

Informe Primer Semestre 2020

Cobas

SELECCIÓN FI

Cobas Selección FI

Nº Registro CNMV
5075

Fecha de registro
14/10/2016

Gestora
COBAS ASSET
MANAGEMENT, SGIIC,
S.A.

Depositario
BANCO INVERSIS, S.A.

Auditor
DELOITTE, S.L.

Grupo Depositario
BANCA MARCH

Rating Depositario
ND

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.cobasam.com.

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en la dirección José Abascal, 45, 3ª 28003 - Madrid. Teléfono: +34900151530. Correo Electrónico: info@cobasam.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

1 Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

→ **Tipo de fondo:** Otros

→ **Vocación inversora:** Renta Variable Internacional

→ **Perfil de Riesgo:**

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Descripción general

Política de inversión: El objetivo de gestión es obtener una rentabilidad satisfactoria y sostenida en el tiempo, aplicando una filosofía de inversión en valor, seleccionando activos infravalorados por el mercado, con alto potencial de revalorización.

Al menos un 80% de la exposición total se invertirá en renta variable de cualquier capitalización y sector, principalmente de emisores/mercados de la OCDE, pudiendo invertir hasta un 40% de la exposición total en emisores/mercados de países emergentes.

La exposición al riesgo divisa será del 0-100% de la exposición total.

El resto de la exposición total se invertirá en renta fija principalmente pública aunque también privada (inclu-

yendo instrumentos de mercado monetario cotizados o no, líquidos) de emisores/mercados de la zona Euro, en emisiones con calificación crediticia igual o superior a la que tenga el Reino de España en cada momento. Para emisiones no calificadas se tendrá en cuenta la calificación del propio emisor. La duración media de la cartera de renta fija será inferior a 18 meses.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Unión Europea, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España.

La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice MSCI Europe Total Return Net.

Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso.

Una información más detallada sobre la política de inversión del Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación

EUR

2 Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2020	2019
Índice de rotación de la cartera	0,28	0,36	0,28	0,77
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,00	-0,09	0,00	-0,12

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles.

2.1.b) Datos generales.

Quando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de Participaciones	8.582.242,78	8.803.166,79
Nº de Partícipes	13.411	13.656
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00
Inversión mínima (EUR)	100	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del periodo (EUR)
Periodo del informe	461.433	53,7660
2019	765.661	86,9756
2018	728.795	77,4610
2017	949.838	110,0505

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio.

Fecha	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/ patrimonio	s/ resultados	Total	s/ patrimonio	s/ resultados	Total		
Comisión de gestión	0,87	0,00	0,87	0,87	0,00	0,87	patrimonio	
Comisión de depositario			0,01			0,01	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	Año t-5
Rentabilidad IIC	-38,18	8,37	-42,96	14,97	-5,67	12,28	-29,61	10,26	

Rentabilidades extremas ¹	Trimestre actual		Último año		Últimos 3 años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-6,62	11-06-2020	-11,46	12-03-2020	-3,28	06-12-2018
Rentabilidad máxima (%)	6,12	05-06-2020	8,81	24-03-2020	3,01	11-10-2019

1. Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora.

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es diaria.

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el periodo.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	Año t-5
Volatilidad² de:									
Valor liquidativo	45,04	37,33	50,93	14,87	17,05	15,34	14,63	9,00	
Ibex-35	41,90	31,93	49,79	12,80	13,19	12,29	13,57	12,89	
Letra Tesoro 1 año	0,65	0,83	0,55	0,36	1,35	0,86	0,66	0,56	
MSCI Europe Total Return Net	36,02	26,77	43,18	11,50	12,13	11,17	12,47	8,30	
VaR histórico del valor liquidativo³	18,04	18,04	18,42	10,83	11,10	10,83	10,08	5,11	

2. Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los periodos con política de inversión homogénea.

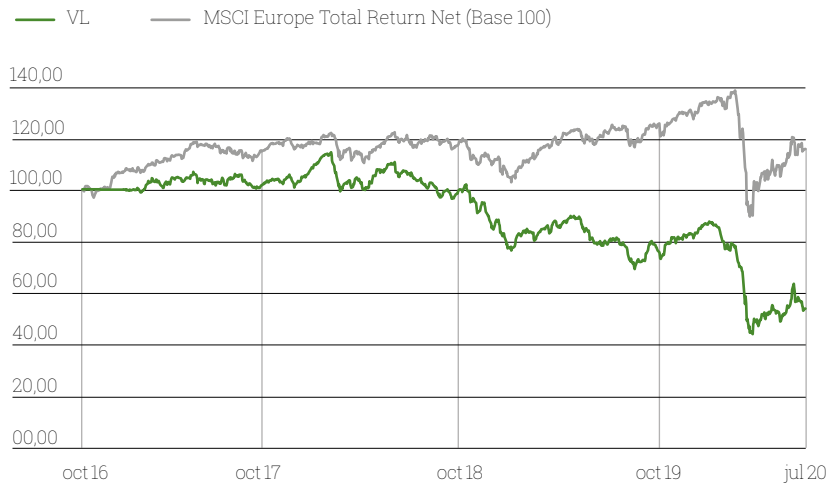
3. VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	Año t-5
Ratio total de gastos⁴	0,88	0,44	0,44	0,45	0,45	1,78	1,78	1,78	

