

INFORME DE GESTIÓN

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

Comienza un 2021 positivo para los mercados financieros, especialmente para las bolsas. En la Eurozona casi todos los principales índices bursátiles finalizan el periodo con revalorizaciones que rondan de media el 6,5% y en niveles muy cercanos sus niveles pre-pandemia, quedando Estados Unidos por detrás, especialmente el índice Nasdaq. El primer trimestre del año ha estado dominado por el aumento de los rendimientos de los bonos. Los dos motivos clave de este desempeño han sido la victoria demócrata en Georgia a principios de año, allanando el camino para un estímulo fiscal masivo en los EE. UU. y el éxito del lanzamiento de las vacunas y mejora de las perspectivas de recuperación económica que deriven en repuntes de inflación. La venta masiva de bonos soberanos no se ha limitado a Estados Unidos, sus homólogos europeos también se han visto contagiados y están perdiendo terreno.

El aumento de los rendimientos de los bonos se ha correlacionado estrechamente con un rendimiento inferior significativo de las acciones con valoraciones excesivas, y ha prolongado la rotación de activos iniciada en la segunda mitad del año pasado. Nos hemos beneficiado de esta continuación de la rotación a favor del value las compañías cíclicas y las compañías de pequeña y mediana capitalización. Parece que el mercado, descontando un escenario post pandemia empieza a darle importancia a las valoraciones. La tendencia alcista de las cotizaciones de las materias primas también ha tenido un impacto positivo en las carteras, reflejo del buen comportamiento que han tenido las compañías con más sensibilidad al precio de estas.

Los inversores han estado justificando las valoraciones de muchas empresas de rápido crecimiento con tipos de interés bajísimos, que han hecho que las perspectivas de beneficios lejanos hayan sido más atractivas de lo que serían si las tasas de interés fueran más altas. Ahora, el aumento de las tasas de descuento puede provocar que las acciones de crecimiento parezcan menos atractivas y que las acciones de valor lo sean más, al menos en términos relativos.

Decisiones generales de inversión adoptadas.

De nuevo un trimestre positivo en la evolución del valor liquidativo de nuestros fondos, (+20% en la Cartera Internacional y +18% en la Cartera Ibérica) continuando la buena marcha iniciada el 1 de noviembre con la aprobación de las primeras vacunas contra el Covid-19. Aún nos falta mucho por remontar, pero creemos que vamos por el camino correcto.

La novedad más interesante en los últimos 5 meses es que parece que la inversión "value" empieza a cambiar la mala trayectoria obtenida en los últimos años. Como hemos repetido muchas veces, la realidad es inexorable y la capacidad de generar beneficios es el único determinante de las cotizaciones a largo plazo. Por fin, y gracias a las expectativas inflacionarias, los tipos de interés comienzan a subir, y con ello restan atractivo a las compañías que únicamente generarán beneficios dentro de muchos años, o quizás nunca. Afortunadamente nuestras compañías generan beneficios y flujos de caja libre, y comparativamente se benefician de esa normalización de los tipos de interés.

En este trimestre hay que resaltar que se han intensificado las operaciones corporativas que afectan a las compañías que están infravaloradas, habiendo recibido dos ofertas de adquisición relevantes, Hoegh LNG y Semapa. Las dos son oportunistas y por debajo de nuestra valoración, pero son muestra del valor de nuestra cartera. También hay que destacar 3 operaciones importantes en 4 compañías de la Cartera Internacional. La venta por parte de Golar de su filial Hygo, suceso relevante en una posición importante para nosotros, así como la venta de la división de Norte América por parte de Aryzta y de la fusión entre International Seaways y Diamond S SHipping.

Operaciones corporativas.

Durante el primer trimestre hemos tenido operaciones corporativas relevantes en compañías con un peso importante en nuestras carteras, operaciones que hemos agrupado en 2 bloques:

1. Ofertas Públicas de Adquisición – OPA

Hoegh ~1% de la cartera

Hoegh LNG es una de las principales compañías de infraestructuras flotantes de regasificación de gas natural licuado a nivel mundial, en la que tenemos invertido el ~1% de la cartera. En marzo la familia Hoegh, principal accionista (~50%) de la compañía, y Morgan Stanley Infrastructure Partners, lanzaron una OPA de exclusión a 23,5 NOK/acción, lo que implicaba un 36% de prima sobre el último precio de cotización antes del anuncio de la OPA. No obstante, consideramos que dicho precio no refleja el verdadero valor de la compañía, y por ello decidimos votar en contra de la oferta.

Sin embargo, dado el peso que la familia Hoegh tiene en el accionariado, la OPA fue aprobada en la junta extraordinaria, y nos vemos obligados a vender las acciones al precio indicado. Aunque éste sea inferior a nuestra valoración, reinvertiremos el dinero en el resto de la cartera que tiene un potencial igualmente interesante.

