

Cobas

# Mixto Global PP

**1T 2021**  
**INFORME**  
PRIMER TRIMESTRE 2021

# Cobas **Mixto Global** PP

**Nº Registro DGS**  
N5218-Cobas Mixto  
Global PP

**Patrimonio Plan**  
3.702.719,91

**Fondo**  
F2076-Cobas Mixto  
Global FP

**Patrimonio Fondo**  
3.702.719,91

**Fecha de registro**  
16/05/2017

**% del Fondo**  
100%

**Valor Liquidativo**  
59,218786

**Participes Plan**  
190

**Beneficiarios Plan**  
5

**Comisión Gestión**  
1,25% s/Patrimonio

**Comisión Depósito**  
0,06%

**Gastos Auditoría  
Ejercicio**  
0,04% s/Patrimonio  
medio fondo

**Gastos de liquidación  
y Gastos corrientes**  
0,2% s/Patrimonio  
medio fondo

**Depositario**  
BANCO INVERSIS, S.A.

**Auditor**  
DELOITTE, S.L.

**Grupo Depositario**  
BANCA MARCH

**Gestora**  
Cobas Pensiones  
SGFP, SA.

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.cobasam.com](http://www.cobasam.com).

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los participes sobres sus planes de pensiones en la dirección José Abascal, 45, 3ª 28003 - Madrid. Teléfono: +34900151530. Correo electrónico: [sac@cobasam.com](mailto:sac@cobasam.com)

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La DGSFP también pone a su disposición un servicio de consultas y reclamaciones en el 902 191 111.

## 1. Política de inversión y divisa de denominación

### Categoría

- **Tipo de fondo:** Otros
- **Vocación inversora:** Renta Variable Mixta Internacional
- **Perfil de Riesgo:**

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

### Descripción general

**Política de inversión:** Invertirá entre un 25% y un 75% del patrimonio en renta variable y el resto en activos de renta fija. 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 renta variable en emisores/mercados de países emergentes.

La renta fija será principalmente pública, aunque también

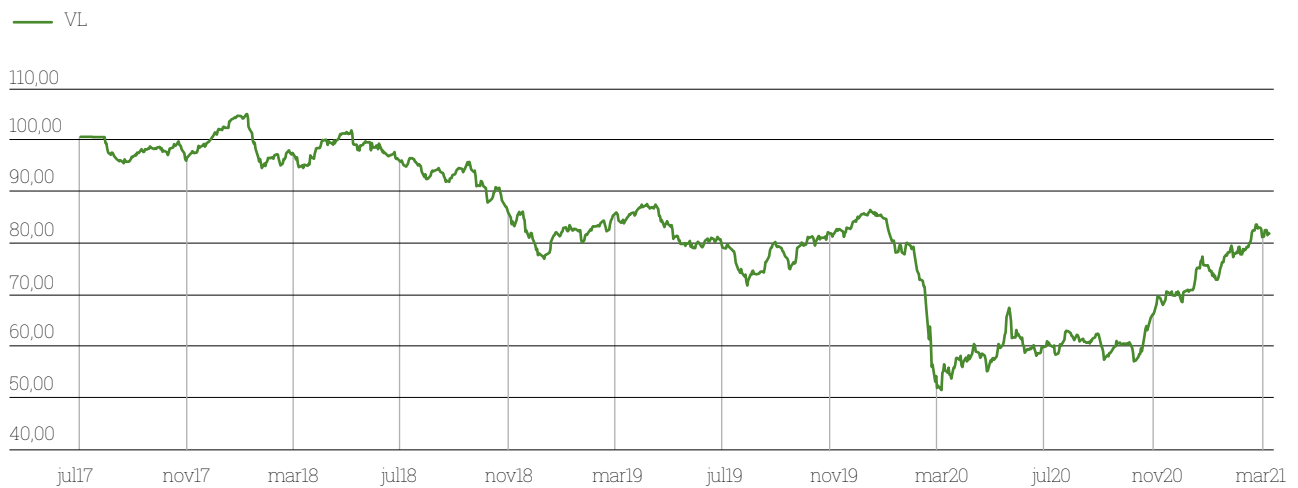
privada, de al menos media calidad crediticia (mínima de BBB- otorgado por Standard and Poor's o equivalente) o la que tenga el Reino de España si fuera inferior, de emisores/mercados de la OCDE y un máximo del 10% de la exposición total podrá tener baja calidad crediticia (inferior a BBB-) o sin rating, de emisores/mercados de cualquier ámbito geográfico incluidos países emergentes.