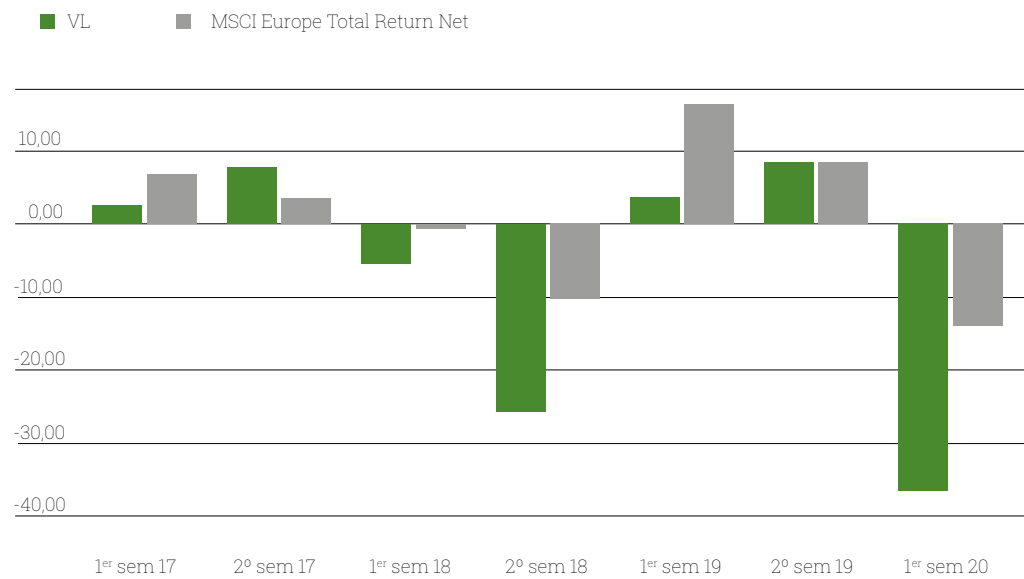
4. Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes*	Rentabilidad Semestral media**
Renta Fija Euro	0	0	0,00
Renta Fija Internacional	0	0	0,00
Renta Fija Mixta Euro	15.638	366	-8,31
Renta Fija Mixta Internacional	0	0	0,00
Renta Variable Mixta Euro	0	0	0,00
Renta Variable Mixta Internacional	0	0	0,00
Renta Variable Euro	36.854	2.063	-33,57
Renta Variable Internacional	872.625	22.938	-38,20
IIC de Gestión Pasiva	0	0	0,00
Garantizado de Rendimiento Fijo	0	0	0,00
Garantizado de Rendimiento Variable	0	0	0,00
De Garantía Parcial	0	0	0,00
Retorno Absoluto	0	0	0,00
Global	0	0	0,00
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo Variable	0	0	0,00
FMM a Corto Plazo de Valor Liq Constante de Deuda Pública Variable	0	0	0,00
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo de Baja Volatilidad	0	0	0,00
FMM Estándar de Valor Liquidativo Variable	0	0	0,00
Renta Fija Euro Corto Plazo	0	0	0,00
IIC que Replica un Índice	0	0	0,00
IIC con Objetivo Concreto de Rentabilidad No Garantizado	0	0	0,00
Total fondos	925.116	25.367	-37,51

*Medias.

**Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio de cada FI en el periodo

2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	446.311	96,72	745.346	97,35
* Cartera interior	31.880	6,91	48.766	6,37
* Cartera exterior	414.431	89,81	696.579	90,98
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	7.090	1,54	8.032	1,05
(+/-) RESTO	8.031	1,74	12.283	1,60
TOTAL PATRIMONIO	461.433	100,00 %	765.661	100,00 %

Notas: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.
Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del periodo actual	Variación del periodo anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	765.661	739.793	765.661	
(+/-) Suscripciones/Reembolsos (neto)	-3,95	-4,71	-3,95	-36,65
(-) Beneficios Brutos Distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-) Rendimientos Netos	-52,83	8,36	-52,83	-577,45
(+) Rendimientos de Gestión	-51,87	9,29	-51,87	-521,53
(+) Intereses	0,00	0,00	0,00	-100,00
(+) Dividendos	0,82	1,20	0,82	-48,69
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	-52,16	8,85	-52,16	-545,05
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,47	-0,70	-0,47	-48,82
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-) Otros Resultados	-0,05	-0,06	-0,05	-33,67
(+/-) Otros Rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos Repercutidos	-0,97	-0,94	-0,97	-22,41
(-) Comisión de gestión	-0,87	-0,88	-0,87	-25,57
(-) Comisión de depositario	-0,01	-0,01	-0,01	-25,56
(-) Gastos por servicios exteriores	0,00	0,00	0,00	-1,25
(-) Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	-21,11
(-) Otros gastos repercutidos	-0,08	-0,04	-0,08	42,77
(+) Ingresos	0,01	0,00	0,01	14,75
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,01	0,00	0,01	14,75
(+) Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
(+) Otros Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	461.433	765.661	461.433	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

