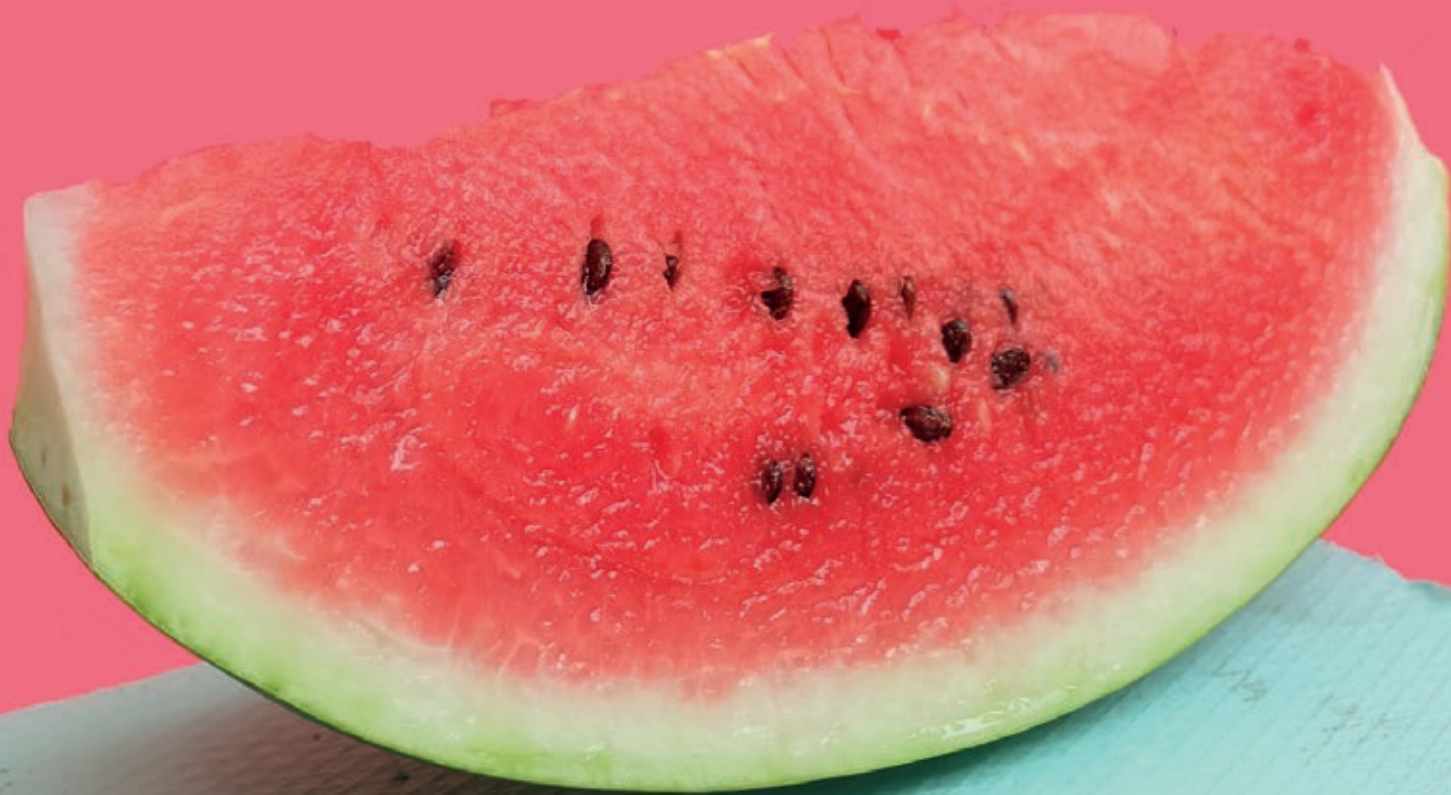


c o b a s

asset management



Comentario
Segundo Trimestre 2019



Comentario
Segundo Trimestre 2019

Valor vs crecimiento

MSCI Europe Value vs Growth precio relativo



Fuente: MSCI, Morgan Stanley Research

Vuelta al año 2000

Estimado co-inversor,

En nuestros comentarios trimestrales normalmente participa en la redacción todo el equipo de gestión, pero para éste en particular he decidido incluir una carta más personal en la que quiero transmitir mis convicciones en este momento.

Se trata de un momento complicado para algunos, pues llevamos diecisiete meses de pérdidas en nuestros fondos globales. Estos diecisiete meses se acercan al período más largo de pérdidas que yo he experimentado, los 20 meses desde julio de 2007 hasta marzo de 2009. En aquel periodo sufrimos pérdidas más fuertes, 60%, pero el mercado sufrió también esas pérdidas.

La situación actual, no obstante, me recuerda más bien al

periodo 1998/2000, una época en la que se produjo una discrepancia fortísima entre algunos valores ciertamente sobrevalorados (en general relacionados con las telecomunicaciones, la tecnología y los medios de comunicación) y el resto de mercado, y en especial valores “tradicionales”. Pues bien, como vemos en el gráfico preparado por Morgan Stanley, hoy nos encontramos en una situación similar, o incluso peor, a la de aquellos años: las acciones de compañías de “valor” nunca han estado tan infravaloradas respecto a las de “crecimiento” como lo están ahora. Incluso más de lo que lo estaban en el año 2000. Como todos sabéis, nosotros invertimos en acciones de “valor”.

Estas situaciones son habituales en los mercados, diría que afortunadamente, y nos dan la posibilidad de comprar activos extraordinarios a precio de saldo. Esto jamás

ocurriría en el mercado privado, pues nadie nos vendería su empresa a los precios que estamos comprando en los diferentes mercados. Pero para aprovecharnos de ello es necesario un ejercicio imprescindible de paciencia.

Para muchos no es fácil ser paciente, y la pregunta obvia es cuándo se reflejará ese valor de las compañías en su cotización, es decir, ¿Cuándo subirán los fondos? No sé la respuesta, pues estamos hablando de probabilidades. De la misma manera que en el periodo 2000/2002 nuestro fondo español subió un 40% en un mercado que caía un 40% y nuestro fondo global durante 2000/2003 subió un 33% frente a una caída del índice global del 42% (en ambos casos un 80% de diferencia relativa), lo normal es que razonablemente pronto disfrutemos de la revalorización esperada. Hay que recordar que las aberraciones de mercado se ajustan con cierta rapidez: el mercado puede ser irracional a corto plazo, pero no lo es a largo plazo, pues tiende a la eficiencia.