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 2 años y el vencimiento máximo de los activos de renta fija no podrá superar los 5 años. Se podrá operar con instrumentos financieros derivados, negociados y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura, en los términos establecidos por la legislación vigente.

### Divisa de denominación

EUR

## 2. Evolución plan



## 3. Rentabilidad del plan

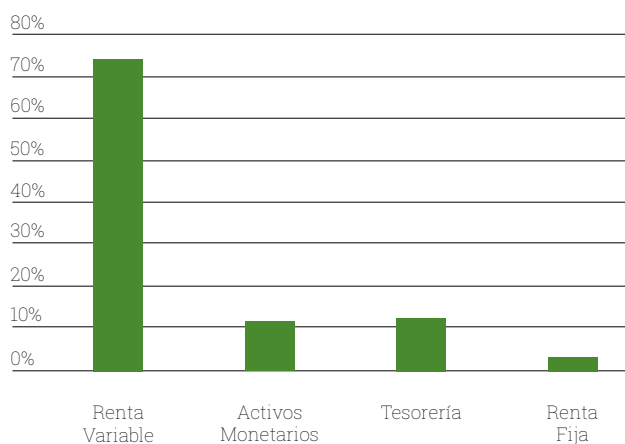
Rentabilidad del Plan	Cobas Mixto Global
<b>Acumulada</b>	15,36%
<b>3 MESES</b>	15,36%
<b>1 AÑO</b>	46,14%
<b>3 AÑOS</b>	-14,07%
<b>5 AÑOS</b>	0,00
<b>10 AÑOS</b>	0,00
<b>15 AÑOS</b>	0,00
<b>20 AÑOS</b>	0,00
<b>Inicio (*)</b>	-18,55%

(\*)Rentabilidad desde inicio acumulada.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

#### 4. Evolución y distribución patrimonio del fondo

Patrimonio (miles de euros)	31 marzo 2021	30 diciembre 2020
<b>CARTERA Valor Efectivo</b>	3.152.308,67	3.314.485,82
<b>Coste Cartera</b>	3.978.463,06	4.067.841,82
<b>Intereses</b>	264,46	2.549,02
<b>Plusv/Minsv. Latentes</b>	-203.457,63	-755.905,02
<b>LIQUIDEZ (Tesorería)</b>	477.368,55	373.045,62
<b>DEUDORES</b>	22.981,93	48.271,08
<b>ACREEDORES</b>	-7.525,37	-33.082,61
<b>Total Patrimonio</b>	<b>4.268.095,00</b>	<b>3.702.719,91 €</b>

#### Distribución por tipo de activo



#### 5. Operaciones vinculadas y conflictos de interés

**Conflictos de interés:** La gestión de la cartera del fondo está delegada en **COBAS ASSET MANAGEMENT SGIIC**, que es asimismo la entidad comercializadora del Plan. Las entidades gestora y depositaria no pertenecen al mismo grupo (según art.4 de la LMV).

**Operaciones vinculadas:** Las operaciones vinculadas

realizadas por el fondo, han sido autorizadas por el Órgano de Seguimiento del RIC de la Sociedad Gestora, e informadas a su Consejo de Administración trimestralmente, como recoge su Procedimiento Interno, para evitar conflictos de interés y confirmar que las operaciones se realizan en interés exclusivo del fondo, y a precios y condiciones iguales o mejores que los de mercado.

## 6. Anexo explicativo del informe periódico

Durante este primer trimestre de 2021, la cartera ha obtenido una rentabilidad positiva del +15,4%, frente a un +1,5% de su índice de referencia, compuesto en un 50% por el índice Eonia y en un 50% por el MSCI Europe Total Return Net. Desde que el plan de pensiones **Cobas Mixto Global PP** comenzó a invertir en julio de 2017, ha obtenido una rentabilidad del -18,6%, frente a un +5,8% de su índice de referencia.

El valor objetivo de la cartera, 155€/participación, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un potencial de revalorización del 90%. 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.

