																																																																																																																																																								
International Seaways	0,9%	0,7%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	0,8%	0,8%																																																																																																																																																																								
Renault	0,8%	0,6%																																																																																																																																																																								
Semapa	0,7%	0,7%																																																																																																																																																																								
Elecnor	0,6%	0,6%																																																																																																																																																																								
Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>32,6%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>30,4%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>25,7%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>11,3%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	32,6%	Resto Europa	30,4%	EEUU	25,7%	Asia	11,3%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>España</td><td>75,5%</td></tr> <tr><td>Portugal</td><td>17,9%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>6,6%</td></tr> </tbody> </table>	España	75,5%	Portugal	17,9%	Otros	6,6%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>41,2%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>26,6%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>24,4%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>0,9%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	41,2%	Asia	26,6%	EEUU	24,4%	Resto Europa	7,0%	Otros	0,9%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>36,7%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>29,6%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>23,3%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>10,5%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	36,7%	Resto Europa	29,6%	EEUU	23,3%	Asia	10,5%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>81,5%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>12,8%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>5,7%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	81,5%	EEUU	12,8%	Resto Europa	5,7%																																																																																																																															
Zona Euro	32,6%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	30,4%																																																																																																																																																																									
EEUU	25,7%																																																																																																																																																																									
Asia	11,3%																																																																																																																																																																									
España	75,5%																																																																																																																																																																									
Portugal	17,9%																																																																																																																																																																									
Otros	6,6%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	41,2%																																																																																																																																																																									
Asia	26,6%																																																																																																																																																																									
EEUU	24,4%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	7,0%																																																																																																																																																																									
Otros	0,9%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	36,7%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	29,6%																																																																																																																																																																									
EEUU	23,3%																																																																																																																																																																									
Asia	10,5%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	81,5%																																																																																																																																																																									
EEUU	12,8%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	5,7%																																																																																																																																																																									
Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>32,6%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>25,7%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>14,7%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>7,8%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>6,9%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>6,0%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>1,9%</td></tr> <tr><td>Shekel Israelí</td><td>1,6%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>2,8%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 65% cubierto</p>	Euro	32,6%	Dólar Americano*	25,7%	Libra Esterlina	14,7%	Won Coreano	7,8%	Corona Noruega	6,9%	Franco Suizo	6,0%	Yen Japonés	1,9%	Shekel Israelí	1,6%	Otros	2,8%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>95,6%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>4,4%</td></tr> </tbody> </table>	Euro	95,6%	Otros	4,4%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>41,2%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>24,4%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>11,6%</td></tr> <tr><td>Shekel Israelí</td><td>8,3%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>2,5%</td></tr> <tr><td>Dólar Taiwanés</td><td>2,2%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>2,8%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 65% cubierto</p>	Euro	41,2%	Dólar Americano*	24,4%	Won Coreano	11,6%	Shekel Israelí	8,3%	Libra Esterlina	4,0%	Franco Suizo	2,9%	Yen Japonés	2,5%	Dólar Taiwanés	2,2%	Otros	2,8%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>36,7%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>23,3%</td></tr> <tr><td>Libra Esterlina</td><td>15,2%</td></tr> <tr><td>Won Coreano</td><td>7,2%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>6,3%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>5,5%</td></tr> <tr><td>Yen Japonés</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Shekel Israelí</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>2,5%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 65% cubierto</p>	Euro	36,7%	Dólar Americano*	23,3%	Libra Esterlina	15,2%	Won Coreano	7,2%	Corona Noruega	6,3%	Franco Suizo	5,5%	Yen Japonés	1,8%	Shekel Israelí	1,4%	Otros	2,5%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>81,5%</td></tr> <tr><td>Dólar Americano*</td><td>12,8%</td></tr> <tr><td>Franco Suizo</td><td>2,5%</td></tr> <tr><td>Liibra Esterlina</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Corona Noruega</td><td>1,4%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/ USD 65% cubierto</p>	Euro	81,5%	Dólar Americano*	12,8%	Franco Suizo	2,5%	Liibra Esterlina	1,8%	Corona Noruega	1,4%																																																																																																	
Euro	32,6%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	25,7%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	14,7%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	7,8%																																																																																																																																																																									
Corona Noruega	6,9%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	6,0%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	1,9%																																																																																																																																																																									
Shekel Israelí	1,6%																																																																																																																																																																									
Otros	2,8%																																																																																																																																																																									
Euro	95,6%																																																																																																																																																																									
Otros	4,4%																																																																																																																																																																									
Euro	41,2%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	24,4%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	11,6%																																																																																																																																																																									
Shekel Israelí	8,3%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	4,0%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	2,9%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	2,5%																																																																																																																																																																									
Dólar Taiwanés	2,2%																																																																																																																																																																									
Otros	2,8%																																																																																																																																																																									
Euro	36,7%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	23,3%																																																																																																																																																																									
Libra Esterlina	15,2%																																																																																																																																																																									
Won Coreano	7,2%																																																																																																																																																																									
Corona Noruega	6,3%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	5,5%																																																																																																																																																																									
Yen Japonés	1,8%																																																																																																																																																																									