Ya explicábamos en nuestra Conferencia Anual más ampliamente lo sucedido en otros periodos. Si repasamos la

historia, cuanto más fuerte y prolongada fue la caída, más fuerte fue la recuperación. Esto es algo esencial: el paso del tiempo implica generación de beneficios por parte de las compañías, y si la cotización no lo recoge se va embalsando un valor que hace que el potencial de revalorización aumente cada día. Cuando suban las cotizaciones tendrán que hacerlo más fuertemente, para recoger ese valor acumulado.

Todo esto es especialmente cierto en el caso de Cobas en el verano de 2019. Tenemos una cartera realmente fuera de lo común, con bastante mayor calidad que la que teníamos en el año 2000 y también que la de 2009:

1. Compañías con posiciones competitivas muy fuertes con grandes barreras de entrada (ROCE medio del 25%).
2. Con crecimiento en la mayoría de ellas (no son trampas de valor que no crecen).
3. Con mínimo riesgo financiero (con caja neta o poca deuda), incluso en aquellas que aparentemente tienen

deuda alta, como son las de transporte de GNL, dada la calidad de sus activos. Por cierto, en el sector marítimo se ha producido el cierre o reducción de varios departamentos de análisis (Morgan Stanley, UBS, JP Morgan y algunos más), como consecuencia del tremendo mercado bajista de los últimos cinco años. Buena señal.

4. Con poca exposición al ciclo económico. Alrededor del 25% y centrada en las compañías automovilísticas y de transporte de crudo.

5. El 70% tienen una familia como principal accionista, con visión a largo plazo.

6. Con razones lógicas para la falta de interés de otros inversores a corto plazo: Caídas en las cotizaciones durante muchos años (sector marítimo), problemas temporales (**Dixons**), complejidad en su estructura que dificulta su análisis (**Teekay LNG, Golar**), Brexit (**Babcock, Dixons**), Italia (**CIR, OVS**), no valoración de las posiciones de caja (**Danieli**, compañías asiáticas), o de los activos ocultos (**International Seaways, Porsche, Renault**), com-

pañías cíclicas etc. Situaciones temporales que nos dan la oportunidad y que pasarán con el tiempo.

7. Y con una valoración extraordinaria (un PER 6/7x frente a un mercado cotizando a 15x). Sinceramente, no conozco ningún fondo que invierta en países desarrollados que cotice con unos múltiplos tan atractivos.

En fin, una colección de estupendos negocios a precio de compañías sin futuro.

Además, muchos de sus dueños o gestores están, como nosotros, muy frustrados por la incomprensible valoración de sus activos y están tomando medidas para cambiar la situación. Están recomprando acciones, incluso pensando en medidas drásticas como cambiar la estructura societaria o hacer lo necesario para que se reconozca el valor de los activos. Estas medidas, y la clara infravaloración de sus activos, harán que más pronto que tarde el propio mercado reconozca ese valor y ello independientemente del comportamiento de los mercados, como vimos a partir del año 2000.

Nosotros hemos tenido un comportamiento especialmente negativo en estos meses, ya que tenemos una cartera concentrada (el grupo **Teekay, Babcock, Dixons, Golar, CIR, Porsche y Renault y Aryzta** representan el 45% de la cartera). Pensamos que este mal comportamiento ya ha quedado atrás pues en prácticamente todos los valores hemos reforzado nuestra convicción sobre nuestra valoración. Después de la bajada de valoración de **Aryzta** del año pasado, no hemos tenido que reducir ninguna otra de forma significativa.

Mantenemos, por tanto, un objetivo de más del 100% de revalorización en la mayoría de ellos, con un grado de confianza más alto que cuando empezamos a invertir en 2017, gracias al trabajo del equipo de gestión. Simplificando lo ocurrido hemos pasado de tener una cartera invertida a múltiplos de 8/9x a una invertida a 6/7x. No hay razones lógicas para explicar esta caída, que se debe a situaciones temporales en la mayoría de valores, como hemos indicado.

Creo sinceramente que tenemos una cartera única, a la

que hay que dar un tiempo para que madure. Pero no solo son suficientes los adjetivos: obras son amores. Por contrato con mi anterior empresa no he podido invertir todo mi patrimonio y el de mi mujer en **Cobas AM**, pero en septiembre podré por fin hacerlo y aumentaré significativamente mi inversión en los fondos. Obviamente no tengo ninguna duda y me parece un momento muy afortunado.

Aunque incrementar posiciones en estos momentos no es una decisión fácil, y lo sé, los buenos resultados se forjaron con decisiones difíciles.

En cualquier caso, agradezco personalmente a cada uno de nuestros casi 30.000 copartícipes la confianza, la paciencia y la tranquilidad en estos momentos. Un hecho objetivo que demuestra esta confianza por parte de nuestros copartícipes particulares es el dato de entradas netas de más de 10 millones de euros en el año. En total **Cobas AM** acumula un volumen muy reducido de reembolsos netos en el año entorno a 7M€, sobre todo comparándolo con el total de salidas de dinero en fondos de renta variable comercializados en España, que en lo que llevamos de

año asciende a más de 3.000 millones de euros según datos de Inverco. A pesar de los últimos 17 meses, cada día tenemos nuevos clientes que confían en nosotros y eso me da más ganas de seguir creando un valor en los fondos que tarde o temprano, se reflejará en las cotizaciones.

Lo dicho, volvemos al año 2000, pero afrontando la situación con una mejor cartera que hace 20 años. Una cartera que debería tener un comportamiento fuera de lo común en los próximos años.

