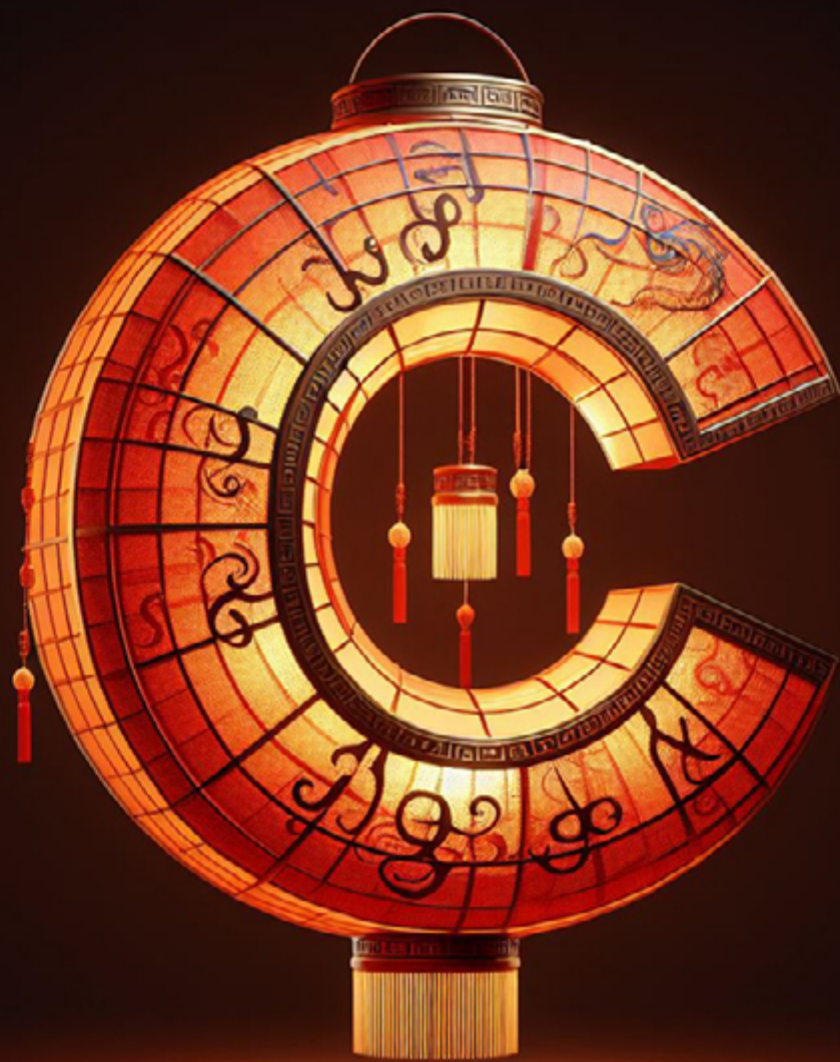


c o b a s

asset management



Comentario  
**Segundo Semestre 2023**

### Estimado Partícipe:

Durante el segundo semestre del año nuestra **Cartera Internacional** ha subido un 9% frente al 4% que ha subido su índice de referencia, el **BBG Europe Developed Markets**<sup>1</sup> y nuestra **Cartera Ibérica** un 9% frente a un 7% del Índice<sup>2</sup>.

Esto hace que las rentabilidades en 2023 se hayan situado en el 12% para la **Cartera Internacional** y el 23% para la **Cartera Ibérica**, siguiendo con la trayectoria positiva que hemos registrado desde la segunda mitad de 2020.

Como saben, en **Cobas AM** no tratamos de predecir lo que va a hacer la bolsa, y no podemos influir o saber cuándo y cómo se van a dar las rentabilidades. Pero con las carteras que tenemos a día de hoy y el valor embalsado que hay en ellas, estamos convencidos de que esas rentabilidades se acabarán produciendo.

Sobre lo que sí podemos influir es sobre el valor objetivo<sup>2</sup> de nuestros fondos, que hemos conseguido aumentar en un 8% para la **Cartera Internacional** y un 13% para la **Cartera Ibérica**

durante este año, hasta 264 y 256 euros por participación, respectivamente. Esto implica que la Internacional cotiza de media a PER 5,5x y la Ibérica a PER 7,7x<sup>2</sup>.

Además, es importante destacar que no estamos pagando esos múltiplos tan bajos a costa de comprar compañías de baja calidad o con problemas financieros. El ROCE<sup>2</sup> medio de las compañías que componen nuestra **Cartera Internacional** es del 32% y del 25% en la **Ibérica**. Más del 40% de las compañías de la **Cartera Internacional** tienen caja neta (23% para la **Ibérica**) y el endeudamiento medio es de 0,3x Deuda Neta/EBITDA para la **Cartera Internacional** (0,5x para la **Ibérica**). Esto quiere decir que tenemos unas carteras de calidad, con mucho potencial, pero también de riesgo reducido y descorrelacionadas con el mercado, como se vio claramente en 2022.

De hecho, si ponemos el foco en los dos últimos años, vemos como nuestra **Cartera Internacional** se ha comportado más en línea con lo que han hecho históricamente nuestros fondos, subiendo en años en los que el mercado cae y haciéndolo parecido al mercado en años de subidas. En

(1) Puede consultar más detalle sobre el cambio de índice de referencia en la página 20. (2) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 17. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.

2022, con caídas de casi un 20% en el mercado americano y un 10% el europeo, nuestra **Cartera Internacional** se revalorizó un 11%. En 2023, nuestra cartera ha subido un 12%, un comportamiento muy similar al de las bolsas europeas (el Stoxx 600 ha subido un 13% en el año).

No podemos saber cuándo se va a reconocer el valor en nuestras empresas, pero lo que sí sabemos gracias a nuestra experiencia durante más de tres décadas invirtiendo, es que la combinación de negocios de calidad a precios atractivos es fórmula ganadora. Sólo hace falta paciencia y mentalidad empresarial a largo plazo y para ilustrar esto les vamos a hablar del ejemplo de **Elecnor**.



**Elecnor** es una compañía que conocemos desde hace más de 30 años, durante los que ha demostrado ser un negocio de calidad y bien gestionado. Ha estado presente en nuestras carteras desde el inicio de **Cobas AM**, debido a que la

diferencia entre precio y valor era muy llamativa, diferencia que se ha ido acentuando durante los últimos años.

La compañía, originaria del País Vasco, comenzó como una empresa de ingeniería para luego diversificarse invirtiendo en el sector de líneas de transmisión eléctrica (**Celeo**) y energías renovables (**Enerfin**).

En estos momentos, están cerrando la venta de **Enerfin** a una valoración que se sitúa en torno a los 14-15 euros por acción. Esta transacción ha propiciado un aumento del 90% en el precio de las acciones en el último año, alcanzando los 19 euros por acción en la actualidad. Es destacable que esta apreciación se produce después de seis años con la acción prácticamente plana, fluctuando entre los 10-12 euros. Periodo en el que, aunque la compañía continuaba generando valor, el mercado no lo reconocía.