Shekel Israelí	1,4%																																																																																																																																																																									
Otros	2,5%																																																																																																																																																																									
Euro	81,5%																																																																																																																																																																									
Dólar Americano*	12,8%																																																																																																																																																																									
Franco Suizo	2,5%																																																																																																																																																																									
Liibra 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>Aryzta</td><td>1,8%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor Pref.</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Cairn Energy</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>LG Electronics Pref.</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Petrofac</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Kosmos Energy</td><td>-1,2%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Aryzta	1,8%	Danieli	1,0%	Hyundai Motor Pref.	0,7%	Cairn Energy	0,5%	LG Electronics Pref.	0,4%	Detractores		Golar LNG	-0,6%	Teekay LNG	-0,7%	Petrofac	-0,7%	Babcock	-0,7%	Kosmos Energy	-1,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Sonae Capital</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>CTT Correios de Portugal</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Arcelormittal</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Global Dominion</td><td>0,2%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Semapa</td><td>-0,5%</td></tr> <tr><td>Meliá</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>-0,8%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>-1,2%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>-2,9%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Atalaya Mining	0,7%	Sonae Capital	0,7%	CTT Correios de Portugal	0,6%	Arcelormittal	0,3%	Global Dominion	0,2%	Detractores		Semapa	-0,5%	Meliá	-0,7%	Elecnor	-0,8%	Vocento	-1,2%	Técnicas Reunidas	-2,9%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>OCI</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor Pref.</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Arcelormittal</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Dassault Aviation</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>National Oilwell Varco</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Mylan</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-1,3%</td></tr> <tr><td>Thyssenkrupp</td><td>-1,7%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,0%	Aryzta	0,8%	OCI	0,6%	Hyundai Motor Pref.	0,6%	Arcelormittal	0,4%	Detractores		Dassault Aviation	-0,6%	National Oilwell Varco	-0,7%	Mylan	-0,7%	Golar LNG	-1,3%	Thyssenkrupp	-1,7%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Contribuidores</td><td></td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>1,6%</td></tr> <tr><td>Danieli</td><td>0,9%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor Pref.</td><td>0,7%</td></tr> <tr><td>Cairn Energy</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>LG Electronics Pref.</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Detractores</td><td></td></tr> <tr><td>Golar LNG</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Petrofac</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Babcock International</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Kosmos Energy</td><td>-1,1%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Aryzta	1,6%	Danieli	0,9%	Hyundai Motor Pref.	0,7%	Cairn Energy	0,4%	LG Electronics Pref.	0,4%	Detractores		Golar LNG	-0,6%	Teekay LNG	-0,6%	Petrofac	-0,6%	Babcock International	-0,6%	Kosmos Energy	-1,1%																																																																						
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Aryzta	1,8%																																																																																																																																																																									
Danieli	1,0%																																																																																																																																																																									
Hyundai Motor Pref.	0,7%																																																																																																																																																																									
Cairn Energy	0,5%																																																																																																																																																																									
LG Electronics Pref.	0,4%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Golar LNG	-0,6%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	-0,7%																																																																																																																																																																									
Petrofac	-0,7%																																																																																																																																																																									
Babcock	-0,7%																																																																																																																																																																									
Kosmos Energy	-1,2%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Atalaya Mining	0,7%																																																																																																																																																																									
Sonae Capital	0,7%																																																																																																																																																																									
CTT Correios de Portugal	0,6%																																																																																																																																																																									
Arcelormittal	0,3%																																																																																																																																																																									
Global Dominion	0,2%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Semapa	-0,5%																																																																																																																																																																									
Meliá	-0,7%																																																																																																																																																																									
Elecnor	-0,8%																																																																																																																																																																									
Vocento	-1,2%																																																																																																																																																																									
Técnicas Reunidas	-2,9%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,0%																																																																																																																																																																									
Aryzta	0,8%																																																																																																																																																																									
OCI	0,6%																																																																																																																																																																									
Hyundai Motor Pref.	0,6%																																																																																																																																																																									
Arcelormittal	0,4%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Dassault Aviation	-0,6%																																																																																																																																																																									
National Oilwell Varco	-0,7%																																																																																																																																																																									
Mylan	-0,7%																																																																																																																																																																									
Golar LNG	-1,3%																																																																																																																																																																									
Thyssenkrupp	-1,7%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Aryzta	1,6%																																																																																																																																																																									
Danieli	0,9%																																																																																																																																																																									
Hyundai Motor Pref.	0,7%																																																																																																																																																																									
Cairn Energy	0,4%																																																																																																																																																																									
LG Electronics Pref.	0,4%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Golar LNG	-0,6%																																																																																																																																																																									
Teekay LNG	-0,6%																																																																																																																																																																									
Petrofac	-0,6%																																																																																																																																																																									
Babcock International	-0,6%																																																																																																																																																																									
Kosmos Energy	-1,1%																																																																																																																																																																									
Entradas y salidas	<p>Entran en cartera</p> <p>Almiral</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Samsung Electronics Pref. NS Shopping Co.</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Altri</p> <p>Salen de cartera</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Hyundai Motor Pref. LG Electronics Pref.</p> <p>Salen de cartera</p> <p>LG Corp.</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Metrovacesa</p> <p>Salen de cartera</p> <p>NS Shopping Co. Sacyr Samsung Electronics Pref.</p>																																																																																																																																																																						

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**

