

c o b a s

a s s e t m a n a g e m e n t

COMENTARIO CARTERAS

Marzo de 2025

Comentario resumen

Nuestros fondos tuvieron un comportamiento negativo en el mes: Cobas Selección -0,8%, Cobas Internacional -0,9%, Cobas Grandes Compañías -3,1%, Cobas Iberia -0,4%, Cobas Global PP -0,8% y Cobas Mixto Global PP -0,8%.

Los mercados de renta variable retrocedieron en marzo ante la incertidumbre sobre la magnitud de los aranceles anunciados por parte de la administración de Donald Trump. Esta situación ha generado volatilidad e incertidumbre en el sentimiento del mercado y, en consecuencia, los inversores observan atentamente cualquier indicio de impacto en la economía estadounidense. Los mercados europeos tuvieron un comportamiento superior, beneficiándose de la rotación de los inversores que buscan alternativas a Estados Unidos. Durante el mes, las compañías tecnológicas cayeron con fuerza en medio de la preocupación por la valoración excesiva y una rotación general del mercado desde los valores growth hacia los value. Como resultado, el índice de tecnológico Nasdaq bajó un -8,1% en el mes.

En cuanto a las materias primas, el cobre subió con fuerza ante las preocupaciones de que Trump imponga aranceles al cobre importado a EE. UU. El oro siguió marcando máximos históricos y superó los 3.100 dólares por onza, impulsado por el temor al déficit de EE.UU., el aumento de la inflación y las preocupaciones geopolíticas. El petróleo tuvo un buen comportamiento a pesar de la preocupación por una menor demanda derivada de la ralentización de la economía.

Por su parte, los mercados asiáticos registraron resultados negativos durante el mes, reflejando el pesimismo ante la inminente entrada en vigor de los aranceles automotrices el 2 de abril y la falta de claridad sobre las represalias de otros países.

Cartera Internacional

Principales bloques	1S24	2S24	Dif
Energía	28%	28%	0%
Infraestructuras de GNL	8%	5%	-3%
Servicios de petróleo y gas	6%	7%	+1%
Infra. de trans. petróleo y gas	1%	2%	+1%
Productores de petróleo y gas	13%	14%	+1%
Defensivo	30%	28%	-2%
Residencias-Educación	7%	7%	0%
Farmacéutico	11%	9%	-2%
Aero-Defensa	6%	6%	0%
Net-Net	1%	1%	0%
Consumo Defensivo	5%	5%	0%
Cíclico	21%	22%	+1%
Materias primas	8%	10%	+2%
Resto	10%	11%	+1%
Liquidez	3%	1%	-2%
TOTAL	100%	100%	

Cartera Ibérica

Principales bloques	1S24	2S24	Dif
Energía	15%	18%	+3%
Servicios de petróleo	14%	13%	-1%
Productores de petróleo y gas	1%	5%	+4%
Defensivo	33%	31%	-2%
Concesiones	8%	8%	0%
Consumo defensivo	8%	6%	-2%
Farmacéutico	11%	13%	+2%
Servicios defensivos	6%	4%	-2%
Cíclico	17%	17%	0%
Materias primas	20%	20%	0%
Resto	13%	13%	0%
Liquidez	2%	1%	-1%
TOTAL	100%	100%	

Top 10 Cobas Selección

Pesos a 31.12.2024

El fondo diversifica su exposición a renta variable entre nuestras carteras Internacional e Ibérica. La diversificación promedio de forma general implicará una exposición en torno al 90% de nuestra cartera Internacional y al 10% de la Ibérica.

Compañía	Peso
Atalaya Mining	4,8%
Golar LNG	4,4%
Currys	4,2%
Babcock	3,9%
CK Hutchison	3,1%
Danieli	2,7%
Academedia	2,7%
BW Offshore	2,7%
Técnicas Reunidas	2,4%
Energear	2,2%
Peso total Top 10	33,0%

La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

Cartera **Internacional**

Top 10 Cartera Internacional

Pesos a 31.12.2024

Compañía	Peso
Golar LNG	5,0%
Currys	4,8%
Babcock	4,5%
Atalaya Mining	4,5%
CK Hutchison	3,5%
Danieli	3,1%
Academedia	3,1%
BW Offshore	3,1%
Energear	2,5%
Bayer	2,5%
Peso total Top 10	36,5%

*La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

Danieli

📦 **Peso en cartera 2S24 2,7%** C.Selección; **3,1%** C.Internacional; **2,5%** C.Grandes Compañías

Durante los primeros seis meses del ejercicio 2024/2025, **Danieli** logró un aumento del 2% en su EBITDA, manteniendo una sólida liquidez y un beneficio neto alineado con sus previsiones.