La venta de **Enerfin** ha sido a un precio muy atractivo, pero lo más interesante es que el resto de los negocios (**Ingeniería** y **Celeo**) implícitamente valdrían, según el mercado, sólo 4-5 euros por acción. Valoración que no creemos que sea



correcta. Sólo **Celeo** ha sido valorada por **APG**, uno de los fondos más grandes de Europa y socio de **Elecnor** en **Celeo**, en aproximadamente 7 euros por acción, a lo que habría que sumar el valor de la división de Ingeniería. Ésta generó 130 millones de euros de EBITDA (neto de costes centrales) en el año 2022. Asumiendo cualquier múltiplo razonable para valorar esta división, consideramos que la acción de Elecnor, a pesar del +90% del último año, aún está infravalorada y por

eso sigue teniendo un peso importante en nuestras carteras.

El caso de **Elecnor** o las OPAs que hemos recibido durante este año (**Exmar**, **Talgo**, **Gaslog**, **Taro**, **FCC**, **Prosegur** y **Applus**, comentadas en nuestra carta del primer semestre), ejemplifican muy bien lo que podría pasar con nuestras carteras. Cuando se invierte en unas carteras a 5-7x beneficios, lo normal es que terminen sucediendo eventos

Foto: Carlos Castilla, Shutterstock.

que hagan que se reduzca la brecha entre precio y valor.

Aunque no podemos predecir cuándo o qué podría pasar, la experiencia nos indica que las revalorizaciones terminan produciéndose, a veces de forma muy rápida. Por ello, somos optimistas con respecto al futuro de nuestras carteras y tenemos nuestros ahorros invertidos en los fondos de **Cobas AM**.









### NUESTRA INVERSIÓN EN ASIA.

#### Comentario de Francisco García Paramés

Durante los últimos cuatro meses de 2023 he tenido la oportunidad de trabajar desde Singapur. Han sido unos meses muy productivos.

Hay que recordar que gracias a la presencia de nuestro compañero **Mingkun Chan** en Shanghái, cerca del 14% de nuestra **Cartera Internacional** está invertida en compañías asiáticas.

La composición de nuestra inversión en Asia a cierre de 2023 es la siguiente:

<b>CK Hutchinson</b>		2,2%
<b>Samsung C&amp;T</b>		1,8%
<b>Johnson Electric</b>		1,4%
<b>Ichikoh</b>	<b>ICHIKOH</b>	1,3%
<b>Okamoto</b>		1,2%
<b>Vtech</b>	<b>vtech</b>	1,2%
<b>Daiwa Industry</b>		1,0%
<b>LG Electronics</b>		1,0%
<b>Hyundai Motor</b>		1,0%
<b>Stella</b>	STELLA INTERNATIONAL	0,9%
<b>LG CORP-PREF</b>		0,6%
<b>AmorePacific Group</b>	AMOREPACIFIC	0,3%
<b>Total Asia</b>		<b>13,70%</b>

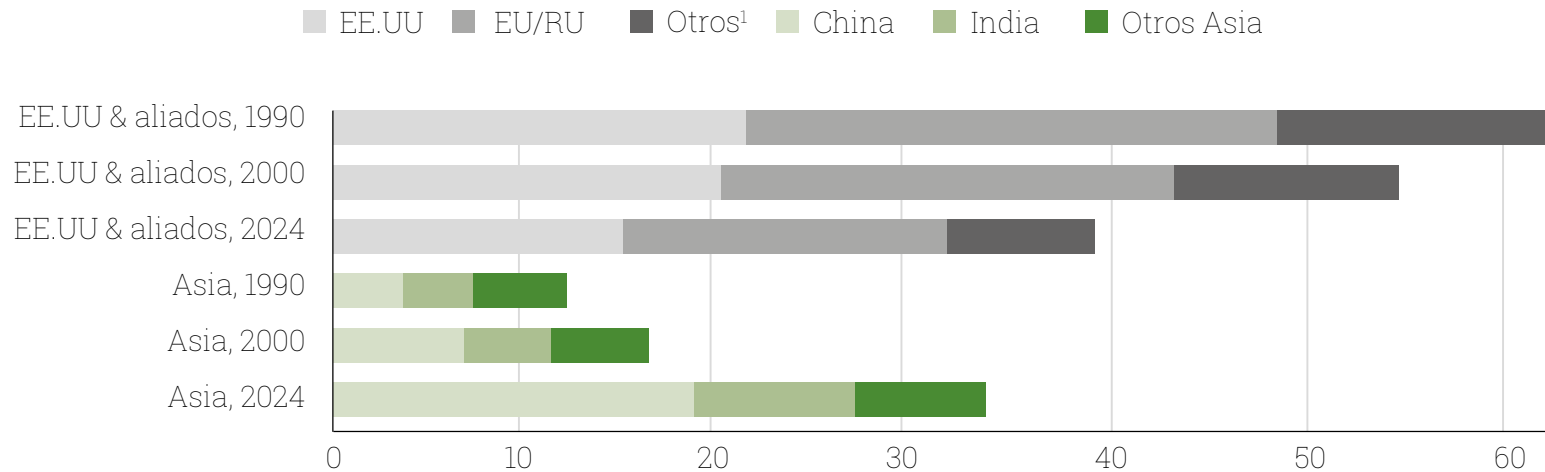
De mi estancia en Singapur destacaría varios puntos:

- En primer lugar, la constatación de que el motor del crecimiento global se encuentra allí.

En un contexto de crecimiento cero en Europa y de crecimiento moderado en Estados Unidos (sustentado por un fuerte crecimiento del gasto público), en Asia observamos un crecimiento continuado del 5%, apoyado por China, India y los países de la ASEAN.

## El desplazamiento de la producción mundial hacia Asia ha sido inexorable

### Porcentaje del PIB mundial en PPA (%)



Fuente: IMF. Nota (1) Japón, Canadá, Corea del Sur, Australia, Nueva Zelanda.

Además, este desarrollo ha ocurrido a pesar de la fuerte ralentización del sector inmobiliario chino, probablemente el motor de crecimiento de épocas anteriores. Que tanto China como el resto de países hayan sido capaces de crecer, a pesar de esos vientos en contra, se explica por la fortaleza y dinamismo de sus economías.

Recordemos que estos países tienen una población de 3.000 millones de personas y una renta per cápita todavía muy baja, por lo que el potencial de crecimiento es muy elevado.

- Junto con **Mingkun** hemos podido visitar todas las compañías asiáticas en cartera. Todas son buenas compañías, bien gestionadas, pero las visitas nos han permitido transmitir nuestro punto de vista respecto a la asignación de capital, centrado en la preferencia por la recompra de acciones.
- También hemos tenido la oportunidad de visitar activos importantes de compañías no asiáticas como algunos activos de **Golar**, **BW Offshore** y **Wilhelmsen Services**.

Foto: Longhua Temple, Shanghai. Raimundo Manzanares.