Francisco García Paramés



CARTERAS

Comentario **Segundo Trimestre 2019**

Nuestras carteras

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio
Internacional FI	398,2 Mn€
Iberia FI	54,7 Mn€
Grandes Compañías FI	19,5 Mn€
Selección FI	739,8 Mn€
Concentrados FIL	27,3 Mn€

Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Patrimonio
International Fund	18,2 Mn€
Selection Fund	84,4 Mn€
Concentrated Value Fund SIF	9,3 Mn€

Total activos bajo gestión	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
		Internacional	Ibérica	
416,6 Mn€	Multi Cap	●		56
54,7 Mn€	Multi Cap		●	34
19,5 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	32
824,2 Mn€	Multi Cap	●	●	70
36,6 Mn€	Multi Cap	●	●	21

Como probablemente sepan en **Cobas Asset Management** gestionamos tres carteras: la **Cartera Internacional**, que invierte en compañías a nivel mundial excluyendo las que cotizan en España y Portugal; la **Cartera Ibérica**, que invierte en compañías que cotizan en España y Portugal o bien tienen su núcleo de operaciones en territorio ibérico; y por último la **Cartera de Grandes Compañías**, que invierte en compañías a nivel global y en la que al

menos un 70% son compañías con más de 4.000 millones de euros de capitalización bursátil. Con estas tres carteras construimos los distintos fondos de renta variable que gestionamos a 30 de junio.

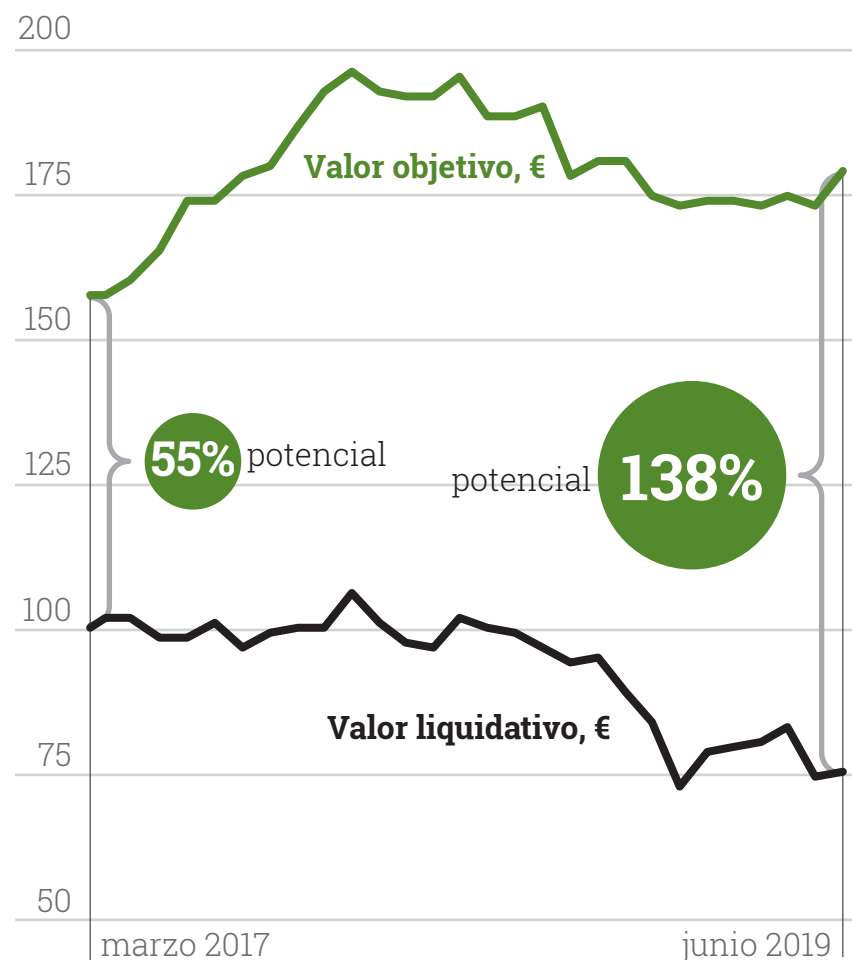
**Patrimonio
total
gestionado**

**1.887
Mn€**

Cartera Internacional

Durante el primer semestre de 2019, nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del +3,7% frente a una rentabilidad del +16,2% 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 -24,8%, mientras que su índice de referencia ha obtenido una rentabilidad del +10,7% para el mismo período.

Obviamente este resultado no es aceptable, pero esperamos recuperar paulatinamente la rentabilidad perdida gracias a: i) el potencial de revalorización, ii) la seguridad que tenemos en ese potencial, y iii) que en muchas de las compañías en nuestra cartera su equipo gestor está trabajando para aflorar el valor de sus activos. Por ejemplo, **Babcock** después de muchos años ha tenido un Día del Inversor a principios de junio en el que han explicado en profundidad las bondades de sus negocios; otro



ejemplo claro es **CIR** y **Cofide**, que en marzo anunciaron la intención de fusionarse para simplificar la estructura accionarial. Otras, como el grupo **Teekay** están también en vías de simplificar su estructura.

Las mayores contribuciones negativas al resultado de la cartera durante el trimestre han sido **Aryzta** (-1,7%), **Dixons** (-1,2%) y **Ensco** (-1%) que en parte se ha visto compensada por la contribución positiva de **DHT Holding** (+0,5%), **International Seaways** (+0,4%) y **Bonheur** (+0,3%). Por la revalorización de estas últimas y de **Euronav** y **Scorpio Tankers** hemos reducido nuestra exposición al sector de petroleros.

Durante el trimestre hemos incorporado a la cartera **G-III** y **Kosmos Energy** y hemos reforzado nuestra posición en **Golar LNG**, **Babcock** y **CIR**. En estas últimas nuestro grado de confianza en su infravaloración ha aumentado y se encuentran en mínimos plurianuales. Estas compras han sido financiadas principalmente con la venta total de **Bolloré**, **Scorpio Tankers**, **Teva** y **Frank's International** y la reducción de la exposición a **Aryzta**.

El **valor objetivo** de la **Cartera Internacional**, **179€/participación**, implica un **potencial** de revalorización del **138%**. Este valor objetivo es un 3% superior al que teníamos a diciembre de 2018. Cabe resaltar que esta es la evolución natural que deberíamos esperar en el valor objetivo, si no hay grandes cambios en la cartera, ya que cada año las compañías valen un poco más por la caja que van generando.