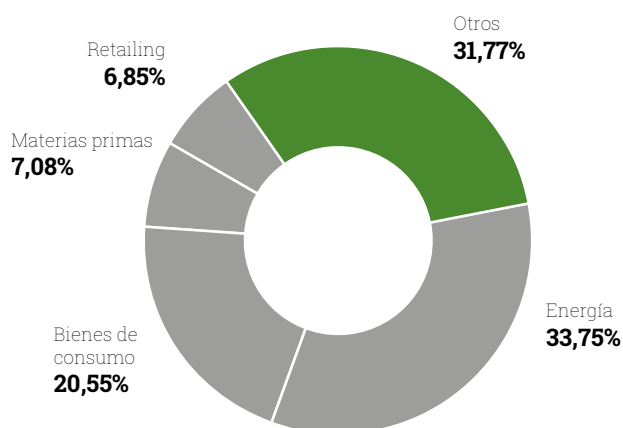
Descripción de la inversión y emisor (Total)	Período actual		Período anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA	31.880	6,90	48.766	6,37
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	31.880	6,90	48.766	6,37
TOTAL IIC	0	0,00	0	0,00
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	31.880	6,90	48.766	6,37
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA	414.498	89,81	696.134	90,94
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	414.498	89,81	696.134	90,94
TOTAL IIC	0	0,00	0	0,00
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	414.498	89,81	696.134	90,94
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	446.378	96,71	744.901	97,31

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

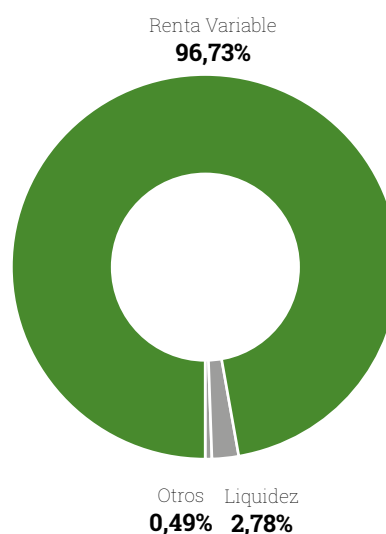
Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total

Distribución por sectores



Distribución Tipo Activo



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
Dólar USA	C/ Futuro Dolar Euro FX CME Sep20	127.256	Cobertura
Total subyacente tipo de cambio		127256	
TOTAL OBLIGACIONES		127256	

4. Hechos relevantes

	SÍ	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		•
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		•
c. Reembolso de patrimonio significativo		•
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		•
e. Sustitución de la sociedad gestora		•
f. Sustitución de la entidad depositaria		•
g. Cambio de control de la sociedad gestora		•
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		•
i. Autorización del proceso de fusión		•
j. Otros hechos relevantes		•

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable.

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SÍ	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)		•
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		•
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		•
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		•
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		•
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra una entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		•
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		•
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		•

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

No aplicable.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable.

9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACION DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

a. Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados.

Ha sido un primer semestre de ida y vuelta. Hemos visto simultáneamente el mayor descenso y repunte de los diez últimos mercados bajistas. Los mercados han recuperado con demasiado optimismo pese a que continuamos con mucha incertidumbre y poca visibilidad.

Las progresivas reaperturas de las economías han sido un claro factor positivo a lo largo del semestre, descontando el mercado en muchos escenarios que lo peor de la pandemia ha pasado. Parece haber bastante confianza en la suposición de que la recuperación será bastante rápida.

Por otro lado, las políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias que inundan el mercado de liquidez, junto con una expansión de la política fiscal sin precedentes, han provocado una recuperación muy rápida desde mínimos, sobre todo en caso de Estados Unidos.

Seguimos viendo como muchos valores continúan reaccionando de manera exagerada a factores que realmente poco tienen que ver con sus fundamentales o con sus perspectivas a largo plazo. Esto ha provocado que la diferencia entre los precios de los activos y las valoraciones se mantengan cerca de máximos históricos.

Esta propensión a premiar acciones porque están en una tendencia alcista y sesgar las inversiones en una visión cortoplacista, fomenta el comportamiento irracional del mercado y pone de manifiesto que se sigue sin priorizar los fundamentales, derivando a menudo en un mayor nivel de riesgo.

b. Decisiones generales de inversión adoptadas.

Durante el semestre la composición de la cartera de **Cobas Selección** no ha variado significativamente. Las cotizaciones de nuestras principales posiciones defensivas (**Teekay**, **Golar LNG**, **CIR** y **Babcock**) han cotizado como si fuesen cíclicas y, por consiguiente, no ha resultado aconsejable rotar las carteras. A continuación, ofrecemos un mayor detalle acerca de ello.