Semapa ~1% de la cartera

El 18 de febrero la familia Queiroz Pereira a través de su holding (Sodim) lanzó una OPA por el 26% que no controla de Semapa a 11,4€/acción, que posteriormente elevó a 12,17€/acción. En Cobas consideramos que el precio de la oferta es bajo. Sólo teniendo en cuenta cuestiones objetivas como el valor de mercado de Navigator (donde Semapa tiene el 69%) y la deuda de Semapa, llegamos a un valor de ~14€/acción. A lo que creemos que habría que sumar: i) el valor de Secil, una cementera que en los últimos 6 años ha obtenido un ebitda cercano a los 90mn€ de promedio y ii) la diferencia entre el valor objetivo de Navigator y su valor de mercado. Con todo esto, llegamos a un valor por acción muy superior a los 20€, muy lejos de los 12,17€/acción que ofrece Sodim.

No sería la primera OPA a la que no acudiríamos por considerar que el precio ofrecido está muy por debajo de nuestro valor objetivo. Basta recordar el caso de Camaieu, en la que entre 2006 y 2007 recibimos 3 OPAs, cada una a un precio cada vez más alto que la anterior. Finalmente acudimos a la tercera porque el precio ofrecido se acercaba a nuestra valoración.

2. Fusiones y Adquisiciones

Golar ~4% de la cartera

Golar es uno de los principales operadores en la cadena de valor del gas natural licuado, siendo propietarios de infraestructuras de producción y barcos de transporte de GNL. Durante el primer trimestre se han producido varias novedades que nos reafirman en que la tesis de inversión sigue desarrollándose correctamente. En enero la compañía anunció la venta de Hygo, su división de infraestructuras de generación de energía eléctrica a partir del gas natural, a New Fortress Energy (NFE), su principal competidor americano. Paralelamente también se anunció la venta de su participación en GMLP, propietaria de barcos de transporte y regasificación de gas, también a NFE.

El precio ofrecido por NFE es razonable, similar a nuestra valoración, y esta operación ayudará a simplificar la estructura de la compañía y cristalizar el valor subyacente del negocio. Una vez ejecutada la venta, Golar ha recibido cerca de \$950mn en caja y acciones de NFE, mientras que su capitalización en bolsa actualmente ronda los \$1.000mn. Viendo estos números, podemos concluir que el mercado considera que el resto de los negocios que tiene la compañía valen prácticamente cero. En nuestra opinión los negocios que mantiene Golar, negocios de infraestructuras flotantes de licuefacción de gas natural y transporte, tienen un valor muy superior a lo que refleja el precio de la acción. Esta ineficiencia del mercado nos presenta una oportunidad muy interesante, precisamente en el momento en el que el principal propietario y el equipo directivo de la compañía están más enfocados en ejecutar la estrategia de simplificación y cristalización del valor de sus activos.

Aryzta ~3% de la cartera

El anuncio de la venta de los negocios en Norte América confirma que el cambio del equipo gestor era un punto de inflexión en la historia de Aryzta, como hacíamos referencia en nuestra carta del tercer trimestre del año pasado. Esta venta permitirá que la compañía tenga una estrategia más sencilla y concentrada en optimizar los mejores negocios: Europa y Asia donde crean más valor. Durante los próximos meses, en la medida que aumente la vacunación en sus principales mercados en Europa, es previsible que la reapertura económica conlleve una recuperación de las ventas y los márgenes por el aumento de las ventas a hoteles y restaurantes.

International Seaways ~2% y Diamond S Shipping ~1%

El 31 de marzo, dos de nuestras compañías de buques petroleros, International Seaways (INSW) y Diamond S Shipping (DSSI) anunciaron su fusión. Tras la fusión los accionistas de INSW y DSSI tendrán el ~56% y 44% respectivamente de la compañía resultante. Consideramos que es un trato justo ya que la ecuación de canje está más o menos en línea con el valor de sus activos.

El acuerdo creará la segunda compañía cotizada en Estados Unidos por número de buques petroleros (más de 100), la tercera por capacidad de carga y con una mezcla equilibrada de crudo/producto (70/30).

La operación nos gusta por 3 razones: i) hay una complementariedad de sus flotas, lo que permite dar una oferta más amplia a sus clientes, al tiempo que permitirá eficiencia en costes. De hecho, se esperan sinergias de costes de 23mn\$, que capitalizadas a 10x, representan más de un 20% del valor de mercado de la compañía resultante. ii) al ser un canje

de acciones, no añade apalancamiento financiero, iii) La compañía resultante tendrá mayor capitalización bursátil, mayor liquidez, que unido al track record del equipo gestor de INSW, debiera ayudar a reducir el descuento al que cotiza sobre el valor neto de sus activos en relación con sus comparables.

En definitiva, creemos que todas estas operaciones corporativas ayudarán a cristalizar el valor de las compañías. Incluso las OPAs a un precio por debajo de nuestra valoración, no son otra cosa que el reconocimiento del desfase entre precio y valor del que se quieren aprovechar algunos accionistas.

Cartera Asiática.