Se confirmó una menor rentabilidad en la división de **Steel Making** debido a una combinación desfavorable de precios y costes de producción, particularmente por el alto coste energético. Sin embargo, **Plant Making** obtuvo un excelente desempeño, compensando la caída de márgenes en **Steel Making**. Gracias a su liderazgo en tecnología para la producción de acero verde a costes competitivos, **Danieli** mantiene su posición de referencia en el mercado global.

Los volúmenes de envío en **Steel Making** se mantuvieron estables hasta diciembre de 2024, pero han crecido en los primeros meses de 2025 con mejoras en precios y márgenes, impulsadas por la reducción del coste energético. Esto ha permitido una recuperación progresiva de los márgenes y se proyecta un retorno a la rentabilidad en la primera mitad de 2025. A nivel general, se prevé que la segunda mitad del ejercicio mantenga esta tendencia, con una mejora en la producción de acero y la estabilidad de los márgenes en **Plant Making**, lo que refuerza las previsiones para el cierre del año fiscal y establece una base sólida para 2025/2026.

El beneficio neto consolidado creció un 11% respecto al mismo período del año anterior, favorecido por ingresos financieros derivados de la remuneración de la liquidez. Aunque los efectos del tipo de cambio fueron menos significativos que en años anteriores, la posición financiera neta se mantuvo fuerte y en línea con el cierre del ejercicio anterior.



Danieli. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M -1,2% 3 M 22,8% YTD 22,8%**

Energean

📦 **Peso en cartera 2S24 2,2%** C.Selección; **2,5%** C.Internacional; **1,6%** C.Grandes Compañías

Energean anunció su decisión de rescindir el acuerdo de venta de activos a **Carlyle** debido a los prolongados retrasos en la obtención de autorizaciones regulatorias en Italia y Egipto. Como resultado, **Energean** no seguirá adelante con la operación y enfocará sus esfuerzos en optimizar sus activos actuales.

En este contexto, la empresa ha anunciado que actualizará sus proyecciones de producción y orientación financiera para 2025, considerando sus activos en Egipto, Italia y Croacia. Además, proporcionará una estrategia revisada sobre oportunidades futuras y una nueva política de dividendos. La compañía busca así mantener el crecimiento y rentabilidad de su negocio a pesar de la cancelación del acuerdo con Carlyle.

Energean presentó en marzo sus cuentas de 2024, destacando un aumento del 24% en su producción, alcanzando los 153 kboed, con un 83% de gas. El desarrollo del proyecto **Katlan** en Israel avanza según lo previsto, con el primer gas esperado para el primer semestre de 2027.

Los ingresos del grupo crecieron un 25%, alcanzando los 1.779 Mn\$, mientras que el beneficio neto después de impuestos fue de 188 Mn\$, con un aumento del 2% respecto a 2023. A pesar del impacto de deterioros en Egipto y Grecia, el beneficio de operaciones continuas creció un 14%, y el apalancamiento del grupo disminuyó a 2,5x, reflejando una mejora en la estabilidad financiera.



Energean. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M -13,7% 3 M -16,1% YTD -16,1%**

CIR

Peso en cartera 2S24 2,2% C.Selección; **2,5%** C.Internacional

En 2024, **CIR** registró una mejora significativa en sus resultados financieros y realizó ventas de activos que generaron valor. Los ingresos consolidados aumentaron un 1,6% respecto a 2023, alcanzando los 1.821 Mn€. El EBITDA consolidado creció un 14% hasta los 272 Mn€, impulsado por la mejora en la rentabilidad de ambas divisiones. El resultado neto consolidado fue de 132 Mn€, incluyendo ingresos extraordinarios, y el flujo de caja libre antes de dividendos y recompra de acciones ascendió a 387 Mn€.