Sabemos que en momentos como el actual es difícil creerse la línea verde del gráfico, y que sólo ponemos nuestra atención en la línea gris. Por eso, en nuestra carta anterior recordábamos como nuestros precios objetivos se van alcanzando con el paso del tiempo y pusimos como ejemplo lo sucedido con el precio de la acción de Thales. También hay que recordar que muchas ideas de inversión requieren tiempo para madurar, si no requiriesen ese tiempo de “maduración” casi seguro que no estarían baratas.

“Las grandes sumas de dinero no se hacen comprando o vendiendo, se generan esperando” Charlie Munger.



Sin duda, 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 2019 estimado de 6,8x frente a un 14x de su

índice de referencia y un ROCE del 25%. Si nos fijamos en el ROCE, excluyendo las compañías de transporte marítimo y de materias primas, nos situamos en el 32%.

Foto: **Babcock**

Cartera Ibérica

La evolución del valor liquidativo durante el primer semestre de 2019 de la **Cartera Ibérica** ha sido del +3,6%, por debajo de la evolución de su índice de referencia, que ha sido del +10,7%. No obstante, si alargamos el período de comparación ese diferencial de rentabilidades se ve reducido; desde que empezamos a invertir en renta variable hasta finales de junio de 2019, nuestra cartera arroja una rentabilidad del -1,9%, mientras que el índice de referencia presenta una rentabilidad del +0,7%.

Al igual que en nuestra **Cartera Internacional**, el equipo gestor de varias de las compañías en la **Cartera Ibérica** está trabajando para aflorar el valor de sus activos. Por ejemplo, **Vocento** y **Sacyr** han tenido Días del Inversor para facilitar el análisis y la valoración de sus activos. Por otro lado, **Semapa (Navigator)** y **Prosegur** están recomprando acciones. Cabe hacer un paréntesis aquí, ya que es bueno recordar que la única recomendación que solemos dar a las compañías es que recompren acciones, muchas compañías a pesar de que aún no lo



hayan hecho, están analizando la posibilidad.

La mayor contribución al resultado positivo de la cartera durante el trimestre ha sido generada principalmente por **Parques Reunidos** (+1,2%) y **Neinor** (+0,3%), contribución que se ha visto parcialmente minorada por **Técnicas Reunidas** (-0,9%) y **Semapa** (-0,9%).

Quizás lo más importante durante este trimestre, ha sido que, gracias a la volatilidad del mercado, hemos rotado la cartera de manera importante y hemos vuelto a crear valor. En concreto, hemos aumentado nuestro **valor** objetivo un +4%, hasta los **186€/participación**, lo que implica un potencial de revalorización del **90%**. Desde su lanzamiento hemos incrementado su valor objetivo un +40%.

Como en nuestra **Cartera Internacional**, en la **Ibérica** también estamos invertidos cerca del 97% y, en su conjunto, la cartera cotiza con un PER 2019 estimado de 7,9x frente al 13x de su índice de referencia y un ROCE del 28%.

En la **Cartera Ibérica** hemos realizado cambios en el

segundo trimestre y hemos incorporado tres valores nuevos (**Ence**, **Neinor** y **CTT**), con pesos cercanos al 1% y hemos salido por completo de cuatro valores, uno de ellos (**Parques Reunidos**) porque nos la “oparon”. Además hemos aumentado el peso en **Sacyr**, **Semapa** y **Prosegur**, debido al comportamiento del precio de la acción y a lo que están haciendo sus equipos gestores para aflorar el valor de sus activos.

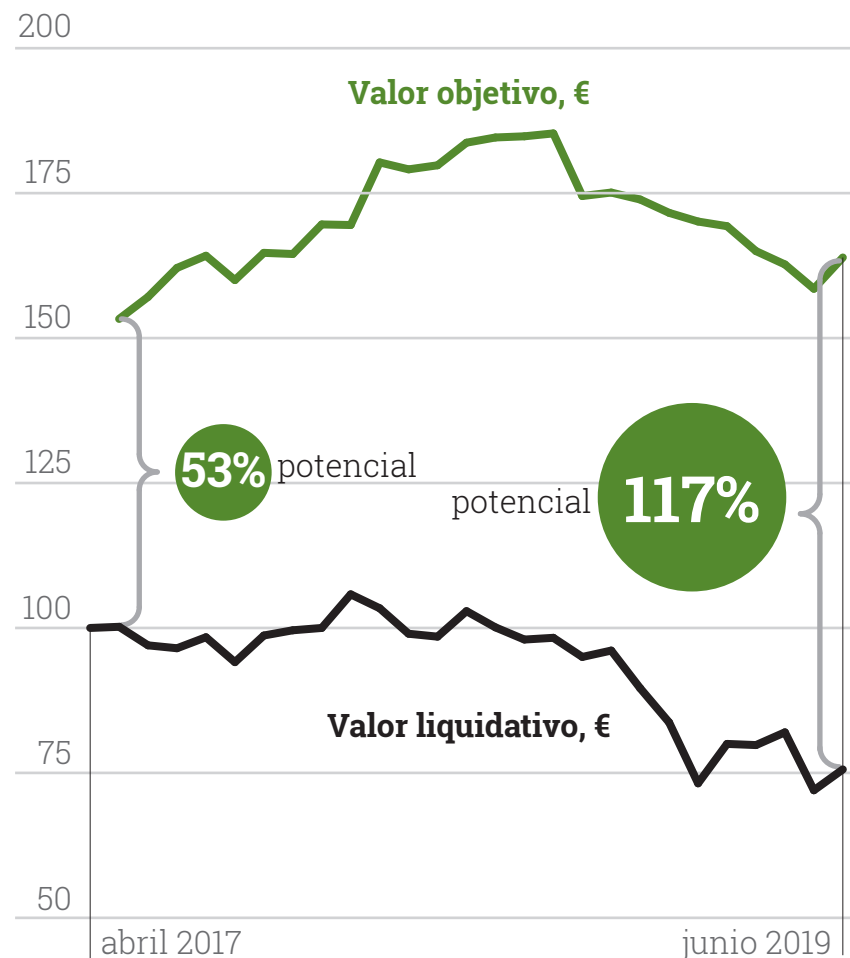
Cartera Grandes Compañías

Durante el primer semestre de 2019, nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad del +3,3% frente a una subida del 17,4% del índice **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 -24,4%. En ese periodo el índice de referencia se apreció un 15,4%.