La cartera se encuentra invertida en aproximadamente un 73% en renta variable, cerca del límite máximo establecido en el mandato (75%), y un 27% en renta fija y liquidez, consecuencia del elevado potencial de revalorización de las inversiones en renta variable.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2021 estimado de 6,7x y un ROCE (Retorno sobre el Capital Empleado) del 21%.

En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el trimestre, manteniéndose una alta exposición fuera de Europa y de la zona Euro. Mantenemos cubierto el 100% de la exposición a dólar.

Durante el segundo semestre de 2020, la mayor contribución al resultado positivo de la cartera ha sido generada por **Aryzta** (+1,9%) y **Maire Tecnimont** (+1,2%). Por otro lado, destaca el efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera por parte de **Babcock** (-0,4%) y **Viatris** (-0,3%).

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 ~2% de la Cartera Internacional

**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 ~2% de la cartera Internacional. 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 ~9% de la cartera Ibérica

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 AM** 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 acudiéramos por considerar que el precio ofrecido está muy por debajo de nuestro valor objetivo. De nuestra etapa anterior, destacar que Camaieu recibió tres OPAs (2006-2007), 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 ~7%

**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 ~6%**

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 ~3% 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 AM**, 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 AM** 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.

## 7. Detalle de inversiones financieras

Nombre	ISIN	Primer Trimestre 2021		Cuarto Trimestre 2020	
		Títulos	Importe valoración	Títulos	Importe valoración
Ac.GolarLN	BMG9456A1009	21.970	191.605,37	21.640	170.767,52
Ac.DixoCar	GB00B4Y7R145	106.723	179.196,73	88.160	114.227,05
Ac.Aryzta	CH0043238366	176.439	167.516,48	216.128	136.329,36
Ac.CofideN	XXITV0000180	286.587	135.985,53	286.587	126.098,28
Ac.TeekayL	MHY8564M1057	10.822	132.760,94	11.660	109.384,09
Ac.DaniRSP	IT0000076486	8.731	114.026,86	9.022	86.611,20
Ac.MaireT	IT0004931058	42.156	105.642,94	45.001	81.991,82
Ac.AtalaMi	CY0106002112	28.643	104.500,88	34.661	91.137,64
Ac.KosmosE	US5006881065	36.886	96.538,81	44.246	85.116,32
Ac.Babcock	GB0009697037	35.644	95.741,99	30.373	95.121,66
Ac.IntSeaw	MHY410531021	5.767	95.280,87	5.634	75.313,70
Ac.TeekayC	MHY8564W1030	32.018	87.346,63	34.592	60.881,47
Ac.Affil	US0082521081	586	74.451,47	638	53.114,44
Ac.Renault	FR0000131906	1.886	69.649,98	2.018	72.163,68
Ac.Wilk-Wi	NO0010571698	3.418	62.362,31	3.484	56.178,54
Ac.Hoeg	BMG454221059	25.143	58.407,97	26.101	38.301,79
Ac.Dassau	FR0000121725	61	57.889,00	-	-
Ac.SolSpa	IT0001206769	3.430	57.452,50	3.516	49.224,00
Ac.Semap	PTSEM0AM0004	4.793	56.557,40	4.227	38.043,00
Ac.ElecNor	ES0129743318	5.228	55.155,40	5.710	62.810,00
Ac.Porsche	DE000PAH0038	609	55.065,78	827	46.642,80
Ac.Cofide	IT0000070786	106.079	50.334,49	110.743	48.726,92
Ac.WilkWi	NO0010576010	2.751	49.095,61	2.825	45.282,80
Ac.TecReun	ES0178165017	3.748	46.700,08	3.854	41.700,28
Ac.OCINV.	NL0010558797	2.494	45.964,42	4.017	63.147,24
Ac.MaireN	XXITV0000107	18.244	45.719,46	18.244	33.240,57
Ac.Exmar	BE0003808251	12.701	45.215,56	12.279	33.767,25
A.InterPet	CA46016U1084	16.123	44.619,05	17.934	32.531,67
Ac.OVSSPA	IT0005043507	33.054	44.358,47	33.054	34.706,70
Ac.DiamSh	MHY206761055	4.923	42.095,22	4.581	24.975,00
Ac.Viatris	US92556V1061	3.527	42.005,28	2.802	42.984,18
Ac.Vocento	ES0114820113	36.776	40.453,60	37.710	34.768,62

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.