En términos financieros, la posición neta del grupo mejoró significativamente, pasando de una deuda neta de 17,8 Mn€ en 2023 a una posición positiva de 202,6 Mn€ a finales de 2024. La deuda de las filiales industriales se redujo en 193,5 Mn€ a pesar del pago de dividendos. La empresa matriz mantuvo una posición financiera positiva de 341,3 Mn€, a pesar de gastar 99,7 Mn€ en la recompra de acciones propias.

Durante 2024, **CIR** completó la venta de varios activos estratégicos, incluyendo un complejo residencial en Milán por 38 Mn€ y la división de Filtración de **Sogefi** por 327,5 Mn€. Esto permitió reducir la deuda del grupo y financiar la transformación del negocio automotriz hacia tecnologías de movilidad eléctrica.

En cuanto a **KOS**, los ingresos aumentaron un 6,2%, con una mejora en la ocupación de residencias en Italia y Alemania. La rentabilidad creció hasta el 8,4% de los ingresos, con un resultado neto de 20,5 Mn€, frente a los 11,7 Mn€ de 2023. **Sogefi**, por su parte, enfrentó un descenso del 1,7% en ingresos debido a la debilidad del mercado automotriz, pero mejoró su rentabilidad operativa y generó un resultado neto de 141,3 Mn€ gracias a la venta de división de filtración.

Para 2025, **CIR** planea iniciar un nuevo programa de recompra de acciones a partir del 17 de marzo, reafirmando su estrategia de optimización del capital y fortalecimiento financiero.



CIR. Evolución 1 año Rentabilidad: 1 M -8,8% 3 M -8,3% YTD -8,3%

Avio

Peso en cartera 2S24 1,5% C.Selección; **1,8%** C.Internacional

Avio cerró 2024 con unos resultados financieros sólidos, destacando una cartera de pedidos de 1.724 Mn€, un 27% más que en diciembre de 2023. Los pedidos alcanzaron una cifra récord por encima de los 800 Mn€, gracias sobre todo a los nuevos contratos para la finalización de Vega E y para propulsión de defensa. Los ingresos netos alcanzaron los 441,6 Mn€, con un crecimiento del 30,3%, gracias a la mayor actividad en el programa Vega y en defensa.

El EBITDA ajustado fue de 31,3 Mn€, un aumento del 11,6%, mientras que el beneficio neto se mantuvo en 6,4 Mn€. En cuanto al sector espacial, **Avio** logró hitos importantes, como el regreso exitoso del lanzador Vega C con el satélite Sentinel-1C y la transferencia de la responsabilidad de las operaciones comerciales de Vega C a **Avio**, lo que permitió firmar contratos clave con la ESA y la Comisión Europea para futuros lanzamientos y el desarrollo de Vega E.

En defensa, **Avio** experimentó un crecimiento significativo, con un aumento de más del doble en los pedidos, alcanzando los 259 Mn€. La empresa firmó contratos relevantes con Raytheon y el Ejército de EE.UU. para el desarrollo de motores de cohetes y la creación de prototipos para aplicaciones militares. En Europa, destacó un acuerdo con MBDA Italia por 150 Mn€ para la provisión de motores de misiles CAMM-ER.

Para 2025, las previsiones de **Avio** incluyen una cartera de pedidos de entre 1.700 y 1.800 Mn€, ingresos netos de entre 450 y 480 Mn€, y un EBITDA reportado de entre 27 y 33 Mn€.



Avio. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M 2,0% 3 M 24,0% YTD 24,0%**

Cartera **Ibérica**

Top 10 Cartera Ibérica

Pesos a 31.12.2024

Compañía	Peso
Atalaya Mining	10,2%
Técnicas Reunidas	10,0%
Almirall	7,2%
Grifols	5,9%
Gestamp	4,7%
Repsol	4,6%
Elecnor	4,6%
Semapa	4,3%
Miquel y Costas	4,1%
CAF	4,0%
Peso total Top 10	59,6%

*La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

Atalaya Mining

📦 **Peso en cartera 2S24 4,8%** C.Selección; **10,2%** C.Iberia; **4,5%** C.Internacional; **4,0%** C.Grandes Compañías

Atalaya Mining presentó sus resultados del cuarto trimestre y del año completo 2024, destacando una gestión financiera estable a pesar de una leve disminución en los ingresos.