La mayor contribución al resultado de la cartera durante el trimestre ha sido generada principalmente por **Mylan** (-1,7%), **Aryzta** (-1,5%) y **Dixons** (-0,7%), contribución que en parte se ha visto compensada por **Porsche** (+0,4%), **Illiad** (+0,4%) y **Hyundai Motor** (+0,3%).

El valor objetivo de la cartera, **164€/participación**, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un **potencial** de revalorización del **117%**.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2019 estimado de 6,8x frente al 16x de su índice de referencia y tiene un





un ROCE del 28%.

Durante el trimestre en la **Cartera de Grandes Compañías** hemos aumentado nuestra posición en **Transocean**, **ThyssenKrupp** y **Technip**, compras financiadas principalmente con la venta por completo de **Teva** y la reducción del peso en **Inpex** y **Bolloré**.

Foto: **Valdemaras Januška**, Unsplash

Comentario **Segundo Trimestre 2019**

NOVEDADES



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

ENCUENTROS COBAS AM

Desde el departamento de Relación con Inversores de **Cobas AM** seguimos organizando eventos en diferentes ciudades de la geografía española ya que consideramos que es clave transmitir nuestra filosofía y estrategia de inversión a todos nuestros co-inversores.

Fotos: **Eric Chan**

Este trimestre, **Las Palmas, San Sebastián y Málaga** fueron las ciudades que acogieron los días 24 de abril, 29 de mayo y 20 de junio, respectivamente, nuestras jornadas informativas.

Juan Cantus fue el encargado de repasar nuestras cartaras en los eventos de San Sebastián y Málaga, mientras que, en el caso de Las Palmas, dicha exposición corrió a cargo de Carmen Pérez Báguena. Así mismo, en los tres eventos Carlos González, director de Relación con Inversores Particulares, compartió las cifras claves de la gestora y nuestra filosofía de inversión.



ENCUENTROS VALUE INVESTING

Durante estos meses se han celebrado diversos encuentros internacionales sobre “Value Investing”. Conscientes de la importancia de estos eventos que reúnen a inversores y gestores que comparten nuestra filosofía de inversión, Cobas AM ha participado en algunos de ellos.

El pasado día 14 de mayo, nuestro analista Andrés Allende y nuestra responsable de Relación con Inversores para Francia y Benelux, Verónica Vieira, estuvieron presentes en la **‘London Value Investor Conference 2019’**, cita de referencia que cada año cuenta con la participación de los más prestigiosos gestores y analistas del mundo “Value” a nivel mundial.

Por su parte, otro de nuestros analistas, Juan Huerta de Soto, fue uno de los ponentes en otra de las convenciones de referencia en el mundo ‘value’ en Europa, la **‘Nordic Value Investor Conference 2019’**, que tuvo lugar en Copenhague el pasado 3 de junio de 2019, en la cual Juan realizó una exposición de nuestra tesis sobre el sector del automóvil.

Fotos: **Sabrina Mazzeo, Unsplash**

COSTES Y GASTOS ASOCIADOS

Como ya anunciamos a principios del año 2018 en nuestra carta del cuarto trimestre de 2017, los gastos derivados del servicio de análisis financiero sobre inversiones son asumidos en su totalidad por Cobas Asset Management SGIIC, S.A., por lo que no están incluidos en el servicio de intermediación. Pueden consultar los costes y gastos asociados a cada uno de nuestros fondos en la tabla de abajo, así como en el anexo al documento de Datos Fundamentales para el Inversor correspondiente a

cada fondo de inversión disponible en nuestra página web.

COBAS PENSIONES S.G.F.P

La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones autorizó el pasado día 3 de junio, la puesta en marcha de la gestora **Cobas Pensiones S.G.F.P.** para que pueda administrar directamente sus fondos de pensiones, operativa que había estado realizando temporalmente Inverseguros Pensiones S.G.F.P. Esta modificación no supone

	Cobas Iberia FI	Cobas Internacional FI	Cobas Selección FI	Cobas Grandes Compañías FI	Cobas Renta FI	Cobas Concentrados FIL
Costes y gastos corrientes recurrentes, %	1,79	1,78	1,78	1,06	0,31	1,79
Costes y gastos operacionales de la cartera, %	0,18	0,22	0,20	0,26	0,02	0,45

ningún cambio para los inversores cuya operativa seguirá siendo la misma.

La creación de la gestora de pensiones estaba prevista desde la creación de **Cobas Asset Management**, para poder aprovechar las sinergias entre las gestoras del grupo una vez que se tuviera la capacidad y el volumen suficiente para hacerlo.

Una vez que Cobas ha alcanzado la capacidad suficiente para poder asumir también la administración, ha dado el paso de la creación de la Gestora Cobas Pensiones que contará con estos dos fondos:

Cobas Global FP. Es un fondo con una vocación 100% de renta variable, que está invertido de la misma forma que el fondo de inversión Cobas Selección FI.

Cobas Mixto Global FP. Este fondo está más orientado a inversores con un horizonte temporal de permanencia inferior a cinco años o con un perfil más conservador. Por estos motivos, el patrimonio de este fondo se invierte

entre un 25% y un 75% en renta variable y el resto en activos de renta fija.

ISR, INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

La inversión socialmente responsable (ISR) es una disciplina de inversión que incluye en la toma de decisiones aspectos adicionales “al margen de los financieros”, teniendo en cuenta criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno (ESG* – Environmental, Social and Governance).

Cada vez más, los propietarios de activos buscan que dichos activos se administren de una manera que consideren responsable y sostenible en términos del impacto en el medio ambiente y en la sociedad en general. Lo que exactamente significa esto, varía ampliamente dependiendo del propietario del activo, pero lo que no está en duda es el hecho de que éste es un tema de gran importancia para la industria de gestión de activos.

En **Cobas Asset Management**, siempre nos hemos involucrado activamente con las empresas en las que investi-

* ESG: acrónimo inglés que equivale al acrónimo español ASG (Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo).

mos. Cada vez más, además de los temas habituales de gobierno corporativo (G), nuestras discusiones incluirán temas sociales (S) y medioambientales (E).