Nombre	ISIN	Primer Trimestre 2021		Cuarto Trimestre 2020	
		Títulos	Importe valoración	Títulos	Importe valoración
Ac.DaiwaIn	JP3505800007	4.500	38.256,58	4.100	34.182,91
Ac.SamsC&T	KR7028260008	406	38.128,25	402	41.622,71
Ac.CairnE	GB00BN0SMB92	19.016	38.029,32	21.676	50.834,58
Ac.Saipem	IT0005252140	15.287	35.526,99	14.115	31.123,58
Ac.HyundaK	KR7005382007	466	34.447,96	535	35.965,58
Ac.Metrova	ES0105122024	4.099	30.332,60	3.137	18.947,48
Ac.IsraelC	IL0002810146	6.034	30.129,97	12.116	50.498,77
Ac.TevaPha	US8816242098	2.998	29.494,39	-	-
Ac.EnergyT	US29273V1008	4.310	28.218,93	-	-
Ac.CGG	FR0013181864	26.615	27.293,68	-	-
Ac.Dynagas	MHY2188B1083	10.489	25.574,20	11.002	22.515,55
Ac.Subsea7	LU0075646355	2.980	25.521,64	4.572	38.318,11
Ac.AmorepP	KR7002791002	1.543	25.489,51	1.543	23.385,28
Ac.MatasAS	DK0060497295	2.243	25.058,93	2.154	25.008,82
Ac.Petrofa	GB00B0H2K534	21.892	24.596,54	21.892	33.827,34
Ac.Fluid	GB00BYQB9V88	7.494	23.774,82	9.902	27.166,40
Ac.LGElec	KR7066571001	403	21.431,16	1.016	48.633,96
Ac.GSHomeS	KR7028150001	166	18.794,91	224	23.360,82
Ac.ProsCas	ES0105229001	23.772	18.470,84	13.114	10.491,20
Ac.Sonae	PTSON0AM0001	22.364	17.410,37	23.576	15.595,52
Ac.GIIIApp	US36237H1014	639	16.418,98	2.030	39.450,07
Ac.LGCorp	KR7003551009	223	12.144,89	267	13.401,78
Ac.ProsCom	ES0175438003	4.212	11.414,52	4.548	11.088,02
Ac.HyundHo	KR7057050007	109	6.651,61	109	6.665,14
Ac.GolarP	MHY2745C1021	-	-	8.568	18.095,48
Ac.BMWPFD	DE0005190037	-	-	78	4.305,60
TK5150123	US87900YAE32	178	147.215,97	178	127.749,78
LT.130821	ES0L02108139	475	475.945,25	475	476.961,75
<b>Total Cartera</b>			<b>3.775.469,89</b>		<b>3.314.485,82</b>

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.



Futuros comprados	Primer Trimestre 2021		Cuarto Trimestre 2020	
	Títulos	Importe valoración	Títulos	Importe valoración
<b>ECM1 FutDoEuM21</b>	5	619.349,54	-	-
<b>EEM1 FutDoEuMm1</b>	1	61.930,23	-	-
<b>ECH1 FutDoEuC21</b>	-	-	4	504.388,44
<b>EEH1 FutDoEuHmi</b>	-	-	1	63.048,57

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.

Eurodepósitos y Ctas/Ctes	Primer Trimestre 2021		Cuarto Trimestre 2020	
	Títulos	Importe valoración	Títulos	Importe valoración
<b>Deudores/Acreedores</b>	-	5.141,13	-	5.868,73
<b>145- CC EUR Inversis</b>	-	476.621,28	-	373.045,62
<b>150- GG USD Inversis</b>	-	10.315,43	-	9.319,74
<b>158- CC KRW Inversis</b>	-	747,27	-	-
<b>Total liquidez</b>		492.825,11		388.234,09
<b>Total Patrimonio</b>		4.268.295,00		3.702.719,91
<b>Valor liquidativo</b>		81,45		70,61

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.

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**



Signatory of:



Pertenece a **Santa Comba Gestión SL**, holding familiar aglutinador de proyectos que fomenta la libertad de la persona desde el conocimiento. Más información en la web corporativa del grupo Santa Comba: **www.santacombagestion.com**