La producción de cobre alcanzó las 46,2 kt, con costes en efectivo de 2,69 euros por libra y un AISC de 3,01 euros por libra, lo que refleja un buen control de los costes operativos. Durante el año, la empresa generó un EBITDA de 66,4 Mn€ y flujos de efectivo por actividades operativas de 53,4 Mn€, lo que permitió mantener un balance financiero sólido en un período de inversión continua. Además, cerró el trimestre con una posición neta de caja de 35,1 Mn€ y concentrado de cobre no vendido valorado en 19,7 Mn€.

Para 2025, **Atalaya Mining** prevé una producción de entre 48 y 52 kt. de cobre, con una reducción de los costes en efectivo y nuevas inversiones en yacimientos de mayor calidad, como **San Dionisio** y **Masa Valverde**. En línea con su compromiso con los accionistas, ha propuesto un dividendo final de 0,03 dólares por acción, alcanzando un total anual de 0,07 dólares por acción.

El CEO, Alberto Lavandeira, destacó los logros alcanzados en 2024, como el récord anual de mineral procesado, mejoras en seguridad y una reducción en el consumo de agua y electricidad. También subrayó los avances en la tramitación de permisos para el **Proyecto Touro**, que recibió la designación de proyecto industrial estratégico por parte de la Xunta de Galicia en junio de 2024. Este proyecto representa una oportunidad clave para el desarrollo de la minería sostenible en

Europa, en un contexto de creciente demanda y déficit de cobre a nivel global.



Atalaya Mining. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1M -9,2% 3M -7,7% YTD -7,7%**

Técnicas Reunidas

📦 **Peso en cartera 2S24 2,4%** C.Selección; **10,0%** C.Iberia; **2,6%** C.Grandes Compañías

Técnicas Reunidas y la firma egipcia Orascom Construction han suscrito un acuerdo valorado en más de 2.600 Mn\$ para la construcción de una planta de generación de energía a gas de ciclo combinado en Arabia Saudí.

Ambas compañías establecerán una alianza al 50% mediante una 'joint venture' para ejecutar un contrato de ingeniería, suministro y construcción (EPC) en el marco del 'Proyecto de Expansión Qurayyah IPP'. Esta central, con una capacidad de 3 gigavatios (GW), se ubicará en la Provincia Oriental del país.

Este acuerdo representa un avance significativo por la magnitud del proyecto, que equivale aproximadamente al 14% de la cartera de pedidos de **Técnicas Reunidas**. Como resultado, su cartera ha alcanzado un récord de 17.500 Mn€, tras cerrar 2024 con 12.479 millones. Además, refuerza su posicionamiento en el mercado saudí, consolidando su presencia en la región.



Técnicas Reunidas. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M 3,7% 3 M 42,3% YTD 42,3%**

Grupo Catalana Occidente

📦 **Peso en cartera 2S24 2,4%** C.Selección; **10,0%** C.Iberia; **2,6%** C.Grandes Compañías

El pasado 27 de marzo, la familia Serra, dueña del 62% de las acciones de la compañía de seguros, anunció su decisión de iniciar el camino para la exclusión de **Catalana Occidente** del mercado. A través de su sociedad Inocsa, han lanzado una OPA por el 37,97% restante, ofreciendo 50 €/acción en efectivo, con una prima del 18% sobre el cierre.

La operación, que valora GCO en 6.000 Mn€, supondrá un desembolso máximo de 2.277 Mn€ si todos los accionistas aceptan. Como alternativa, se ofrece un canje de acciones con un límite del 6,66% del capital. La oferta tiene una aceptación mínima del 75%, lo que implica que, si solo un 13% del capital acude, la familia Serra alcanzará su objetivo de exclusión bursátil.