Para ayudar a aclarar cuestiones de importancia a nivel de empresa individual, nos hemos comprometido con proveedores de información externos para resaltar las inquietudes específicas en materia de ESG. Nuestro equipo de analistas supervisará y documentará estas inquietudes a la hora de elaborar los modelos de las compañías. Los factores ESG proporcionan oportunidades y señalan riesgos, siendo por lo tanto una consideración importante al evaluar las oportunidades de inversión.

Nuestro enfoque en relación a los criterios ESG y los desafíos que enfrenta, evolucionará con el tiempo, pero nos brinda la oportunidad de ampliar y profundizar nuestro compromiso con los equipos de gestión de las compañías. Como inversores a largo plazo, no supondrá otra cosa que la de aumentar el valor que podemos ofrecer a nuestros inversores.



VALUE SCHOOL

Cobas Asset Management colabora y apoya la labor divulgativa de esta iniciativa de fomento de la cultura financiera desde una perspectiva neutra e independiente. **Value School** desarrolla esta labor formativa ayudando a las personas en su aprendizaje para que puedan tomar decisiones sobre el ahorro mediante una inversión consciente y meditada. Al fin y al cabo, ser inversor en valor es más que comprar barato y tener paciencia. Ser inversor en valor es una filosofía de vida.

Con este objetivo seguimos celebrando eventos semanalmente en nuestra sede con gestores, presentaciones de libros, master class sobre temas financieros y charlas 'value' abiertas a todo el público. A continuación recalcamos algunos de los eventos y proyectos que hemos lanzado durante este último trimestre.

Programa Ejecutivo en Inversión en Valor y Finanzas del Comportamiento

Una iniciativa que surge de la colaboración entre **Value School**, el Instituto de Neuroeconomía e Inversión en

valor y la Universidad Pontificia Comillas, concretamente a través de **ICADE Business School**.

Su objetivo es conseguir la comprensión por parte del alumno de todas las fases de un proceso de inversión en valor. Esto abarca desde la detección de posibles ideas de inversión hasta la toma de la decisión final. El enfoque será eminentemente práctico y contará en su claustro de profesores con reconocidos gestores de renta variable que aplican este método de trabajo en varias de las gestoras nacionales más importantes.

Como elemento diferencial del curso contaremos además con un módulo de **Behavioral Economics y Neurociencia** aplicada a las inversiones, a fin de comprender cómo nuestra función cerebral afecta a nuestras decisiones de inversión y evitar así sesgos negativos que podrían destruir valor.

El programa será impartido en dos sesiones semanales, desde el mes de octubre de este año hasta su finalización, en el mes de marzo de 2020.



Escuela de Verano Value School 2019

Value School organizó la segunda edición de su curso estival de inversión en valor para jóvenes. Un proyecto pionero en su género por el que **Value School** convocó 80 becas para jóvenes de toda España interesados en conocer el fascinante mundo de la inversión en valor. De nuevo, se superaron todas las expectativas con más de 200 solicitudes.

Este curso es una introducción a la teoría y la práctica de la inversión en valor y consta de un programa intensivo de sesiones presenciales sobre materias tales como: economía aplicada a los mercados financieros, psicología del

comportamiento o introducción al análisis financiero y la valoración de empresas, entre otras, cuyas sesiones han sido impartidas por reconocidos analistas y gestores del ámbito de la gestión de activos independiente.

La comunidad **Value School** sigue creciendo a buen ritmo y ya está cerca de 100.000 usuarios. Le recomendamos que se sume a esta iniciativa de divulgación y descubra más sobre el ahorro y la inversión a través de sus eventos, recomendaciones de libros y sus documentales, los cuales puede seguir a través de valueschool.es y su canal de youtube.

Foto: **Diego Martínez**

Presentación del proyecto Value Kids

El pasado mes de junio, **Value School** presentó el proyecto **Value Kids**. Una iniciativa que nace para inculcar a los niños hábitos del consumo responsable, el autocontrol y el ahorro para que en el futuro puedan tomar decisiones libres e independientes en la construcción de sus patrimonios.

La mitad de las familias españolas se endeuda para llegar a fin de mes porque no dispone de ahorros, ya que la media de edad en la que los españoles empezamos a ahorrar está en los 57 años. La evolución de la pirámide poblacional hace sospechar que las pensiones estatales van a ser difíciles de mantener tal y como están en la actualidad. Por ello es importante concienciar sobre el valor del ahorro durante todas las etapas de nuestra vida. **Value Kids** trabaja sobre todo el ecosistema educativo porque en la educación financiera debemos participar todos: alumnos, profesores y padres.

Durante este último curso **Value Kids** ha realizado talleres en 19 colegios y ha puesto en práctica con éxito una

Ilustración: **Pablo M^a Ramírez**. www.sinpalabras.es



metodología que combina juegos, cuentos, guiñoles y concursos sobre un colectivo total de 2.500 alumnos.

El programa consta de cuatro talleres que van dirigidos a alumnos de entre 5 y 18 años y que se adaptan cada etapa educativa y al nivel cognitivo de los niños. El curso completo tiene una duración de cuatro horas que se reparten como cada colegio decida en función de sus necesidades. Durante éstos no se exponen marcas ni productos financieros.

