

An aerial, top-down view of a coastal industrial port. The port is a large, semi-circular harbor filled with numerous ships and boats. The surrounding land is green and hilly, with a line of white wind turbines along the coast. The water is a deep blue, and the sky is a bright, hazy yellow. The overall scene is a mix of natural beauty and industrial activity.

c o b a s
asset management

Comentario
Primer Semestre 2024

Estimado Partícipe:

Durante el primer semestre de 2024 hemos continuado con los buenos resultados cosechados en los últimos años, superando a nuestros índices de referencia por un amplio margen. En esta primera mitad del año nuestra **Cartera Internacional** ha subido un 17% frente al 9% que ha subido su índice de referencia, el **BBG Europe Developed Markets** y nuestra **Cartera Ibérica** un 14% frente a un 10% del índice de referencia¹. A pesar de estas subidas, consideramos que nuestros fondos siguen estando significativamente infravalorados, con un potencial¹ del 133% para la **Cartera Internacional** y del 108%¹ para la **Cartera Ibérica**.

En los últimos tres años hemos tenido importantes revalorizaciones en muchos de los valores que forman nuestras carteras. De las diez compañías que más se han revalorizado en el periodo 2022-23, que se pueden ver en la tabla de la derecha, hemos salido completamente de siete de ellas, al reducirse el potencial por debajo del potencial medio de nuestra cartera, y hemos mantenido, aunque con menor peso, tres de ellas: **Golar**, **Teva** y **Elecnor**. A pesar de

su buen comportamiento, la brecha entre el precio de esas compañías en bolsa y nuestra valoración sigue siendo muy amplia, de ahí que sigan formando parte de nuestros fondos.

Cobas Selección FI. Mayores rentabilidades en cartera.²

220% Exmar	111% Elecnor
160% International Petroleum	109% Gaslog
143% International Seaways	109% Teekay
131% Golar LNG	107% Subsea 7
114% Teva	91% Maire Tecnimont

Conforme la cotización de estas compañías se ha ido acercando a su valor estimado y las hemos ido vendiendo total o parcialmente, hemos ido sustituyéndolas o bien por nuevas compañías (siguiendo el proceso que explicamos más adelante), o bien por compañías que ya teníamos en cartera pero que han tenido un peor comportamiento.

Nota (1) Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 20. **(2)** Datos de Cobas Selección Clase C. Rentabilidades de las compañías durante el tiempo en cartera o hasta el 30/04/2024.

Podemos observar un ejemplo claro de lo anterior en el gráfico de abajo, donde mostramos que la media de rentabilidad conjunta de las 15 compañías en las que, o hemos incrementado la participación, o hemos empezado a construir una posición, es una caída del -23% en los últimos 2 años. Por tanto, estamos comprando compañías cuyo comportamiento ha sido peor que el del mercado y el de nuestras carteras, y que cuentan con un gran margen de seguridad en sus valoraciones.

Una de las compañías en la que más hemos aumentado nuestra posición es **CK Hutchinson**, una compañía que cotizaba a 90-100 dólares hongkoneses (HKD) en 2018 y ahora a 37 HKD por acción, es decir, ha sufrido una caída aproximada del 60%. Es una compañía que ya teníamos en cartera al inicio de 2022 pero que, debido a las caídas en el precio y al incremento de su potencial, hemos ido aumentando su peso, especialmente en la segunda mitad del 2023 y primera mitad del 2024 (ver descripción de la tesis de inversión [aquí](#)).

Compras e incrementos 2022-2023

Gráfico agregado de performance de las posiciones con menor rentabilidad y nuevas entradas 2022/2023.



Datos: Cobas Selección Clase C. ISIN: ES0124037013. Es el resultado de realizar un agregado del comportamiento de las quince principales posiciones detractoras de rentabilidad desde 2022 y las quince nuevas entradas durante 2022 y 2023.

Entorno inversor

A pesar de que nuestro enfoque es de abajo a arriba (bottom-up), centrado totalmente en la selección individual de compañías y que no tomamos nuestras decisiones de inversión en base a la geopolítica o a la macroeconomía, tenemos una cierta visión de lo que ocurre en el mundo, que nos ayuda a entender el contexto en el que se mueven nuestras compañías y nos ayuda en la toma de decisiones de inversión.

La tasa de crecimiento global estimada para este año es del 3%, similar a la del año pasado y probablemente parecida a la del próximo año. Ese crecimiento global del 3% ha sido la media de los últimos 30 años y será seguramente la media de los próximos 30. No nos preocupa demasiado si un determinado año es del 2,5% o del 3,5%, porque como inversores a largo plazo, es bastante irrelevante.