GCO. Evolución 1 año Rentabilidad: **1 M** 22,8% **3 M** 36,6% **YTD** 36,6%

Vocento

Peso en cartera 2S24 0,6% C.Selección; 3,8% C.Iberia

Vocento anunció en marzo la venta total de Habitat.Soft S.L., propietaria de Pisos.com, Pisocompartido.com y el software HabitatSoft, al grupo italiano Immobiliare.it por 22,5 Mn€. El importe, abonado en su totalidad en efectivo, fue recibido en el momento de la operación.

Esta desinversión forma parte del nuevo plan estratégico impulsado por el nuevo consejero delegado, Manuel Mirat, con el objetivo de concentrar recursos en áreas clave como el periodismo, el análisis de datos, la tecnología y el desarrollo de nuevos negocios.

Durante el mes, la compañía también presentó sus resultados de 2024, reflejando un EBITDA de -8,9 Mn€ frente a los 34 Mn€ de 2023 y un resultado de -97,3 Mn€, impactado por deterioros en la valoración de sus periódicos, créditos fiscales y activos fijos. Para frenar las pérdidas, la compañía ha anunciado el cierre de Relevo y el abandono progresivo de Servicios Digitales.

En este contexto, Mirat ha diseñado un plan de ajuste basado en cuatro ejes: reducción de costes, recuperación del negocio de prensa, fortalecimiento del modelo de suscripción y crecimiento digital. **Vocento** busca mejorar su rentabilidad con estas medidas, además de reforzar su cuota publicitaria y atraer nuevos suscriptores.



Vocento. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M -0,3% 3 M 13,7% YTD 13,7%**

Cartera **Grandes Compañías**

Top 10 Cartera Grandes Compañías

Pesos a 31.12.2024

Compañía	Peso
CK Hutchison	6,5%
Grifols	5,8%
Atalaya Mining	4,0%
Israel Chemicals	3,9%
Teva	3,9%
Golar LNG	3,8%
Bayer	3,8%
BW Offshore	3,6%
Renault	3,6%
Fresenius	3,5%
Peso total Top 10	42,4%

*La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

CK Hutchison

📦 **Peso en cartera 2S24 3,0%** C.Selección; **3,5%** C.Internacional; **6,5%** C.Grandes Compañías

A principios de marzo, **CK Hutchison** alcanzó un acuerdo para vender la concesión de sus puertos en Panamá al fondo estadounidense BlackRock. La venta, valorada en 22.800 Mn\$, contempla que el consorcio estadounidense BlackRock adquiera el 90% de la participación de **CK Hutchison** en Panama Ports Company (PPC), operadora de los puertos de Balboa y Cristóbal, además del 80% de su control efectivo sobre subsidiarias en 23 países.

Además, la compañía presentó en marzo sus resultados del 2024. El beneficio subyacente de **CK Hutchison** cayó un 11% en el último año, alcanzando 20.800 millones de dólares de Hong Kong (2.700 Mn\$), ligeramente por debajo de las expectativas del mercado. En términos de EBITDA subyacente antes de la norma contable IFRS 16, excluyendo las pérdidas no recurrentes, hubo un aumento del 2% en monedas locales respecto a 2023, principalmente por el buen crecimiento en la división de Puertos, mejoras en todas las operaciones de la división de telecomunicaciones y un rendimiento estable en las divisiones de Retail e Infraestructura.

La compañía mencionó en su informe de resultados que las tensiones geopolíticas y comerciales han aumentado significativamente. Ante este entorno desafiante, la empresa planea reducir el gasto de capital y enfocarse en una gestión más estricta del flujo de caja.