- Por último, hemos podido constatar el progresivo cambio en el gobierno corporativo en Japón y Corea del Sur. En Hong Kong, dada su cultura y tradición anglosajona, este gobierno es aceptable, pero no es así en otros países.

Es por ello que, iniciativas como la tomada por el nuevo CEO de la Bolsa de Japón, Hiromi Jamaji, requiriendo un plan de actuación a aquellas empresas que coticen por debajo de su valor en libros, son un buen ejemplo de las mejoras que podemos esperar.

También en Corea del Sur observamos cómo prácticamente todas las compañías de tamaño grande han comenzado programas de recompra y cancelación de acciones. Otra buena señal.

En definitiva, parece muy importante seguir de cerca lo que ocurre en esta zona geográfica, pues, aunque a corto plazo no es probable que incrementemos nuestras inversiones en Asia, por el simple hecho de que el potencial del fondo es enorme, a medio plazo seguro que surgen buenas oportunidades.

#### EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE COBAS AM

Ponemos a su disposición el  
**Comentario 2º Semestre 2023**  
en diferentes formatos



COMENTADO POR

**Francisco  
García Paramés**



[Ver vídeo](#)



[Escuchar audio](#)



**CARTERAS**

## Nuestras carteras

Datos a 31/12/2023

### Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio
<b>Internacional</b> FI	559,9 Mn€
<b>Iberia</b> FI	41,1 Mn€
<b>Grandes Compañías</b> FI	23,5 Mn€
<b>Selección</b> FI	714,5 Mn€

Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
	Internacional	Ibérica	
Multi Cap	●		57
Multi Cap		●	30
70% ≥ 4Bn€	●	●	38
Multi Cap	●	●	68

En **Cobas AM** 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.

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**

**1.865  
Mn€**

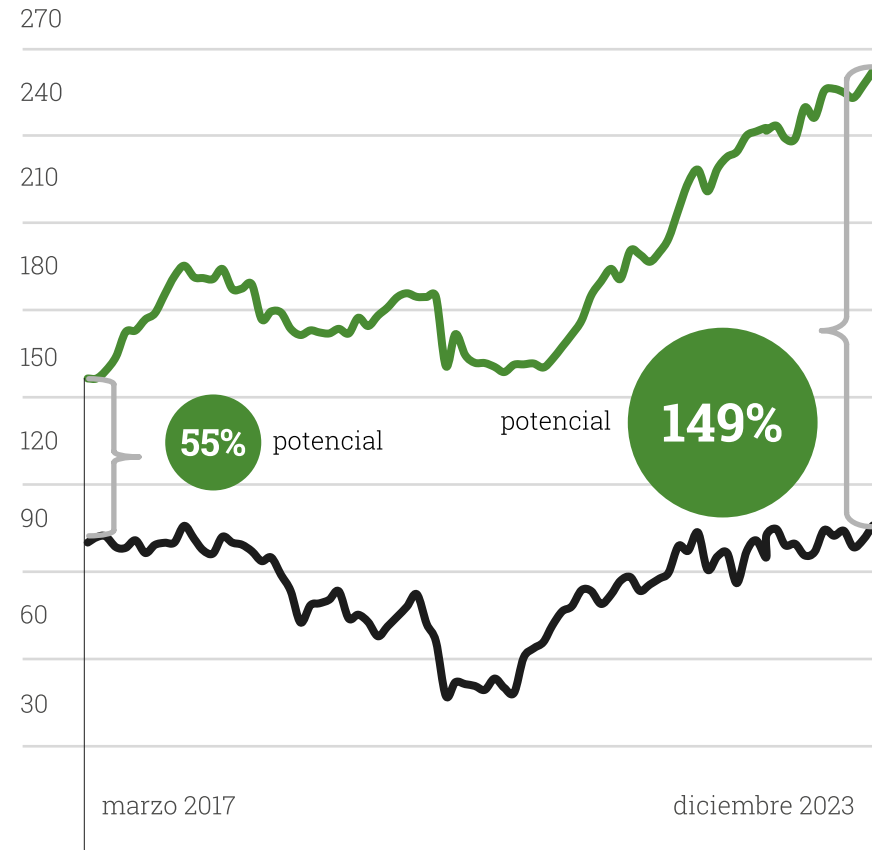
## Cartera Internacional

Durante el segundo semestre del 2023 nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del +9,4%, frente al +4,0% de su índice de referencia, el **BBG Europe Developed Markets**. Mientras que la rentabilidad anual ha sido +11,7% y +15,8% respectivamente<sup>1</sup>.

Destacan especialmente la contribución a esa rentabilidad de compañías como **Babcock**, que ha subido un 44% en el año, **Maire Tecnimont**, **Danieli** o **Wilhelmsen**. En el lado negativo, encontramos **3R Petroleum**, que ha caído un 25% y otras compañías de menor peso, alguna de ellas con caídas superiores al 40%.

Durante el segundo semestre hemos salido de cinco valores que de manera agregada tenían un peso cercano al 6% y hemos entrado en cuatro valores con un peso agregado cercano al 3%.

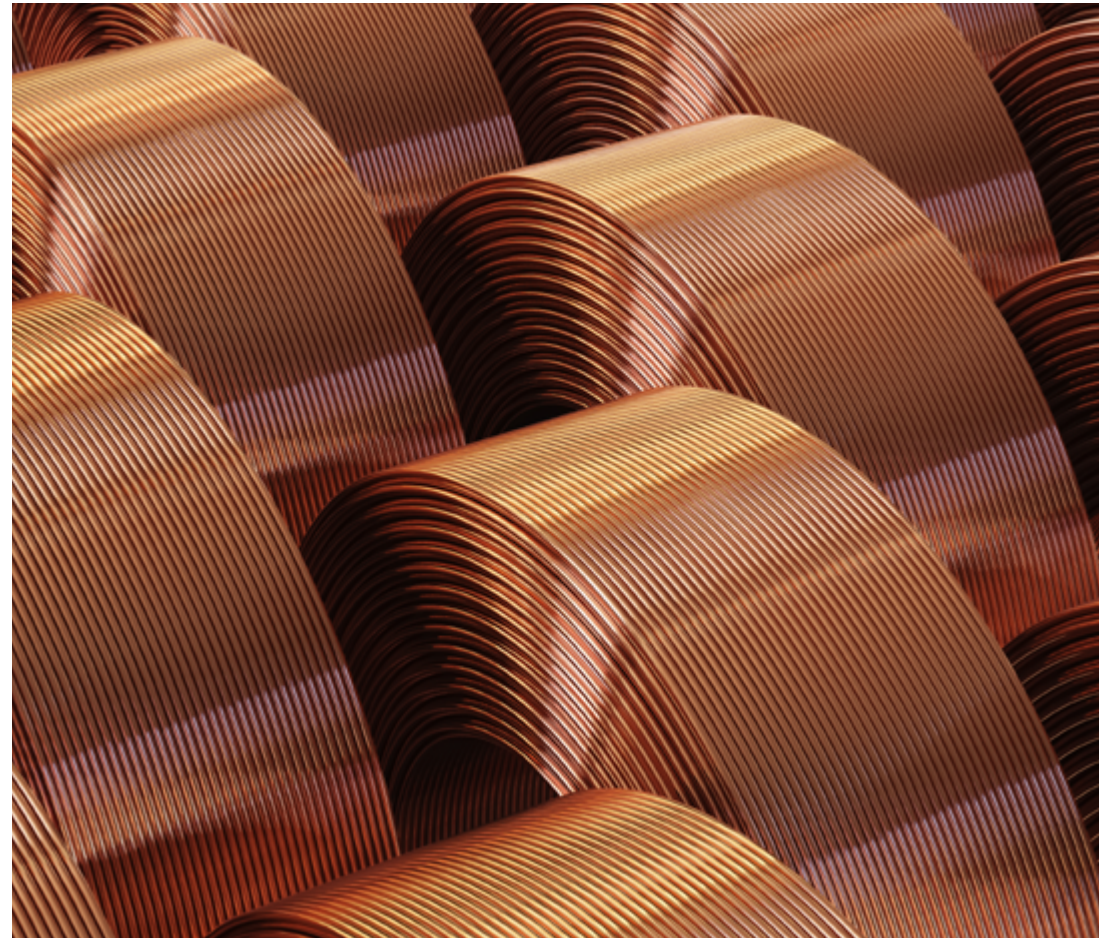
Gracias a la volatilidad del mercado y a la rotación que hemos realizado durante el semestre, el **valor objetivo**<sup>1</sup> de



