

c o b a s

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

Carta de **Francisco García Paramés** a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19) 16 marzo 2020

Estimado partícipe,

En estos momentos tan extraordinarios queremos tener una comunicación más continuada de lo habitual, por lo que intentaremos tener al día a toda nuestra comunidad de inversores respecto a las novedades que nos conciernan. Son momentos difíciles para todos, que pasarán, pero que por el camino pueden dejar una huella profunda en todos nosotros.

En primer lugar, confirmamos que en **Cobas Asset Management** nos encontramos trabajando desde casa y que todos los procedimientos funcionan correctamente. Tanto los procedimientos de altas y bajas, como de obtención del valor liquidativo y de compra/ventas de valores funciona adecuadamente. Hemos estado en contacto con el regulador y de hecho se ha simplificado temporalmente el procedimiento de alta de cliente para agilizar este trámite en momentos tan convulsos.

En segundo lugar, estamos agradecidos a la reacción de nuestros clientes actuales y potenciales, pues hemos tenido entradas netas en los fondos tanto durante el mes de marzo (5 millones de euros) como específicamente el jueves y viernes pasado y este lunes, con un incremento también del número de inversores. Obviamente esta noticia es muy positiva pues nos permite mantener una gestión óptima de las carteras y continuar aprovechando las oportunidades que se nos presentan.

Por último, hablar de la cartera: profundizar en el impacto en ella de una posible recesión, y cómo estamos actuando. Recordamos que trabajamos a partir de estimaciones o previsiones de la evolución de los negocios en el futuro y de sus resultados financieros, y que éstas se basan en las expectativas de **Cobas AM** y están expuestas a factores, riesgos y circunstancias que podrían afectar a los resultados financieros, de forma que pueden no cumplirse.

Ya dijimos la semana pasada que el impacto será pequeño, pero que existirá. En estos momentos lo limitamos principalmente a:

Sector automóvil (7% de la cartera internacional)

Las ventas se van a resentir, con un impacto que estará supeditado a la duración de la crisis. Lo normal es que las ventas perdidas se recuperen en el tiempo. Nuestras cuatro compañías tienen caja neta, por lo que afrontarán la situación sin excesivos problemas.

Carta de **Francisco García Paramés**
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)
16 marzo 2020

Sector “retail” (6% de la cartera)

Con las tiendas cerradas se perderán ventas. Nuestra principal inversión es **Dixons** (4%), con la particularidad de que Reino Unido ha tomado temporalmente otra vía de combatir al virus que supone menos alteración de las costumbres. Tiene una deuda reducida y una posición de mercado muy fuerte.

El ya comentado de las compañías de exploración y producción de petróleo (3%)

Donde la evolución del precio del crudo será el factor decisivo.

Digamos que entre un 15/20% de la cartera puede ver afectados sus resultados por una recesión. Y hay que decir que tanto en las principales compañías de estos sectores, como **Dixons** o los automóviles, éramos conscientes del posible impacto de una recesión (aunque no de una crisis global generalizada), y lo teníamos parcialmente recogido en nuestras estimaciones, por lo que salvo que la recesión sea profunda y prolongada no tendremos que cambiar sustancialmente nuestra valoración en estas compañías. En cuanto tengamos elementos para juzgar si hay que bajar nuestra estimación en alguna lo comunicaremos, pero será difícil que este impacto en el peor escenario sea superior a un 5/10% de nuestro valor objetivo, lo que permite todavía fuertes revalorizaciones.

En la cartera española el impacto se centrará en las compañías inmobiliarias, en **Meliá**, en los bancos y en la publicidad, entre todas ellas aproximadamente el 25% de la cartera. En **Meliá** las ventas no realizadas no se recuperarán, pero en el resto lo lógico es que se embalsen para el futuro.

Tanto en unas como en otras el impacto durará lo que dure la recesión, pero lo que ocurre en estas situaciones es que las compañías líderes se fortalecen a costa de las secundarias. Éste será con toda probabilidad el caso de **Dixons**, por ejemplo.

Después de explicar el impacto negativo de algunos valores, pasamos a las noticias positivas. Lo más importante que hay que resaltar es que más del 80% de nuestra cartera modelo, que es **Cobas Selección**, a día de hoy no se verá afectada por una eventual recesión, por lo que una caída en la cotización no hace más que resaltar su infravaloración. Y esto no es casual, pues aunque parezca sorprendente por los resultados de los dos últimos años, hemos preparado razonablemente la cartera para un momento como el actual, con inversiones en negocios muy defensivos, como ahora veremos. Después de 10 años de mercados alcistas lo que está sucediendo entraba dentro de lo posible.

Veamos a continuación los grandes bloques de la cartera

- Infraestructura de LNG, gas natural licuado, (25% de la cartera). Las cinco compañías generan sus ventas por contratos a muy largo plazo, más de 10 años en media, y con carácter “take or pay”, es decir, me pagas trabajo o no trabajo. Lo esencial aquí son las contrapartidas en esos contratos, y en este caso hablamos de **BP, Shell, Total, Qatar**, petroleras chinas, etc. Todas ellas contrapartes de altísima calidad, aunque evidentemente ello no impide que pueda fallar alguno de los 100 contratos que soportan los beneficios. A **Teekay LNG** hace 5 años le fallaron dos contratos porque la guerra de Yemen afectó a la planta de Total en la zona. Llegó a un acuerdo con Total para que el contrato comenzara cuando la guerra termine y los dos barcos trabajan en el mercado “spot”, siendo mínimas las pérdidas hasta la fecha. Es decir, para que no se obtengan los beneficios esperados tienen que ocurrir dos cosas: que una contraparte falle y que el mercado “spot” esté flojo, dos cosas con una probabilidad muy baja de ocurrir en conjunto. Esto les permite