ANEXOS

Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 2T		Revaloración 2019		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Selección FI	80,2 €	188 €	134%	-6,3%	3,0%	3,5%	16,2%	-19,8%	14,6%	6,9x	26%	739,8	99%
Internacional FI	75,2 €	179 €	138%	-6,4%	3,0%	3,7%	16,2%	-24,8%	10,7%	6,8x	25%	398,2	98%
Iberia FI	98,1 €	186 €	90%	-4,3%	1,5%	3,6%	10,7%	-1,9%	0,7%	7,9x	28%	54,7	97%
Grandes Compañías FI	75,6 €	164 €	117%	-5,3%	2,5%	3,3%	17,4%	-24,4%	15,4%	6,8x	28%	19,5	99%
Renta FI	93,7 €			-0,8%		2,0%		-6,3%				16,7	15%
Concentrados FIL	59,4 €			-7,7%	3,0%	4,9%	16,2%	-40,6%	4,0%			27,3	99%

Planes de pensiones

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 2T		Revaloración 2019		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Global PP	74,4 €	170 €	129%	-6,1%	3,0%	3,8%	16,2%	-25,6%	7,8%	6,6x	25%	41,2	98%
Mixto Global PP	80,0 €	157 €	96%	-4,5%		3,2%		-20,2%		6,5x	19%	3,6	73%

Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 2T		Revaloración 2019		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
International EUR	74,7 €	178 €	138%	-6,8%	3,0%	3,1%	16,2%	-25,3%	4,3%	6,8x	25%	17,3	98%
International USD	88,8 \$	211\$	138%	-6,1%	3,0%	4,7%	16,2%	-21,4%	4,8%	6,8x	25%	1,0	98%
Selection EUR	15.496,1 €	35.641 €	130%	-6,5%	3,0%	3,4%	16,2%	-24,5%	9,5%	6,6x	25%	75,1	99%
Selection USD	26.381,8 \$	60.678\$	130%	-5,7%	3,0%	5,1%	16,2%	-20,1%	9,5%	6,6x	25%	10,6	99%
Concentrated EUR	59,8 €			-7,9%	3,0%	4,2%	16,2%	-40,3%	4,0%			8,3	100%
Concentrated USD	62,2 \$			-7,1%	3,0%	5,9%	16,2%	-37,8%	4,0%			1,1	100%

- El **valor objetivo** de nuestros fondos está basado en cálculos y estimaciones internas y Cobas Asset Management no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vaya a alcanzar.
- **Fecha inicio** de los fondos. 31 de diciembre de 2016 para Cobas Selección FI. 15 de marzo de 2017 para Cobas Internacional FI. 3 de abril de 2017 para Cobas Iberia FI, Cobas Grandes Compañías FI y Cobas Renta FI. 17 de abril de 2017 para Cobas Selection Fund EUR y USD. 1 de junio de 2017 para Cobas International Fund EUR. 6 de junio de 2017 para Cobas International Fund USD. 18 de julio de 2017 para Cobas Global PP y Cobas Mixto Global PP. 31 de diciembre de 2017 para Cobas Concentrados FIL y Cobas Concentrated Fund EUR y USD.
- **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selección FI, Cobas Internacional, Cobas Concentrados FIL, Cobas Selection EUR y USD, Cobas International EUR y USD, Cobas Concentrated EUR y USD y Cobas Global PP FI. MSCI World Net EUR para Cobas Grandes Compañías FI. 80% IGBM Total y 20% PSI20 Total Return para Cobas Iberia FI