(1) Cartera Internacional: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Internacional FI – Clase C, ISIN: ES0119199000. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 17.

la **Cartera Internacional** ha aumentado poco más del 6%, hasta cerca de los **264€/participación**, lo que implica un **potencial<sup>1</sup>** de revalorización del **149%**.

Como consecuencia de este potencial seguimos estando invertidos en torno al 98%. El conjunto de la cartera cotiza con un PER<sup>1</sup> 2024 estimado de 5,5x frente a un 13,0x de su índice de referencia, y tiene un ROCE<sup>1</sup> cercano al 32%, lo que es indicativo de la calidad de los negocios en cartera.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 17. Foto: SimoneN, Shutterstock.

## Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el segundo semestre del 2023 de la **Cartera Ibérica** ha sido de +9,4%, frente al +7,5% de su índice de referencia. La rentabilidad del año completo ha sido del +22,7% y del +24,9% respectivamente<sup>1</sup>.

La compañía que más ha contribuido al buen comportamiento de la cartera ha sido **Elecnor** que, como ya hemos comentado, ha subido un 90%. También lo ha hecho especialmente bien **Iberpapel**, que ha subido un 45%. De las compañías con más peso en cartera, las que peor comportamiento han tenido han sido **Vocento**, con una caída en el año del 7% y Almirall que ha caído casi un 5%.

La **Cartera Ibérica** se ha mantenido bastante estable en cuanto a entradas y salidas. Hemos salido de una compañía que a cierre de junio tenía un peso cercano al 1,5% y hemos entrado en dos compañías que a cierre de diciembre tienen un peso cercano al 2%. Sin embargo, sí cabe destacar que hemos vendido parte de nuestra posición en **Elecnor** debido a su fuerte revalorización.



(1) Cartera Ibérica: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Iberia FI – Clase C, ISIN: ES0119184002. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 17.

Durante el semestre hemos ajustado al alza el **valor objetivo**<sup>1</sup> de la **Cartera Ibérica** en cerca de un 4%, hasta los **256€ por participación**. Tras este ajuste, el **potencial**<sup>1</sup> de revalorización se sitúa en **110%**.

En la **Cartera Ibérica** estamos invertidos cerca del 98%, y en su conjunto, la cartera cotiza a un PER<sup>1</sup> 2024 estimado de 7,7x frente al 10,8x de su índice de referencia, y tiene un ROCE<sup>1</sup> cercano al 25%.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 17. **Foto:** Mimadeo, Shutterstock.

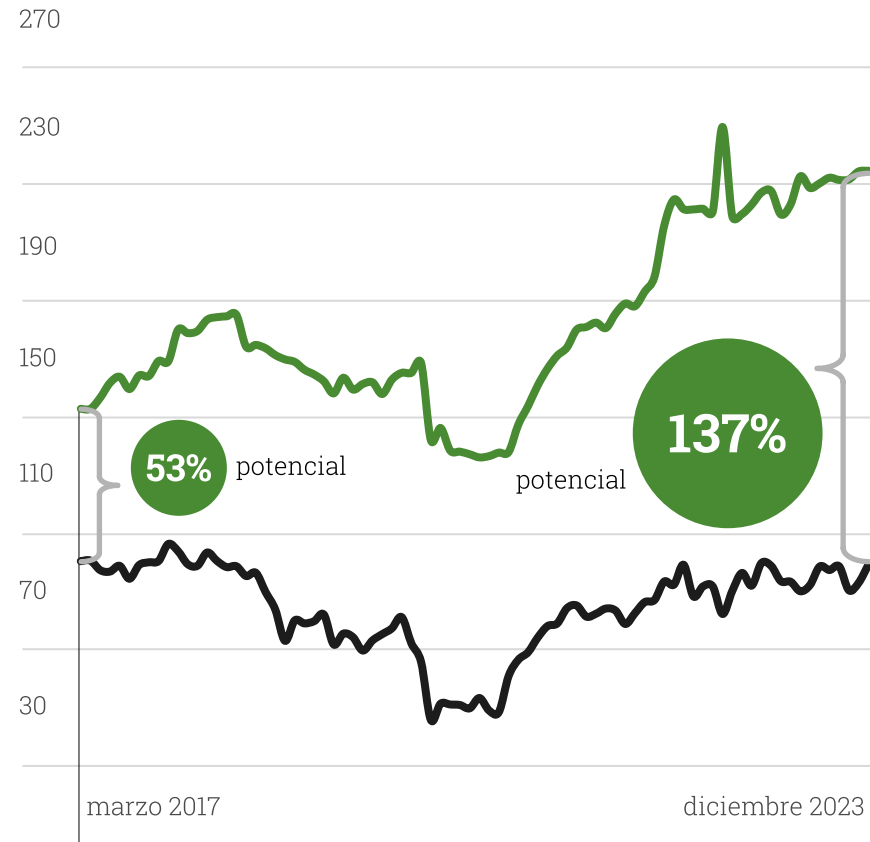
## Cartera Grandes Compañías

Durante el segundo semestre de 2023 nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad del +7,4% frente al +6,2% del índice de referencia, el **BBG Developed Markets**. Mientras la rentabilidad del año 2023 ha sido +7,6% y +19,5% respectivamente<sup>1</sup>.

Compañías como **Hyundai Motor** (+53% en 2023) o **Continental** (+41%) han contribuido muy positivamente a la rentabilidad de la cartera. Por el contrario, **Organon**, que ha caído un 47% o Bayer con un -28% han contribuido de manera negativa

En la **Cartera de Grandes Compañías** hemos vendido completamente cinco compañías que a cierre de junio tenían un peso agregado cercano al 6%. Estas ventas nos han permitido financiar la entrada en tres compañías nuevas que a cierre de diciembre tenían un peso agregado cercano al 5%.