La tesis de inversión en **Teekay LNG** (5,0% de la cartera), dedicada al transporte marítimo de gas natural licuado mediante contratos a largo plazo, la hemos explicado en multitud de ocasiones desde que comenzó en 2017. En los últimos meses el progreso en la ejecución de la compañía ha sido notable y totalmente según lo planeado. Los principales avances han sido: i) finalización del programa de crecimiento, que aumentaba el tamaño de la compañía en aproximadamente un 60%, todo con contratos a muy largo plazo; ii) comienzo del repago acelerado de deuda gracias al incremento substancial de la generación de caja una vez concluida la fase de crecimiento; iii) el incremento del dividendo trimestral desde \$0,14 por acción al \$0,19 en mayo de 2019 (+35% de subida), y más recientemente a \$0,25 por acción en mayo de 2020 (+31% de subida), es decir, una subida acumulada de dividendo del 78% en poco más de un año; y iv) la simplificación de la estructura societaria con la reciente eliminación de los "IDRs" (mecanismo de remuneración asimétrico a favor de la matriz, que no estaba bien considerado por el mercado).

Así pues, **Teekay LNG** es hoy en día una compañía muy diferente en comparación a tres años atrás, aunque el mercado aún no lo ha reflejado en la valoración. Recordemos además que **Teekay LNG** es una compañía muy distinta del resto de alternativas cotizadas, ya que sus contratos a largo plazo, protegidos en volumen y precio, no sufren el impacto del Covid-19 en modo alguno. Mientras muchas empresas en el mercado recortan o suspenden dividendos, **Teekay LNG** tiene la visibilidad y la confianza para seguir aumentándolos, al tiempo que reduce su deuda. Actualmente su rentabilidad por dividendo es del 9% con un PER de 4x.

Respecto a **Teekay Corp** (2,6%), la matriz de **Teekay LNG**, también la tesis de inversión ha progresado materialmente, no sólo por todo lo que le afecta su participación en **Teekay LNG** (42% tras la conversión de los IDRs en acciones), sino también por la desinversión progresiva de sus plataformas FPSO, así como muy significativamente la mejora en el balance de su participada **Teekay Tankers**. Esta última se ha beneficiado de la extraordinaria mejora en las tasas diarias de flete.

Nuestra tesis de inversión en tanqueros de crudo (aplicable también para nuestra inversión en **International Seaways**) contemplaba una mejora desde los niveles tan deprimidos de los últimos años, pero los niveles alcanzados durante los últimos tres trimestres han sido extremadamente buenos, lo que les ha permitido reducir su deuda más de un 20% en el primer semestre del año. Este desapalancamiento acelerado está ocurriendo en todo el sector marítimo, que por ahora se mantiene muy disciplinado (no ordenan nuevos barcos), lo cual presagia un buen negocio en los próximos años, como esperábamos en nuestra tesis original. Aun así, el sector sigue cotizando por debajo del valor de liquidación.

Respecto a **Golar LNG** (6,7%), la tesis posiblemente también es familiar, pero es aún una compañía relativamente compleja que tal vez vale la pena recordar, con 3 bloques principales como fuentes de valor: i) licuefacción flotante FLNG (contratos a largo plazo), ii) transporte marítimo de LNG y iii) comercialización de LNG (contratos a largo plazo), hoy en día en Brasil. Dados estos bloques, **Golar LNG** participa en la cadena de valor del LNG, la energía de transición hacia un futuro de emisiones reducidas, de manera diversificada. Esto la protege ante variaciones en sus fuentes de valor: cuando el bajo precio de LNG desincentiva nuevos proyectos de licuefacción, a su vez favorece la comercialización, y viceversa.

Golar LNG también ha logrado progresos materiales en algunos de sus frentes a lo largo de los últimos meses, a pesar del Covid-19: i) comienzo de Sergipe en Brasil, la central térmica más grande de Latinoamérica, con la generación de FCF que ello conlleva; ii) firma de contrato exclusivo con Petrobras Distribuidora para venta de LNG en gasolineras; iii) progreso de otros proyectos de LNG en Brasil (Barcarena, Suape...).

Sin embargo, el Covid-19 ha retrasado el progreso de algunos proyectos de FLNG. Estos retrasos no afectan al negocio corriente, sino más bien a la generación de valor adicional en el futuro. En cualquier caso, **Golar LNG** es hoy una compañía mucho más rica y con menos incertidumbres que hace dos años cuando comenzó nuestra inversión. Su visión ya es tangible, con FCF fluyendo más y más fuerte cada trimestre, y el crecimiento de EBITDA,

de acuerdo con lo planeado, es evidente y sostenible. El mercado sin embargo no sólo no reconoce la mejora, sino que la valora a mayor descuento que entonces. Las mayores preocupaciones siguen siendo la complejidad (algo en lo que **Golar LNG** está trabajando para mejorar) y la disponibilidad de liquidez para financiar el crecimiento (proyecto Gimi). No obstante, la compañía ha demostrado su gran capacidad de ejecución y sus planes de crecimiento son muy atractivos.