Radiografía de nuestros fondos

Datos Segundo Trimestre de 2019

Cobas Internacional FI ES0119199000				Cobas Iberia FI ES0119184002			Cobas Grandes Compañías FI ES0113728002			Cobas Selección FI ES0124037005			Cobas Renta FI ES0119207001			Cobas LUX SICAV Cobas Selection Fund LU1372006947 EUR y LU1372007168 USD			Cobas LUX SICAV Cobas International Fund LU1598719752 EUR y LU1598719919 USD			
Top 10	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Top 10
	Aryzta	8,2%	9,9%	Elecnor	9,8%	9,3%	Aryzta	6,9%	7,7%	Aryzta	7,4%	8,9%	Teekay LNG	3,2%	3,7%	Aryzta	7,5%	8,8%	Aryzta	8,3%	10,0%	
	Teekay LNG	5,9%	5,8%	Técnicas Reunidas	8,5%	9,0%	Thyssenkrupp	6,3%	4,8%	Teekay LNG	5,3%	5,3%	Teekay Corp.	2,0%	2,0%	Teekay LNG	5,3%	5,2%	Teekay Lng	6,0%	5,8%	
	Golar LNG	5,2%	4,0%	Semapa	7,3%	5,6%	Porsche	6,2%	6,1%	Golar LNG	4,7%	3,6%	Técnicas Reunidas	1,1%	1,3%	Golar LNG	4,7%	3,6%	International Seaways	5,3%	4,4%	
	International Seaways	5,1%	4,4%	Vocento	6,9%	6,3%	Renault	6,1%	6,0%	International Seaways	4,7%	4,0%	International Seaways	1,1%	0,8%	International Seaways	4,6%	4,0%	Golar Lng	5,2%	4,0%	
	Babcock	4,8%	4,1%	Sacyr	6,5%	4,4%	Babcock	5,6%	5,8%	Babcock	4,3%	3,7%	Golar LNG	1,0%	0,5%	Babcock	4,2%	3,7%	Babcock	4,7%	4,1%	
	Dixons Carphone	3,8%	4,4%	Melia	4,6%	4,0%	Samsung	4,8%	4,3%	Dixons Carphone	3,4%	4,0%	CIR	1,0%	0,5%	Dixons Carphone	3,3%	3,9%	Dixons Carphone	3,7%	4,3%	
	Porsche	3,6%	3,2%	Unicaja	4,4%	4,1%	Mylan	4,7%	4,7%	Porsche	3,3%	2,9%	Aryzta	1,0%	1,2%	Porsche	3,3%	2,8%	Porsche	3,7%	3,2%	
	Renault	3,3%	4,3%	Mota Engil	4,4%	6,0%	Teekay LNG	4,5%	4,5%	Renault	3,0%	3,9%	Renault	0,9%	1,0%	Renault	3,1%	3,9%	Renault	3,4%	4,2%	
	CIR	3,3%	3,1%	Bankia	4,3%	4,4%	OCI	4,3%	3,9%	CIR	2,9%	2,8%	Babcock	0,9%	0,8%	CIR	3,0%	2,7%	CIR	3,3%	3,1%	
	Teekay Corp.	3,2%	3,5%	Atalaya Mining	4,2%	4,1%	Hyundai Motor Pref.	3,7%	3,1%	Teekay Corp.	2,9%	3,2%	Dixons Carphone	0,9%	1,2%	Teekay Corp.	2,9%	3,1%	Teekay Corp.	3,2%	3,5%	
Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)	Resto Europa		30,0%	España		71,0%	Zona Euro		36,5%	Zona Euro		30,9%	Zona Euro		74,6%	Zona Euro		31,3%	Resto Europa		30,0%	Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)
	EEUU		27,1%	Portugal		17,9%	EEUU		25,7%	Resto Europa		27,7%	EEUU		11,8%	Resto Europa		27,7%	EEUU		27,6%	
	Zona Euro		24,3%	Otros		7,6%	Asia		15,5%	EEUU		24,6%	Liquidez		7,5%	EEUU		24,7%	Zona Euro		24,7%	
	Asia		15,4%	Liquidez		3,5%	Resto Europa		15,4%	Asia		14,1%	Resto Europa		5,6%	Asia		14,3%	Asia		15,2%	
	Liquidez		3,1%				Otros		4,7%	Liquidez		2,6%	Asia		0,5%	Liquidez		2,0%	Liquidez		2,6%	
Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)	Dólar EEUU		27,5%*	Euro		95,8%	Euro		38,2%	Euro		33,4%	Euro		82,0%	Euro		32,5%	Dólar EEUU		28,2%*	Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)
	Euro		27,1%	Otras		4,2%	Dólar EEUU		26,1%*	Dólar EEUU		24,8%*	Dólar EEUU		11,7%*	Dólar EEUU		25,3%*	Euro		26,6%	
	Libra esterlina		14,7%				Won Coreano		11,8%	Libra Esterlina		13,9%	Franco Suizo		3,9%	Libra Esterlina		13,8%	Libra Esterlina		14,7%	
	Won coreano		11,0%				Libra Esterlina		7,4%	Won Coreano		10,0%	Libra Esterlina		1,8%	Won Coreano		10,2%	Won Coreano		10,7%	
	Franco suizo		8,2%				Franco Suizo		6,9%	Franco Suizo		7,4%	Won Coreano		0,5%	Franco Suizo		7,5%	Franco Suizo		8,3%	
	Corona noruega		6,2%				Israel Séquel		2,7%	Corona Noruega		5,7%	(*) EUR/USD 100% cubierto			Corona Noruega		5,8%	Corona Noruega		6,2%	
	Yen japonés		3,6%				Yen Japonés		2,1%	Yen Japonés		3,3%				Yen Japonés		3,3%	Yen Japonés		3,6%	
	Otras		1,6%				Real Brasileño		2,0%	Otras		1,5%				Otras		1,7%	Otras		1,7%	
	(*) EUR/USD 100% cubierto						Otras		2,8%	(*) EUR/USD 100% cubierto			(*) EUR/USD 100% cubierto			(*) EUR/USD 100% cubierto			(*) EUR/USD 100% cubierto			
							(*) EUR/USD 100% cubierto															
Contribución a la rentabilidad (Porcentaje)	Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores						Contribuidores			Contribuidores			Contribución a la rentabilidad (Porcentaje)
	DHT Holdings		0,5%	Parques Reunidos		1,2%	Porsche		0,4%	DHT Holdings		0,4%	DHT Holdings		0,5%	DHT Holdings		0,5%	DHT Holdings		0,5%	
	International Seaways		0,4%	Neinor Homes		0,3%	Iliad		0,4%	International Seaways		0,4%	International Seaways		0,4%	International Seaways		0,4%	International Seaways		0,4%	
	Bonheur		0,3%	Fluidra		0,2%	Hyundai Motor Pref.		0,3%	Bonheur		0,3%	Bonheur		0,3%	Bonheur		0,3%	Bonheur		0,3%	
	Fujitec		0,3%	Corp. Financiera Alba		0,1%	Thyssenkrupp		0,3%	Fujitec		0,2%	Fujitec		0,2%	Fujitec		0,2%	Fujitec		0,3%	
	Porsche		0,2%	Melia		0,1%	International Seaways		0,2%	Porsche		0,2%	Hyundai Motor Pfd		0,2%	Hyundai Motor Pfd		0,2%	Euronav		0,2%	
	Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			
	Teekay Corp.		-0,5%	Quabit		-0,5%	Babcock		-0,6%	Teekay Corp.		-0,4%	Teekay Corp.		-0,4%	Teekay Corp.		-0,4%	Teekay Corp.		-0,5%	
	Golar LNG		-0,5%	Atalaya Mining		-0,6%	Transocean		-0,6%	Golar LNG		-0,5%	Golar LNG		-0,5%	Golar LNG		-0,5%	Golar LNG		-0,5%	
	Ensco Rowan		-1,0%	Unicaja		-0,6%	Dixons Carphone		-0,7%	Ensco Rowan		-0,9%	Ensco Rowan		-0,9%	Dixons Carphone		-1,1%	Dixons Carphone		-1,2%	
	Dixons Carphone		-1,2%	Semapa		-0,9%	Aryzta		-1,5%	Dixons Carphone		-1,1%	Dixons Carphone		-1,1%	Ensco Rowan		-1,3%	Ensco Rowan		-1,3%	
	Aryzta		-1,7%	Técnicas Reunidas		-0,9%	Mylan		-1,7%	Aryzta		-1,5%	Aryzta		-1,5%	Aryzta		-1,4%	Aryzta		-1,6%	
Entradas y salidas	Entran en cartera			Entran en cartera			Entran en cartera			Entran en cartera						Entran en cartera			Entran en cartera			Entradas y salidas
	Kosmos Energy			CTT						Kosmos Energy			Kosmos Energy			Kosmos Energy			Kosmos Energy			
	GIII Apparel			Ence						GIII Apparel			GIII Apparel			GIII Apparel			GIII Apparel			
				Neinor Homes						Unicaja						Unicaja						
	Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			Salen de cartera			
	Bolloré			Parques Reunidos						Bolloré			Bolloré			Bolloré			Bolloré			
	Teva Pharmaceutical			Cie						Teva Pharmaceutical			Teva Pharmaceutical			Teva Pharmaceutical			Teva Pharmaceutical			
	Scorpio Tankers			Catalana Occidente						Scorpio Tankers			Scorpio Tankers			Scorpio Tankers			Scorpio Tankers			
	Frank's International			Mapfre						Frank's International			Frank's International			Frank's International			Frank's International			
				Lar España																		

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 nuestra 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

Calle de José Abascal, 45
Tercera planta
28003 Madrid
Tfno. 900 15 15 30
info@cobasam.com