Durante el semestre hemos ajustado ligeramente al alza el



(1) Cartera Grandes Compañías: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Grandes Compañías FI – Clase C, ISIN: ES0113728002. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 17.

valor objetivo<sup>1</sup> de la **Cartera Grandes Compañías** cerca de un 3%, hasta los **235€/participación**. Lo que representa un **potencial<sup>1</sup>** de revalorización del **137%**.

En la **Cartera Grandes Compañías** estamos invertidos cerca del 99%. En conjunto, la cartera cotiza con un PER<sup>1</sup> 2024 estimado de 6,1x frente al 17,3x de su índice de referencia y tiene un ROCE<sup>1</sup> del 31%.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 17. **Foto:** Dobrovizcki, Shutterstock.



## Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Potencial	Revalorización 2S		Revalorización 2023		Revalorización inicio		PER	ROCE	VaR	Patrimonio Mn€	Fecha de inicio
			Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia					
Selección FI Clase B	121,0 €	147%	9,1%	4,0%	12,6%	15,8%	21,0%	8,2%	5,7x	32%	9,6%	628,0 €	03/02/2022
Selección FI Clase C	109,2 €	147%	9,0%	4,0%	12,4%	15,8%	9,2%	68,0%	5,7x	32%	9,6%	52,5 €	14/10/2016
Selección FI Clase D	160,4 €	147%	8,9%	4,0%	12,1%	15,8%	60,4%	31,0%	5,7x	32%	9,6%	34,0 €	01/01/2021
Internacional FI Clase B	121,4 €	149%	9,6%	4,0%	11,9%	15,8%	21,4%	8,2%	5,5x	32%	10,2%	422,2 €	03/02/2022
Internacional FI Clase C	105,9 €	149%	9,4%	4,0%	11,7%	15,8%	5,9%	51,0%	5,5x	32%	10,2%	60,2 €	03/03/2017
Internacional FI Clase D	164,1 €	149%	9,3%	4,0%	11,4%	15,8%	64,1%	31,0%	5,5x	32%	10,2%	77,5 €	01/01/2021
Iberia FI Clase B	125,1 €	110%	9,5%	7,5%	23,0%	24,9%	25,1%	25,1%	7,7x	25%	7,9%	35,8 €	03/02/2022
Iberia FI Clase C	122,0 €	110%	9,4%	7,5%	22,7%	24,9%	22,0%	43,6%	7,7x	25%	7,9%	2,8 €	03/03/2017
Iberia FI Clase D	114,4 €	110%	9,2%	7,5%	22,4%	24,9%	44,7%	35,1%	7,7x	25%	7,9%	2,5 €	08/01/2021
Grandes Compañías FI Clase B	114,4 €	137%	7,4%	6,2%	7,7%	19,5%	14,4%	10,7%	6,1x	31%	10,2%	19,5 €	03/02/2022
Grandes Compañías FI Clase C	98,8 €	137%	7,4%	6,2%	7,6%	19,5%	-1,2%	83,0%	6,1x	31%	10,2%	2,0 €	03/03/2017
Grandes Compañías FI Clase D	137,5 €	137%	7,4%	6,2%	7,6%	19,5%	37,5%	36,1%	6,1x	31%	10,2%	2,0 €	01/01/2021
Cobas Renta FI	109,1 €		4,4%	1,9%	6,3%	3,3%	9,1%	0,8%			1,8%	31,1 €	18/07/2017

## Planes de pensiones

Global PP	101,9 €	146%	9,2%	4,0%	12,7%	15,8%	1,9%	46,1%	5,7x	32%	9,6%	90,8 €	18/07/2017
Mixto Global PP	103,5 €	112%	7,5%	1,9%	10,5%	6,5%	3,5%	21,7%	5,7x	24%	7,3%	9,2 €	18/07/2017
Cobas Empleo 100 PPE	119,1 €	146%	7,4%	4,0%	11,4%	15,8%	19,1%	46,1%	5,7x	32%	9,3%	1,1 €	23/06/2021
Cobas Autónomos PPES	104,9 €	146%	4,9%	4,0%	4,9%	5,0%	4,9%	5,0%	5,7x	32%	9,3%	3,6 €	17/07/2023

**Datos:** a 31 de diciembre 2023. **Notas:** 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. **Índices de referencia.** Bloomberg Europe Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR para Cobas Selección FI, Cobas Internacional FI y Cobas Global PP. Bloomberg Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR para Cobas Grandes Compañías FI. IGBM Total 80% y PSI 20 Total Return 20% para Cobas Iberia FI. ESTR para Cobas Renta, Bloomberg Europe Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR 50% y ESTR 50% para Cobas Mixto Global PP. **Ratios. POTENCIAL:** Durante el transcurso de este semestre, hemos conseguido incrementar el potencial de revalorización de los fondos. Este potencial estimado no es una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos años, pero sí es nuestra estimación de lo que valen nuestros fondos y da una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en los fondos. Para el cálculo de este potencial, efectuamos un análisis individualizado de cada compañía que integra la cartera. En concreto, estimamos la capacidad de generación de beneficios futura y aplicamos el método de valoración que mejor se adecúa a cada modelo de negocio, siendo los métodos de valoración por múltiplos o de descuento de flujos de caja los más utilizados. La capacidad de generación de beneficios futuros la calculamos teniendo en cuenta el comportamiento histórico de la empresa, la ejecución del equipo gestor, el análisis del sector (oferta y demanda), y sus perspectivas futuras. El objetivo es determinar el beneficio normalizado sostenible a lo largo de un ciclo económico completo. Éste análisis se desarrolla y actualiza continuamente, teniendo en cuenta información cuantitativa, principalmente la contenida en las cuentas anuales de la compañía, y cualitativa, como por ejemplo la adquirida mediante asistencia a conferencias, informes de empresas proveedoras de información o mediante entrevistas con clientes, competidores, reguladores, antiguos empleados, etc. Los múltiplos o las tasas de descuento que aplicamos a los beneficios futuros estimados se derivan de nuestro análisis, siendo las principales variables la calidad del negocio, su previsibilidad, el crecimiento esperado y los riesgos. Salvo raras excepciones, la tasa de descuento aplicada (ya sea explícita o implícitamente) oscila entre el 6% y el 12%. Así, del cociente entre nuestra valoración interna y el precio de cotización, resulta nuestro potencial de revalorización para cada compañía. Al ponderar este potencial por los pesos que tiene cada compañía en la cartera, obtenemos el potencial del fondo. **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 (datos a 31/12/2023). **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 B - ES0119199026