Nuestras compañías de infraestructuras de gas natural (**Teekay, Golar LNG, Hoegh, Exmar y Dynagas**) están respaldadas por cerca de 100 contratos a largo plazo. A pesar del Covid-19, sólo dos de ellos se han comportado de manera distinta a lo previsto. Uno se ha retrasado, como comentamos en la carta del primer trimestre y en otro (en **Exmar**) se ha declarado un impago por parte de YPF, una de nuestras contrapartes más débiles. Incluso en estos dos contratos estimamos que el impacto será limitado. Esto refleja la robustez de estos contratos, que no se están renegociando a pesar de la significativa caída en el precio del gas. Un buen ejemplo de su calidad lo tenemos en **Dynagas LNG**, que ha conseguido refinanciarse al 3,5% a pesar de ser la compañía más endeudada de nuestras carteras. Como reacción, su cotización subió de \$1 a más de \$3 por acción en el semestre.

CIR (6,6%) es una de nuestras principales posiciones porque cerca del 70% de su capitalización la tienen en la caja y porque su principal activo, **KOS**, residencias geriátricas y hospitales de rehabilitación en el norte de Italia, está en un sector donde las perspectivas son favorables.

Tras un primer impacto negativo del Covid-19, la situación en las residencias ya parece estar controlada, poco a poco el número de casos activos de Covid-19 es cada vez menor, y ya se están readmitiendo nuevos pacientes. Esto último demuestra la resiliencia del sector, debido a que la pirámide poblacional en Europa se está invirtiendo cada vez más y que el servicio que presta **KOS** es básico y muy necesario, ahora y en el futuro. A modo de ejemplo, por poner unos números sencillos, en España hay aproximadamente 3 millones de personas mayores de 80 años, sólo hay 373 mil camas en residencias y el déficit se estima en alrededor de 70 mil camas. Esta situación es parecida en toda Europa.

Por otro lado, esta pandemia ha demostrado el acierto del equipo gestor en la diversificación acometida el año pasado entrando en Alemania, país donde apenas han tenido casos por coronavirus y su virulencia ha sido mucho menor. Nadie podría haber imaginado una tormenta perfecta como la que ha vivido **KOS**: un virus que ataque a su paciente objetivo y en la zona geográfica donde tiene la mayoría de sus operaciones.

De cara al futuro creemos que las residencias tendrán que asumir algunos costes adicionales y habrá operadores pequeños que no podrán asumir dichos costes debido a su tamaño. Pensamos que esta situación acelerará la concentración del sector (a precios más razonables) y **KOS** será una de las compañías que lidere esta concentración.

Mientras tanto, el precio de las acciones de **CIR** apenas ha rebotado desde mínimos, a diferencia de lo sucedido con las acciones de **Orpea** o **Korian**, sus principales competidores, que han rebotado desde mínimos un ~40% y ~20% respectivamente. Estas compañías cotizan a múl-

tiplos más altos en comparación con nuestra valoración de **KOS**.

Naturalmente el 2020 será un año difícil para **KOS** y el sector, pero somos optimistas para 2021 y en adelante. De nuevo, un buen negocio, bien gestionado, que cotiza a precios muy atractivos por un problema claramente temporal.

Babcock International (3,5%), el segundo mayor proveedor de servicios de defensa del Reino Unido y líder en servicios de emergencias mediante aeronaves en Europa Occidental, Canadá y Australia, es una empresa con ventajas competitivas claras (activos únicos, costes de cambio, economías de escala) y poco cíclica (con el 80% de los contratos a largo plazo), que se ha visto afectada en 2020 por los parones obligatorios impuestos por los gobiernos.

En emergencias, al pedir los gobiernos a sus ciudadanos que no salieran de sus casas, el número de accidentes se ha reducido y el uso de servicios de salvamento, rescate y sanitarios ha disminuido. En consecuencia, los márgenes se verán mermados este año porque han tenido que seguir costeando los alquileres de los helicópteros. Afortunadamente, por contrato reciben una compensación por capacidad instalada y no se destruirá valor. Por otro lado, en los servicios de defensa, parte del entrenamiento militar se ha pospuesto y en los servicios de mantenimiento de activos militares la productividad ha disminuido. Esto tendrá un impacto en los ahorros que tradicionalmente Babcock consigue al Ministerio de Defensa británico y, por tanto, los márgenes se verán reducidos también en este negocio este año.

De nuevo, lo importante aquí es discernir que no son negocios cíclicos, aunque como resultado de las cuarentenas pueda parecerlo a primera vista. El mercado está reaccionando exageradamente a problemas temporales que claramente no afectan a su negocio a medio plazo: seguirá habiendo accidentes y habrá que seguir manteniendo a las fuerzas armadas.

Así, mientras que nuestra valoración disminuye un 10%, la cotización de **Babcock** ha caído un 50% este año, desde niveles ya baratos. Actualmente, las empresas con negocios comparables a los de **Babcock**, que a nuestro juicio no están caras, cotizan a múltiplos entre dos y tres veces superiores. Pensamos que la cotización de **Babcock** debería más que triplicar en los próximos años.