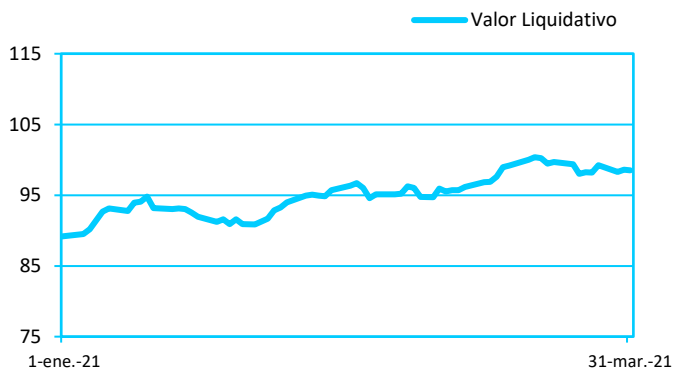
Nuestra presencia en Asia se remonta al verano de 2008, cuando Mingkun Chan se unió al equipo para ser nuestros ojos y oídos allí, debido al peso que China tenía en la economía mundial y a que muchas de nuestras compañías en cartera o tenían presencia allí o sus principales competidores eran chinos.

Consideramos que tener un analista en Shanghái, que fue inicialmente pensado para analizar subsidiarias de nuestras empresas y competidores, ha sido de suma importancia todos estos años, y muy especialmente el año pasado. Año en el que nos ayudó a comprender mejor cómo iba evolucionando la pandemia y qué podíamos esperar en Occidente. También, nos ha permitido conocer de primera mano muchas compañías e invertir directamente en la región, ampliando nuestro universo de inversión, situación que de otra manera no hubiese sido posible.

Inversiones que, desde el inicio de Cobas, han mostrado un comportamiento relativo superior al resto de la cartera contribuyendo positivamente a la rentabilidad de la cartera Internacional, muy especialmente durante la última mitad del año pasado y en lo que va de este año.

Desde el lanzamiento de Cobas la cartera asiática ha representado de media cerca del 13% de la cartera Internacional, pero debido a la buena evolución de los últimos trimestres, este peso a cierre de marzo ha bajado hasta cerca del 7%, peso que está invertido en 8 compañías. Compañías con negocios muy buenos (ROCE medio ~39%), balances sólidos (7 compañías con caja neta), cotizando a una valoración atractiva (3-4x PER21) y todas con una familia como accionista de control.

PLAN COBAS 50/50



RENTABILIDAD DEL PLAN

Año	Año
2021	2020
10,56%	-10,89%

Fecha de creación del plan 01/01/2020

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

El valor liquidativo de los planes, sea cual sea su política de inversión, está sujeto a la fluctuación de los mercados, pudiendo obtenerse tanto rendimientos positivos como negativos.

Criterio de valoración de las inversiones: Conforme a lo dispuesto en la reglamentación aplicable, la valoración de los activos que componen la cartera se realiza al precio de mercado o valor de realización.

VOCACIÓN

"Cobas 50/50" es un Plan de carácter mixto, ya que su vocación es invertir alrededor de un 50% en renta variable global de cualquier capitalización (aplicando una filosofía de inversión en valor, seleccionando activos infravalorados por el mercado, con alto potencial de revalorización) y el resto mayoritariamente en títulos de renta fija.

La Política de inversiones está recogida en una Declaración aprobada por la Junta de Gobierno, como compromiso de la Entidad con sus socios.

Como público objetivo, por tanto, tiene a aquellos partícipes que buscan aumentar algo su perfil de riesgo.

Nivel de Riesgo: Medio

MENOR RIESGO
Rendimiento potencialmente menor

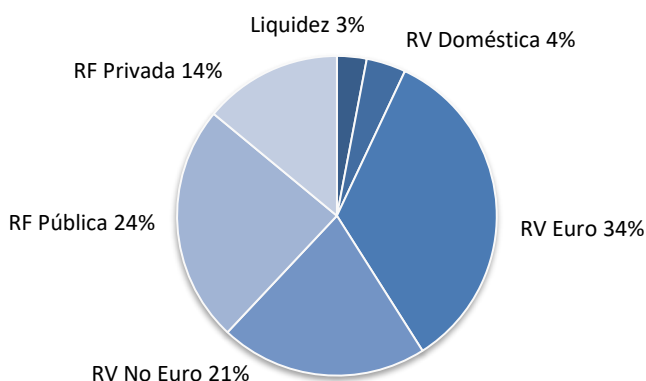
MAYOR RIESGO
Rendimiento potencialmente mayor



PRINCIPALES POSICIONES

EUSKOBONO 2030	12%
TESORO ITALIA 2025	12%
BONO BBVA 2027	5%
BONO AT&T 2039	4%
BONO E.ON 2021	4%
TEEKAY	4%
GOLAR	4%
CIR-COMPAGNIE	4%
DIXONS CARPHONE	3%
ARYZTA	3%
MAIRE TECNIMONT	3%

EXPOSICIÓN REAL DE LA CARTERA



DATOS DEL PLAN

	31/03/2021	31/12/2020
Patrimonio	0.9 mill euros	0.8 mill euros
Partícipes	11	11
Gastos totales del Plan	1,6%	1,6%
Valor de la Participación	98,52	89,11

CIF EPSV: V48549737 Auditora: PKF Attest Servicios Empresariales SL