Clase C - ES0119199000

Clase D - ES0119199018

### Cobas Iberia FI

Clase B - ES0119184028

Clase C - ES0119184002

Clase D - ES0119184010

### Cobas Grandes Compañías FI

Clase B - ES0113728028

Clase C - ES0113728002

Clase D - ES0113728010

### Cobas Selección FI

Clase B - ES0124037021

Clase C - ES0124037005

Clase D - ES0124037013

### Cobas Renta FI

ES0119207001

Top 10	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior
	Golar LNG	8,2%	7,6%	Atalaya Mining	10,0%	9,3%	Golar LNG	7,6%	7,2%	Golar LNG	7,1%	6,6%	Golar LNG	1,5%	1,7%
	Babcock	5,7%	4,4%	Técnicas Reunidas	8,6%	9,0%	Teva Pharmaceutical	4,8%	3,5%	Babcock	4,9%	3,8%	Atalaya Mining	1,3%	1,4%
	CIR	4,2%	4,0%	Elecnor	7,8%	9,8%	Fresenius SE & CO	4,6%	4,6%	Atalaya Mining	4,0%	3,6%	Danieli	1,0%	0,9%
	Atalaya Mining	3,8%	3,5%	Almirall	5,8%	4,4%	CK Hutchison	4,4%	4,2%	CIR	3,6%	3,5%	Currys PLC	0,9%	1,1%
	Currys PLC	3,7%	3,8%	CAF	4,8%	4,6%	Affiliated Managers	4,3%	3,8%	Currys PLC	3,2%	3,3%	Babcock	0,9%	1,0%
	Danieli	3,7%	3,5%	Catalana Occidente	4,7%	3,6%	Samsung C&T	4,2%	3,7%	Danieli	3,2%	3,0%	Técnicas Reunidas	0,9%	1,0%
	Bw Energy	2,7%	2,4%	Miquel y Costas	4,6%	4,2%	Viatrix	4,0%	3,7%	BW Energy	2,4%	2,1%	Bw Energy	0,9%	0,9%
	Bw Offshore	2,7%	2,6%	Semapa	4,5%	7,9%	Atalaya Mining	4,0%	3,6%	Técnicas Reunidas	2,4%	2,5%	CIR	0,8%	0,8%
	Energean	2,5%	2,2%	Grifols	4,2%	2,7%	NOV	3,4%	2,8%	Bw Offshore	2,3%	2,3%	Teva	0,8%	-
	AcadeMedia	2,4%	1,6%	Ibersol	3,7%	4,2%	Renault	3,4%	3,6%	Energean	2,2%	1,9%	Viatrix	0,7%	-
Distribución geográfica	Zona Euro	24,4%		España	76,7%		Zona Euro	36,0%		Zona Euro	33,5%		Zona Euro	77,3%	
	Resto Europa	38,5%		Portugal	11,9%		EEUU	30,4%		Resto Europa	34,2%		EEUU	17,3%	
	EEUU	21,9%		Otros	11,5%		Asia	17,7%		EEUU	19,0%		Resto Europa	5,4%	
	Asia	13,7%					Resto Europa	15,9%		Asia	12,0%				
	Otros	1,6%								Otros	1,4%				
Distribución sectorial	Región	Peso semestre actual		Región	Peso semestre actual		Región	Peso semestre actual		Región	Peso semestre actual		Región	Peso semestre actual	
	Exploración de petróleo y gas	14,6%		Minería y metales	13,6%		Automóviles y componentes	15,9%		Exploración de petróleo y gas	12,7%		Gobierno	63,5%	
	Transp. y almac. petróleo y gas	11,8%		Equip. y servicios de energía	9,7%		Farmacéutico y biotecnología	14,3%		Conglomerados industriales	10,7%		Exploración de petróleo y gas	14,0%	
	Conglomerados industriales	10,1%		Papelero	8,3%		Conglomerados industriales	12,8%		Trans. y almac. de petróleo y gas	10,2%		Trans. y almac. de petróleo y gas	6,6%	
	Automóviles y componentes	8,9%		Seguros	8,1%		Equip. y servicios de salud	9,3%		Automóviles y componentes	7,7%		Equip. y servicios de energía	3,5%	
	Venta al por menor	8,2%		Ingeniería y construcción	7,8%		Trans. y almac. de petróleo y gas	7,6%		Farmacéutico y biotecnología	7,4%		Transporte	2,7%	
	Aeroespacial y defensa	7,1%		Transporte	7,4%		Exploración de petróleo y gas	6,8%		Venta al por menor	7,2%		Farmacéutico y biotecnología	1,5%	
	Farmacéutico y biotecnología	7,0%		Servicios comerciales	6,2%		Equip. y servicios de energía	5,1%		Aeroespacial y defensa	6,1%		Minería y metales	1,3%	
	Minería y metales	6,1%		Farmacéutico y biotecnología	5,8%		Minería y metales	5,1%		Minería y metales	6,0%		Conglomerados industriales	1,3%	
	Otros	26,2%		Otros	33,1%		Otros	23,2%		Otros	32,0%		Otros	5,5%	
Contribución a la rentabilidad	Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores		
	Babcock	1,9%		Elecnor	7,0%		Babcock	1,3%		Babcock	1,9%		Babcock	1,9%	
	Maire Tecnimont	1,9%		Tubacex	1,7%		Hyundai	1,1%		Maire Tecnimont	1,9%		Maire Tecnimont	1,9%	
	Danieli	1,8%		Iberpapel	1,6%		Continental	1,0%		Danieli	1,8%		Danieli	1,8%	
	Aryzta	1,0%		Atalaya Mining	1,5%		Heidelberg Materials	1,0%		Elecnor	1,0%		Elecnor	1,0%	
	Exmar	1,0%		Applus	1,5%		Renault	1,0%		Aryzta	1,0%		Aryzta	1,0%	
	Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores		
	3R Petroleum	-0,4%		Gestamp	0,0%		Porsche	-0,2%		3R Petroleum	-0,4%		3R Petroleum	-0,4%	
	Seacrest	-0,4%		Prosegur	-0,1%		Capri Holdings	-0,3%		Seacrest	-0,4%		Seacrest	-0,4%	
	Bayer	-0,4%		Almirall	-0,1%		CK Hutchison	-0,4%		Bayer	-0,4%		Bayer	-0,4%	
	Geopark	-0,8%		Vocento	-0,2%		Bayer	-1,3%		Geopark	-0,8%		Geopark	-0,8%	
	Organon	-0,9%		Línea Directa	-0,3%		Organon	-1,9%		Organon	-0,9%		Organon	-0,9%	

La posición de CIR aglutina la exposición conjunta a los distintos tipos de acciones en cartera de dichas compañías, cuyos ISIN se muestran a continuación:  
- CIR: IT0005241762 y IT0000070786. La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

**NOVEDADES**

En nuestra sección de novedades **Cobas AM**, el objetivo es dar un avance de los proyectos e iniciativas de la gestora y de los hitos más importantes acontecidos en el último semestre.

### **Nueva Clase A en los fondos de inversión**

**Cobas AM**, siguiendo con su estrategia de nueva estructura de comisiones autorizada por la CNMV en 2020, a partir del día 5 de febrero comienza el traspaso automático de participes con 7 años de antigüedad a la nueva Clase A con una comisión de gestión del 1%.