Podemos concluir, por tanto, que dado el buen comportamiento empresarial de los negocios más estables y el carácter no recurrente de los impactos negativos que se han producido como consecuencia del coronavirus, y dado que estos hechos no han sido reflejados apropiadamente en las cotizaciones, no ha resultado conveniente sustituir las compañías que tenemos por las nuevas ideas ya preparadas para incorporarse en la cartera internacional.

c. Índice de referencia.

La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice MSCI Europe Total Return Net, a efectos meramente comparativos.

Durante el primer semestre de 2020, el índice, MSCI Europe Total Return Net ha obtenido una rentabilidad negativa del -12,8%. Desde que el fondo comenzó a invertir

en renta variable, ha obtenido una rentabilidad del 15,7%.

d. Evolución del Patrimonio, partícipes, rentabilidad y gastos de la IIC.

La evolución del patrimonio durante el semestre ha sido negativa, pasando de 765.661 miles de EUR a cierre de 2019, a 461.432 miles de EUR a cierre de este primer semestre de 2020.

Por su parte, el número de partícipes ha disminuido desde los 13.656 partícipes a cierre de 2019, a 13.411 partícipes a cierre de este primer semestre de 2020. En lo relativo a la rentabilidad, durante el primer semestre de 2020, la cartera ha obtenido una rentabilidad negativa del -38,2%. Desde que el fondo **Cobas Selección FI** comenzó a invertir en renta variable, ha obtenido una rentabilidad del -46,2%.

En lo relativo a la rentabilidad media de la liquidez, durante el primer semestre de 2020, la cartera ha obtenido una rentabilidad del 0,0%.

El ratio de gastos sobre el patrimonio medio ha sido el siguiente: en el semestre el 0,88%, y acumulado en el año el 0,88%. En este ratio está incluida la comisión de gestión, la comisión de depósito y otros gastos de gestión corriente. La gestora del FI no recibe comisiones ni ingresos de otras sociedades del grupo.

e. Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora.

Durante el primer semestre de 2019, la cartera ha obtenido una rentabilidad negativa del -38,2%, frente a la rentabilidad del resto de IICs gestionadas, que se detalla a continuación:

Cobas Selección FI 1^{er} Semestre 2020: -38,2%; desde inicio: -46,2%.

Cobas Renta FI 1^{er} Semestre 2020: -8,3%; desde inicio: -11,4%.

Cobas Grandes Compañías FI 1^{er} Semestre 2020: -36,5%; desde inicio: -48,5%.

Cobas Internacional FI 1^{er} Semestre 2020: -38,3%; desde inicio: -49,3%.

Cobas Iberia FI 1^{er} Semestre 2020: -33,6%; desde inicio: -33,0%.

Cobas Concentrados FIL 1^{er} Semestre 2020: -40,7%; desde inicio: -59,3%.

Rentabilidades pasadas en ningún caso garantizan rentabilidades futuras.

2. INFORMACION SOBRE LAS INVERSIONES.

a. Inversiones concretas realizadas durante el periodo.

Durante el primer semestre hemos hecho pocos cambios en la **Cartera Internacional**. Hemos salido por completo de cuatro compañías (**KT Corporation**, **Valaris**, **Bankia** y **Petra Diamonds**) que tenían en conjunto un peso que no llegaba al 1% y hemos entrado en **Golar LNG Partners**, una subsidiaria de **Golar LNG Limited**, con un peso menor al 1%.

b. Operativa de préstamo de valores.

No aplicable

c. Operativa en derivados y adquisición temporal de activos.

Durante el periodo sólo se han realizado operaciones en derivados con fines de cobertura de la posición mantenida en divisa. En detalle, la operativa realizada en derivados ha ido enfocada a cubrir la posición que se mantiene en USD a través de renta variable cotizada. La posición se ha cubierto en su totalidad, a la divisa del fondo, euros, a través de futuros sobre el euro/USD.

Para el cumplimiento del límite de exposición total de riesgo de mercado asociado a instrumentos financieros derivados se aplica la metodología del compromiso, desarrollada en la sección 1^a del Capítulo II de la Circular 6/2010 de la CNMV.

d. Otra información sobre inversiones.

Las mayores contribuciones positivas al resultado de la cartera durante este primer semestre de 2020 han sido: **Dynagas LNG** (+0,5%), **CIR** (+0,2%) y **G-III Apparel** (+0,2%) que se han visto compensadas por la contribución negativa de **Aryzta** (-5,1%), **Golar LNG** (-3,9%) y **Babcock** (-2,2%).

En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el semestre, manteniéndose una alta exposición fuera de Europa y de la zona Euro.

En la IIC no hay activos en situación morosa dudosa o en litigio y no existen activos que pertenezcan al artículo 48.1 j) del RD 1082/2012.

3. EVOLUCION DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD.

No aplicable

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO.

En el semestre, la volatilidad del fondo ha sido del 45,04%, superior a la del índice de referencia que ha sido de un 36,02%. El VaR histórico acumulado en el año alcanzó un 18,04%.