Carta de Francisco García Paramés
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)
16 marzo 2020

trabajar a nuestras compañías con deuda, pero toda ella a largo plazo y coste fijo y moderado. Son prácticamente las únicas inversiones de la cartera con deuda relevante. Recordemos además que los consumidores fundamentales de LNG son Japón, Corea, China y resto de países asiáticos, que parece que han pasado lo peor de esta crisis sin que se hayan producido consecuencias serias en su consumo de gas. Las estimaciones de crecimiento de LNG en China para 2020 se han reducido desde el 10% hasta el 5/6%, pero todavía con crecimiento claro. Nuestras compañías han presentado resultados en los últimos días (la última **Dynagas** el viernes), confirmando las perspectivas estables de resultados. (Como curiosidad, **Teekay LNG** cotizaba a 1.100m de dólares el 1 de enero y cotiza hoy a 700m de dólares; mientras tanto ha confirmado que este año tendrá un beneficio de 250m... (El conjunto de las 5 compañías de infraestructuras de LNG cotiza a PER 3x). La crisis actual no afectará a su capacidad de generar beneficios. Sin impacto en la valoración como consecuencia de la crisis.

- **CIR** (8%). Caja neta (80% de su valor bursátil) y su negocio base son residencias para mayores. Negocio estable, de crecimiento y al que no le afectan las recesiones. Sin impacto.
- Transporte de petróleo (9%). Claro beneficiario de la situación actual de guerra de precios en el sector. Los fletes han pasado en una semana de 25.000 dólares por día a 200.000 en el día de hoy. Su buen comportamiento bursátil nos permite realizar beneficios e invertir en compañías con grandes caídas. Impacto positivo (por el momento).
- **Aryzta** (6%). A pesar de ser una compañía en reestructuración su actividad es moderadamente estable. Le puede afectar algo una recesión (bajada en hoteles, McDonalds, etc, pero subida en supermercados), pero no de la misma forma que en las que comentamos más arriba. Impacto negativo moderado.
- **Babcock** (4%). Contratos a muy largo plazo en actividad fundamentalmente de defensa. En el mínimo de marzo de 2009 cotizaba a PER 7x, hoy a PER 5x. Sin impacto.
- **Maire Tecnimont** (4%). Caja neta. Contratos a medio plazo en petroquímica, fertilizantes y "energías limpias". PER 5x. Sin impacto.
- Resto de compañías (20%): **Samsung, Danieli, Wilhelmsen, Elecnor, Técnicas Reunidas**, etc. En algunas de ellas puede haber algún impacto moderado, pero la mayoría tienen amplia caja neta y fuertes posiciones de mercado en sus sectores. Impacto neutro o moderadamente negativo.

Estas compañías representan la parte fundamental de la cartera y nos hace estar muy tranquilos respecto a la recuperación de las cotizaciones y a que alcancen su valor. Nuestra cartera estaba cotizando a PER 6/7x cuando empezó el año y ahora lo hace a PER 4/5x, niveles muy cercanos a los mínimos de 2009. Recordemos que el mercado, a pesar de las caídas, todavía cotiza a múltiplos muy superiores a los de nuestra cartera, por lo que hay mucho margen para esa recuperación. Y la recuperación llegará, como siempre lo hace.

También resaltamos que tanto el fruto de la venta de los valores que están teniendo un buen comportamiento (transporte de petróleo y derivados) como de la entrada de inversores, lo estamos invirtiendo en compañías de calidad, buena posición financiera y posibilidad de recuperación a corto plazo después de una fuerte caída. Dadas las caídas generalizadas no es necesario sacrificar calidad invir-

Carta de **Francisco García Paramés**
a los partícipes de **Cobas Asset Management** (COVID-19)
16 marzo 2020

tiendo en valores que pueden generar dudas en un entorno difícil.

Dos últimos comentarios antes de terminar

Desde 1980, año en que China empezó su gran desarrollo económico no ha habido ningún año de recesión global (medida en términos de ppp, paridad en el poder adquisitivo). Repetimos: ninguno. El último año de crecimiento inferior al 2% fue 2009. Con ello queremos resaltar que no es fácil entrar en recesión global. No sabemos si 2020 será la primera vez, pero la aparente normalización que se va dando en China nos hace ser razonablemente optimistas.

Por último, insistir en que el valor de nuestras inversiones o negocios no depende de que nuestro vecino o socio venda una participación a un precio cualquiera. Puede hacerlo por necesidad, por ignorancia, por pánico, por compras/ventas automáticas realizadas por máquinas o porque en el mercado bursátil la mitad de la inversión se realiza en fondos pasivos, sin pensar. Esto no afecta nuestras valoraciones, que únicamente y siempre dependen de la capacidad de generar beneficios del negocio o la empresa. Hoy hemos repasado brevemente la capacidad de los nuestros a la luz de los últimos sucesos, lo que nos da mucha tranquilidad.

Esta es la situación y nuestra mejor interpretación de ella a día de hoy. El equipo de **Relación con Inversores de Cobas Asset Management** aclarará cualquier duda que pueda surgir.

A partir de ahora nos comprometemos a seguir informando conforme se vayan produciendo acontecimientos que nos permitan evaluar mejor sus efectos.

Un cordial saludo,



Francisco García Paramés