Con este hito, se cumple con la bajada de comisiones anunciada a nuestros inversores en función de la antigüedad, premiando fidelidad y compromiso demostrado.

De esta manera, ofrecemos unas comisiones atractivas en el ámbito de la gestión activa, muy por debajo de las comisiones de gestión de los competidores.

Esta estructura de comisiones no sólo implica un menor coste para los participes, sino que también contribuye a

obtener unas mayores rentabilidades a largo plazo.

### **Bajada de comisiones en planes de pensiones**

Asimismo, coincidiendo con el séptimo aniversario de **Cobas AM**, se han reducido las comisiones de gestión de todos los participes del plan de pensiones **Cobas Global PP** al 1% y a todos los inversores del **Cobas Mixto Global PP** al 0,75%, ofreciendo unas comisiones considerablemente inferiores de la media de los planes de pensiones individuales nacionales.

Estas comisiones se aplicarán también a todos los nuevos inversores que contraten los planes de pensiones vía suscripción o traspaso externo.

### **Estructura definitiva de comisiones**

Para más información sobre la estructura final de comisiones puede consultar el comunicado sobre la nueva estructura de comisiones publicado en diciembre 2020 a través del siguiente [enlace](#).

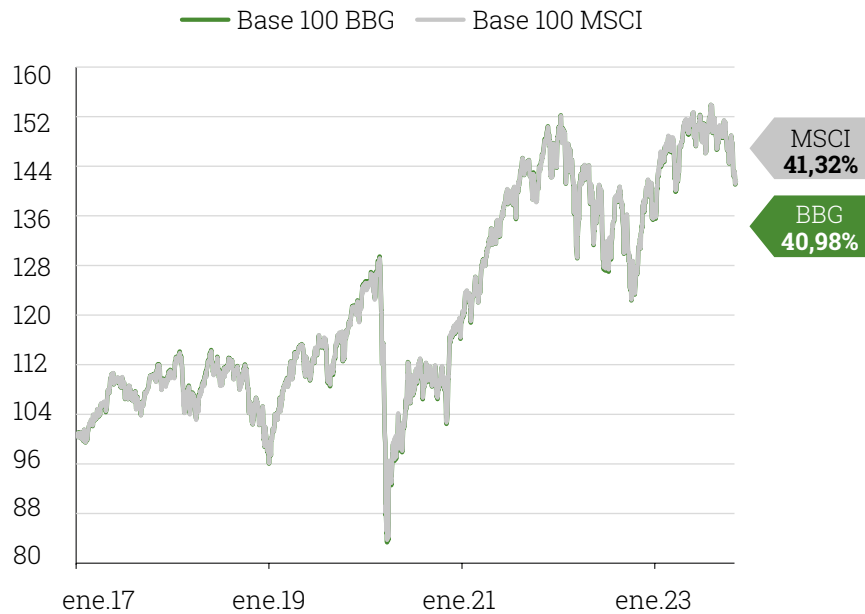
### Cambio de índices de referencia

Hemos modificado el proveedor de índices cambiando de MSCI a Bloomberg de manera que los fondos **Cobas Selección**, **Cobas Internacional FI**, **Cobas Grandes Compañías** y **Cobas Concentrados FIL** pasan a tener los índices reflejados en la tabla. En el resto de fondos no ha habido ningún cambio en el índice de referencia.

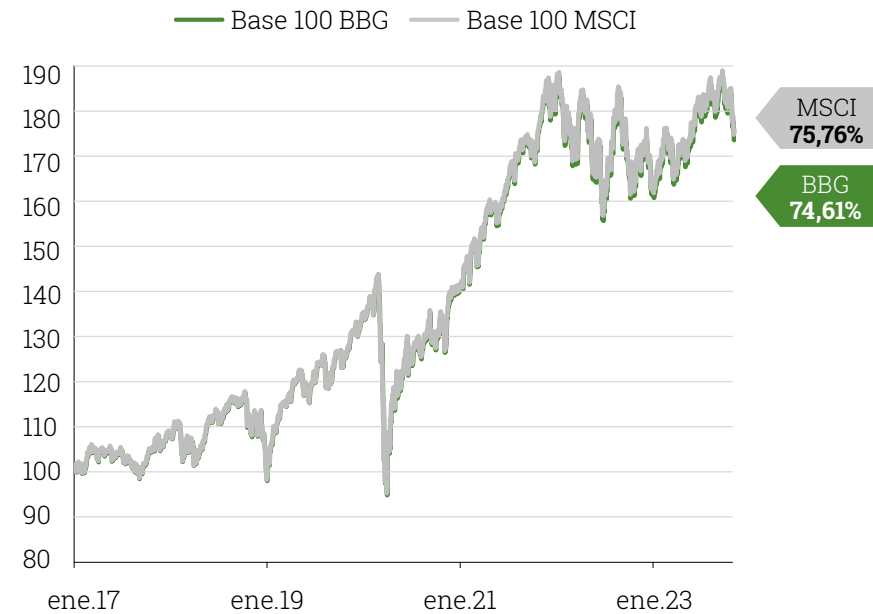
El motivo del cambio obedece a una mayor eficiencia en los gastos y costes. Como ya es conocido, la comparativa con los distintos índices de referencia existentes no aporta valor añadido a una gestión como la nuestra. A pesar de ello, como se puede observar a continuación, la evolución del nuevo índice es prácticamente idéntica al anterior:

	ÍNDICE ANTIGUO MSCI	ÍNDICE NUEVO BLOOMBERG
<b>Cobas Selección FI</b>	MSCI Europe Total Return (Net)	Bloomberg Europe Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR
<b>Cobas Internacional FI</b>	MSCI Europe Total Return (Net)	Bloomberg Europe Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR
<b>Cobas Grandes Compañías FI</b>	MSCI World Net Total Return EUR Index	Bloomberg Developed Markets Large & Mid Cap Net Return Index EUR

### Europe-BBG Vs MSCI (Base 100)



### World-BBG Vs MSCI (Base 100)



#### Lanzamiento plan de pensiones de empleo simplificado

Cobas Pensiones SGFP lanzó **Cobas Autónomos PPES**, un plan de empleo destinado a trabajadores autónomos y por cuenta propia para impulsar el ahorro de cara a su jubilación a través de un plan de pensiones de empleo simpli-

ficado. Su contratación es 100% digital, pudiendo realizar aportaciones de hasta un máximo de 5.750 euros anuales (4.250 euros más del límite de los planes individuales), con la posibilidad de desgravarse hasta 2.500 euros al año en su conjunto.

Son ya cerca de 500 los autónomos adheridos al mismo, habiendo alcanzado junto con las contribuciones a **Cobas Empleo 100 PPE** (nuestro plan de empleo para empresas y sus trabajadores) un total de más de 5 millones de euros.

### Eventos y colaboraciones

Durante el semestre hemos celebrado reuniones con inversores de la mano del Equipo de Relación con Inversores en Castellón y Burgos.