CK Hutchison. Evolución 1 año **Rentabilidad: 1 M -22,8% 3 M 36,6% YTD 36,6%**

Bayer

📦 **Peso en cartera 2S24 2,2%** C.Selección; **2,5%** C.Internacional; **3,8%** C.Grandes Compañías

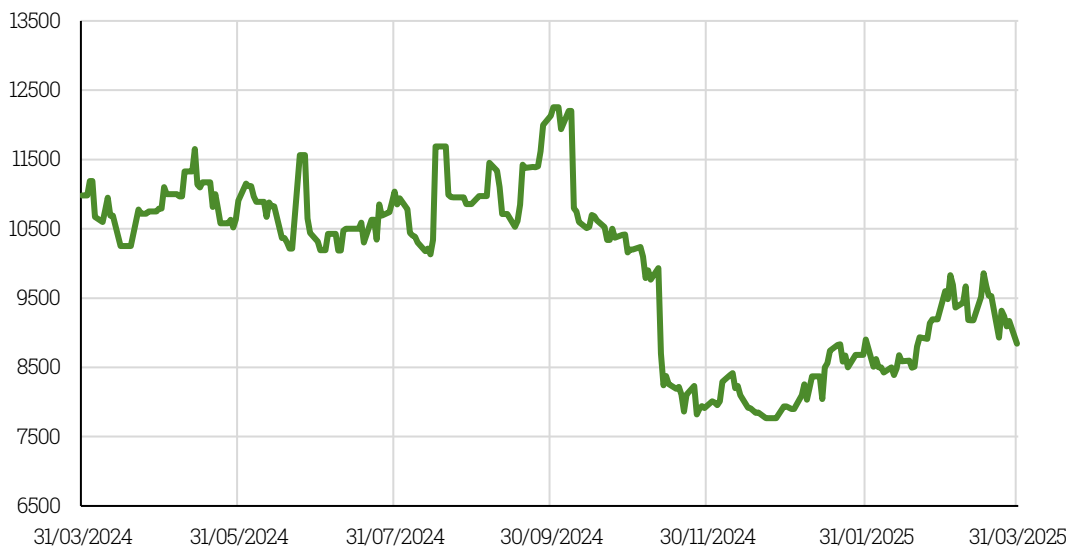
Bayer cerró 2024 cumpliendo sus objetivos y tomando medidas decisivas para enfrentar sus desafíos. La compañía registró ventas de 46.606 Mn€, con un crecimiento ajustado del 0,7% pese a efectos negativos por tipo de cambio. El EBITDA antes de partidas especiales cayó un 13,5% hasta los 10.123 Mn€, mientras que el beneficio por acción se redujo un 21% a 5,05 €.

Bayer reportó pérdidas de 2.552 Mn€, afectada por deterioros en **Crop Science**, aunque logró aumentar su flujo de caja libre a 3.107 Mn€ y reducir su deuda financiera neta a 32.626 Mn€. El CEO, Bill Anderson, destacó que 2025 será un año clave en la reestructuración de la empresa, aunque será el más difícil en términos financieros, con ventas similares al año anterior y una caída en EBITDA y beneficio por acción.

No obstante, **Bayer** espera una mejora en su desempeño a partir de 2026. Para fortalecer su rentabilidad, ha lanzado un plan integral de cinco años enfocado en **Crop Science**, que busca generar más de 1.000 Mn€ anuales en beneficios adicionales para 2029. La división apunta a un crecimiento superior al del mercado, con más de 3.500 Mn€ en ventas incrementales por innovación y una mejora en su margen EBITDA hasta alcanzar niveles de entre el 20 % y el 25 %. Anderson subrayó que el equipo directivo está comprometido con tomar las acciones necesarias para posicionar a la compañía, sus clientes y accionistas en una senda de crecimiento sostenible y rentable.

Durante el mes la compañía fue condenada a pagar 2.100 Mn\$ por el caso del herbicida Roundup en Georgia. En respuesta al veredicto,

Bayer manifestó su desacuerdo. La empresa afirmó que la decisión del jurado contradice la gran mayoría de las pruebas científicas y los puntos de vista de los organismos reguladores y sus evaluaciones.



Bayer. Evolución 1 año **Rentabilidad:** **1M** -3,8% **3M** 11,4% **YTD** 11,4%

Aviso legal

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.

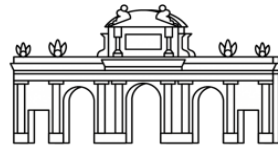
Este documento incluye o puede incluir estimaciones o previsiones respecto a la evolución del negocio en el futuro y a los resultados financieros, las cuales proceden de expectativas de **Cobas Asset Management, S.G.I.I.C.,**

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.

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)
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