5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS.

La política de **Cobas Asset Management, SGIIC, S.A.** en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores en cartera de sus IIC garantiza el adecuado seguimiento de los distintos hechos empresariales, tanto en España como en terceros Estados, su adecuación a los objetivos y a la política de inversión de cada IIC y, también, que las eventuales situaciones de conflicto de interés sean gestionadas adecuadamente. **Cobas Asset Management, SGIIC, S.A.** ejerce los derechos de asistencia y voto o delega los mismos en el Consejo de Administración de la Sociedad en las Juntas Generales de Accionistas de todas las Sociedades españolas en las que sus IIC bajo gestión tienen participación con una antigüedad superior a 12 meses y al 1% del capital social de la Sociedad participada y, también en aquellos otros casos que se considera por el Departamento de Inversiones conveniente para las IIC gestionadas.

Durante el ejercicio 2020 la Sociedad ha delegado el voto en el Consejo de Administración de todos los emisores españoles en cartera.

En cuanto a los emisores extranjeros, hay que indicar que la Sociedad ha ejercido el voto en las Juntas Generales de Accionistas, a favor de las propuestas del Consejo de Administración de las siguientes compañías: **Exmar**, **Atalaya Mining PLC**, **Kosmos Energy LT**, **International Seaways INC**, **OVS** y **Matas A/S**

6. INFORMACION Y ADVERTENCIAS CNMV.

No aplicable

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS.

No aplicable

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANALISIS.

El fondo no soporta gastos derivados del servicio de análisis, siendo estos asumidos por la Sociedad Gestora.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS).

No aplicable

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACION PREVISIBLE DEL FONDO.

En resumen y como decíamos anteriormente, tenemos mucha confianza en lo que nos deparará el futuro. Esto se debe a que tenemos unas carteras de calidad cotizando a múltiplos muy bajos que además deberían beneficiarse de la recuperación general de las compañías de Valor.

El valor objetivo de la cartera, 169€/participación, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un potencial

de revalorización del 215%. Nuestro trabajo es seguir incrementando el valor de la cartera en el tiempo y esperar a que este valor se termine reflejando en su valor liquidativo.

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.

Obviamente, como consecuencia de este potencial, estamos invertidos al 98%, máximo legal permitido.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2020 estimado de 5,5x y un ROCE del 26%.

En base a la filosofía de inversión de la SGIIC, conocida como Inversión en Valor, basada en la selección individual de compañías, no estamos a disposición de ofrecer perspectivas de mercado a futuro, ni tampoco detalle sobre la actuación previsible del fondo.

10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado*	%	Valor de mercado*	%
ACCIONES Bankia	EUR	0	0,00	3.621	0,47
ACCIONES Quabit Inmobiliaria	EUR	1.184	0,26	6.223	0,81
ACCIONES Vocento	EUR	4.814	1,04	8.188	1,07
ACCIONES Unicaja	EUR	0	0,00	284	0,04
ACCIONES Elecnor SA	EUR	10.257	2,22	11.218	1,47
ACCIONES Técnicas Reunidas SA	EUR	6.605	1,43	9.875	1,29
ACCIONES Sacyr Vallehermoso	EUR	2.389	0,52		
ACCIONES Prosegur Cash	EUR	1.988	0,43	3.844	0,50
ACCIONES Prosegur Comp Segur	EUR	1.805	0,39		
ACCIONES Melia Hotels Intern.	EUR	2.837	0,61	5.514	0,72
TOTAL RV COTIZADA		31.879	6,90	48.767	6,37
TOTAL RENTA VARIABLE		31.879	6,90	48.767	6,37
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		31.879	6,90	48.767	6,37
ACCIONES Exmar Nv	EUR	5.151	1,12	11.876	1,55
ACCIONES Euronav NV	EUR	0	0,00	3.399	0,44
ACCIONES Hoegh LNG Holdings L	NOK	5.664	1,23	16.373	2,14
ACCIONES Petra Diamonds LTD	GBP	0	0,00	4.224	0,55
ACCIONES Golar LNG LTD	USD	31.218	6,77	49.912	6,52
ACCIONES Aryzta AG	CHF	17.795	3,86	55.302	7,22
ACCIONES Atalaya Mining PLC	GBP	7.871	1,71	9.864	1,29
ACCIONES BMW - Bayerische Mot	EUR	3.928	0,85	6.747	0,88
ACCIONES Porsche AG	EUR	8.409	1,82	12.792	1,67
ACCIONES Renault	EUR	10.741	2,33	18.140	2,37
ACCIONES Babcock Intl Group	GBP	16.111	3,49	30.224	3,95
ACCIONES Petrofac Limited	GBP	7.255	1,57	13.875	1,81
ACCIONES Dixons Carphone Plc	GBP	16.455	3,57	30.032	3,92
ACCIONES Israel Chemicals Ltd	ILS	4.540	0,98	7.009	0,92
ACCIONES Cofide	EUR	2.184	0,47	2.025	0,26
ACCIONES DanieCo	EUR	779	0,17	2.508	0,33
ACCIONES CIR-Compagnie Industriali Riunite	EUR	0	0,00	33.138	4,33
ACCIONES Sol SPA	EUR	7.994	1,73	6.565	0,86
ACCIONES Daiwa Industries LTD	JPY	8.327	1,80	13.140	1,72
ACCIONES Amorepacific Group	KRW	4.047	0,88	5.811	0,76
ACCIONES LG Corp Pref	KRW	2.967	0,64	3.373	0,44