**Francisco Burgos**, Director del Negocio Institucional de Cobas AM, impartió una clase en BME (Bolsas y Mercados Españoles) sobre ahorro, mercados y value investing el pasado 13 de noviembre.

### Brainvestor

En el segundo semestre hemos realizado dos talleres presenciales de sesgos del inversor y finanzas a prueba de sustos junto a **Paz Gómez Ferrer**, experta en psicología del comportamiento financiero, acompañada por expertos en la materia como **Natalia de Santiago** y **Pedro Bermejo**. Descubra también el programa de mentoring que la

app Brainvestor pone a su disposición para resolver todas sus dudas y convertirse en un inversor consciente.

[Descargue la app gratis aquí.](#)



Imagen: Cobas AM.

### Participación en el programa de radio **Tu Dinero Nunca Duerme**

Durante este semestre, **Juan Huerta de Soto** e **Iván Chvedine**, del Equipo de Inversión, **Alberto Martínez**, del Equipo de Dealing, **Carlos González** y **Rocío Recio**, del Equipo de Relación con Inversores participaron en varios programas de Tu Dinero Nunca Duerme, el conocido programa de cultura financiera de esRadio en colaboración con Value School. Además, participaron **Paz Gómez Ferrer** (Brainvestor) y **Javier Díaz Giménez** (cátedra sobre ahorro y

pensiones Cobas AM-IESE) como invitados especiales. Están disponibles los audios de los programas haciendo click en el siguiente [enlace](#).

### ¿Conoces nuestras Redes Sociales?

Le invitamos a ver nuestros últimos videos que tratan sobre varios temas de actualidad como las pensiones en nuestro país o la influencia de la inteligencia artificial. También pueden resultarte interesantes nuestros posts y research publicados en nuestras redes sociales.

Instagram



Facebook



Libsyn



LinkedIn



YouTube



Twitter



Imagen: Cobas AM.



Otras iniciativas



**SANTA  
COMBA**



**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.

### **CURSO PÚBLICO de ahorro e inversión a largo plazo**

**Value School** abre una nueva convocatoria de su curso público de iniciación al ahorro y la inversión a largo plazo. 4 horas de formación online en directo en las que aprenderá todo lo que necesita saber para ahorrar sin esfuerzo e invertir de forma rentable y segura a partir del día siguiente. 15 únicas plazas. [Descargue el programa](#) y reserve la suya.

### **VS Winter Summit 2023. Morgan Housel y la historia de la Navidad**

Los días 20, 21 y 22 de diciembre **Value School** despidió el

**Imagen:** Cartel Summer Summit 2023 de Value School.



año a lo grande. Con Domingo Soriano y Marcos Álvarez comentaron capítulo a capítulo uno de los libros sobre finanzas e inversión más importantes del último lustro: La [psicología del dinero](#). Y el día 22 aprendieron muchas curiosidades sobre la Navidad con el profesor Francisco José Gómez, autor de [Breve historia de la Navidad](#). Los vídeos de esas sesiones ya han acumulado más de 15.000 reproducciones y los puedes ver en su canal de YouTube.

### La Escuela Austriaca y las propuestas de Javier Milei

Desde que Javier Milei empezó su campaña electoral se ha dicho dentro y fuera de Argentina que sus ideas eran polémicas, radicales, extremistas y ultraderechistas. ¿De dónde provienen? ¿Qué relación tienen las propuestas de Milei con la Escuela Austriaca de Economía? **Value School** responde a estas y otras preguntas en este [vídeo](#).

### NUEVO. La dimensión tácita, de Michael Polanyi

Publicado por primera vez en 1966, La [dimensión tácita](#) se basa en las Conferencias Terry que Polanyi pronunció cuatro años antes en la Universidad de Yale. El autor sostiene que el «conocimiento tácito» (la tradición, las prácticas he-

redadas, los valores implícitos y los prejuicios) es una parte crucial del conocimiento científico, aunque no puede formalizarse de forma explícita ni ser expresado con palabras exactas. Nuevo título de la colección de ensayo que **Value School** publica con Deusto y el Instituto Juan de Mariana.



**Global Social impact Investments (GSII)** sigue consolidándose como una de las gestoras de impacto más influyentes de España por medio de sus dos productos de inversión:

### ALTERNATIVE FUND SICAV-SIF GLOBAL SOCIAL IMPACT FUND

El primer fondo de GSI cuenta con una cartera diversificada orientada a mejorar los medios de vida de las personas más vulnerables del África Subsahariana. Este semestre se han efectuado dos nuevas inversiones: **Nyimba Millers Ltd** (Zambia), una procesadora de maíz que da acceso al mercado a comunidades rurales y produce alimentos básicos, y **Maphlix Trust Ghana Limited** (Ghana), una compañía agroindustrial que produce, procesa, y exporta hortalizas y

(1) Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.



tubérculos añadiendo valor a los pequeños agricultores. Asimismo, ha ampliado su posición en **Quality Milk** (Uganda) con un nuevo desembolso de USD 350k.

#### **GLOBAL SOCIAL IMPACT FUND II SPAIN FESE**

El segundo fondo de GSI, enfocado en mejorar los medios de vida de personas en situación de vulnerabilidad en

España, ha cerrado la tercera inversión del fondo: **Jetnet** (Granada), un operador de fibra móvil e internet que ayuda a romper la brecha digital en pueblos de pocos habitantes en la España rural.

La valoración del fondo ha subido un 12% en el año por la buena marcha de las inversiones.

Foto: Erik Akino.



**Open Value Foundation** ha dado un giro a su estrategia poniendo el foco en convertirse en los referentes en España de la **Venture Philanthropy** durante este 2024.

Algunas de sus últimas actuaciones son: [Cherehani África](#) (préstamo de 50.000€) empresa especializada en dar financiación a empresas lideradas por mujeres en África; [Ed Partners](#) (préstamo de 30.000€) una empresa que tiene como meta cambiar vidas mediante soluciones de financiamiento escolar; [Asociación los niños de José y Leo](#) (donación compartida total de 32.000€) es una asociación que apoya la conciliación de la vida familiar y laboral, y evita los diferentes factores de riesgo que la ausencia prolongada de padres, madres y tutores pueda ocasionar a los menores; y por último [SJM Almería](#) (donación de 75.000€) iniciativa que apoya a personas migrantes a través de la vivienda, la formación y el empleo.

Además, [Fondo de Fundaciones de Impacto](#) está compues-

to ya por 30 fundaciones y entidades sin ánimo de lucro y han lanzado su III Convocatoria para financiar proyectos con impacto social en España.



Foto: Ben White.

## Información y condiciones legales

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

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

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

Este documento incluye o puede incluir estimaciones o previsiones respecto a la evolución del negocio en el futuro y a los resultados financieros, las cuales proceden de

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

Paseo de la Castellana, 53. Segunda planta  
28046 Madrid (España)  
T 900 15 15 30

info@cobasam.com  
**www.cobasam.com**



Signatory of:



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**