(*) Miles de €. Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.
Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado*	%	Valor de mercado*	%
ACCIONES Hyundai Motor Co	KRW	5.213	1,13	10.123	1,32
ACCIONES Samsung Electronics	KRW	2.043	0,44	4.887	0,64
ACCIONES GS Home Shopping Inc	KRW	3.726	0,81	6.562	0,86
ACCIONES KT Corp	KRW	0	0,00	3.278	0,43
ACCIONES Hyundai Home Shop	KRW	1.295	0,28	1.962	0,26
ACCIONES NS Shopping CO LTD	KRW	2.030	0,44	4.390	0,57
ACCIONES WilhASA	NOK	7.979	1,73	9.440	1,23
ACCIONES WilhASA	NOK	6.258	1,36	10.026	1,31
ACCIONES Semapa Soc. Investim	EUR	4.433	0,96	8.049	1,05
ACCIONES Sonae SGPS	EUR	1.884	0,41	2.936	0,38
ACCIONES Catcher Technology CO LTD	TWD	0	0,00	2.110	0,28
ACCIONES GIIIApp	USD	4.933	1,07	2.954	0,39
ACCIONES International Seaway	USD	16.344	3,54	44.964	5,87
ACCIONES Teekay LNG Partners	USD	23.138	5,01	36.901	4,82
ACCIONES Teekay Corp.	USD	11.984	2,60	30.092	3,93
ACCIONES OCI NV	EUR	7.813	1,69	8.698	1,14
ACCIONES Mylan NV	USD	5.326	1,15	9.216	1,20
ACCIONES Kongsberg Gr ASA	NOK	0	0,00	3.568	0,47
ACCIONES Dynagas Lng Partners	USD	5.576	1,21	3.349	0,44
ACCIONES DanieCo	EUR	13.330	2,89	18.854	2,46
ACCIONES LG Electronics -Pref	KRW	5.256	1,14	6.507	0,85
ACCIONES Matas A/S	DKK	5.643	1,22	6.737	0,88
ACCIONES Samsung C&T Corp	KRW	7.009	1,52	12.305	1,61
ACCIONES OVS SPA	EUR	5.878	1,27	10.955	1,43
ACCIONES Maire Tecnimont SPA	EUR	9.140	1,98	8.183	1,07
ACCIONES Subsea 7 S.A.	NOK	8.347	1,81	10.778	1,41
ACCIONES Cairn Energy PLC	GBP	8.093	1,75	8.833	1,15
ACCIONES Spire Healthcare	GBP	2.853	0,62	4.155	0,54
ACCIONES Saipem SPA	EUR	4.676	1,01	8.093	1,06
ACCIONES Kosmos Energy LTD	USD	10.744	2,33	7.254	0,95
ACCIONES Cofide	EUR	30.611	6,63	7.641	1,00
ACCIONES Maire Tecnimont SPA	EUR	7.851	1,70	11.292	1,47
ACCIONES Valaris PLC	USD	0	0,00	12.411	1,62
ACCIONES Internat Petroleum	SEK	4.543	0,98	6.891	0,9
ACCIONES Diamond S Shipping	USD	2.977	0,65	7.625	1,00
ACCIONES TI Fluid Systems PLC	GBP	2.835	0,61	3.663	0,48

(*)Miles de €. Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado*	%	Valor de mercado*	%
ACCIONES Amorepacific Group	KRW	0	0,00	671	0,09
ACCIONES Owens-Illinois Inc.	USD	0	0,00	3.454	0,45
ACCIONES FNAC	EUR	2.480	0,54	0	0,00
ACCIONES Affil Managers	USD	7.404	1,60	0	0,00
ACCIONES Golar LNG Partners	USD	3.416	0,74	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA		414.497	89,81	696.136	90,94
TOTAL RENTA VARIABLE		414.497	89,81	696.136	90,94
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		414.497	89,81	696.136	90,94
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		446.376	96,71	744.903	97,31

(*)Miles de €. Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.
Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

11. Información sobre la política de remuneración

No aplica en este informe

12. Información sobre las operaciones de financiación de valores. Reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (reglamento UE 2015/2365)

Durante el período no se han realizado operaciones de adquisición temporal de activos (operaciones de simultáneas).

c o b a s
a s s e t m a n a g e m e n t

José Abascal, 45. Tercera planta
28003 Madrid (España)
T 900 15 15 30

info@cobasam.com
www.cobasam.com

Empresa



Certificada

Esta empresa cumple con
los más altos estándares de
impacto social y ambiental