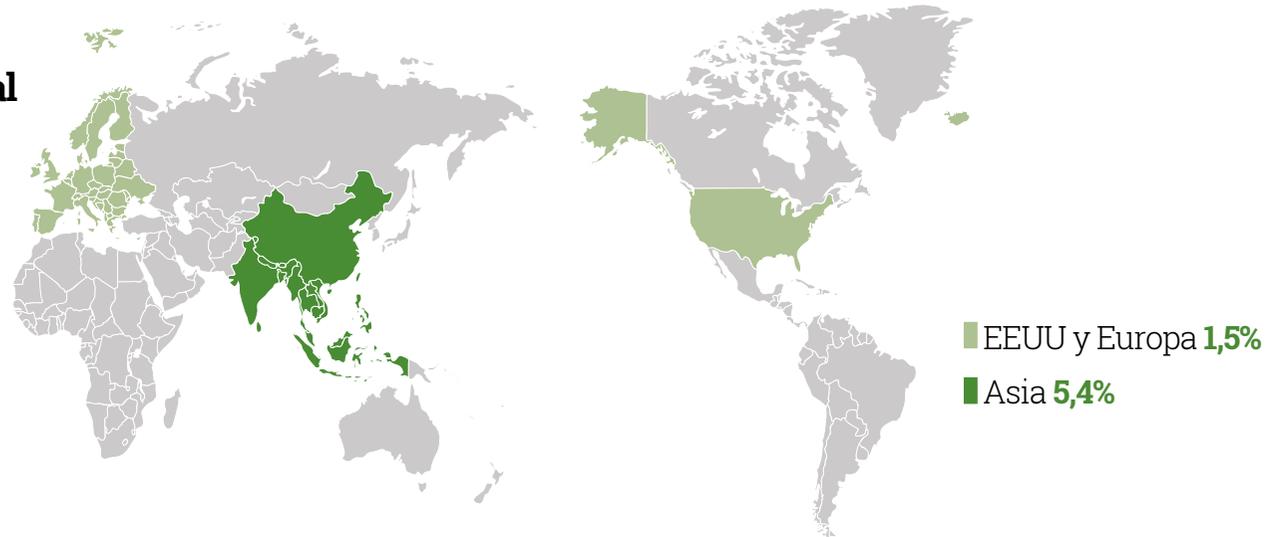
Lo que sí que nos parece relevante es la composición de esa cifra. Si separamos ese 3% por áreas geográficas, nos damos cuenta de que en Europa y Estados Unidos el crecimiento esperado para este año es del 1,5%, mientras

que en Asia es del 5,4%.

El sostén del crecimiento mundial actual es el crecimiento asiático, y esto no parece que vaya a cambiar en los próximos años. Las economías asiáticas son más jóvenes, dinámicas y algunas de ellas incluso menos reguladas que la de Estados Unidos, y especialmente las de Europa. Aquí nos estamos poniendo continuamente obstáculos al crecimiento y allí, en países importantes como China e India, se están eliminando esas trabas, por lo que es probable que estas altas tasas de crecimiento se mantengan en el tiempo.

En los últimos 30 años, los países desarrollados, es decir, Estados Unidos y sus aliados, han pasado de representar el 60% del PIB global en 1990 al 40% actual. Según las estimaciones del FMI, en 20 años representarán el 20-30% del PIB global. Esto es importante a nivel estratégico porque si solo representas el 30% del PIB global, no puedes ser hegemónico. La participación en el PIB mundial de Europa era del 25% en 1993, y hoy es en torno al 14%.

**Crecimiento Global
Estimado 2024**
3,1%



Para 2040, probablemente Europa representará menos del 10%, siendo casi irrelevante en el contexto mundial. Mientras tanto, Asia emergente, que era el 10% del PIB global en 1990, probablemente será el 40% en 2040.

A efectos prácticos, los negocios de las compañías también reflejan esta tendencia. Hace 20 años, las empresas europeas del EuroStoxx 600 vendían el 55% de sus productos en Europa frente al 40% ahora y vendían el

11% en Asia, frente al 20% hoy, con una tendencia creciente.

Esto no significa necesariamente que los mercados financieros en Asia vayan a evolucionar mejor que en Europa y Estados Unidos, pero el crecimiento sí lo hará.

Por ello, comprender cómo puede influir esto en las compañías que analizamos es clave para la rentabilidad de nuestras inversiones.

Fuente: International Monetary Fund's World Economic Outlook. 2024e.



Nuestro proceso inversor

Teniendo en cuenta este entorno económico, en **Cobas AM** somos fieles a nuestra filosofía de inversión en valor, basada en comprar buenas compañías, a un precio por debajo de su valor estimado y siempre con una visión a largo plazo. El pilar fundamental en el que se sustenta nuestro trabajo es nuestro proceso de inversión, que aplicamos de forma consistente y que explicamos en detalle en nuestra **Conferencia Anual de Inversores** el

pasado mes de junio (ver video [aquí](#) para una explicación más detallada del proceso).

Nuestro proceso, que es en esencia el mismo que llevamos aplicando durante los últimos 30 años, es un trabajo minucioso y casi artesanal que comienza cuando uno de los miembros del Equipo de Inversión encuentra una potencial idea de inversión.

Foto: Cobas AM.

El estudio preliminar de una compañía suele desarrollarse de manera individual y su duración puede ir desde días hasta meses, dependiendo del conocimiento previo que tengamos del sector. En esta etapa las compañías deben cumplir ciertos requisitos mínimos, como ser negocios fáciles de entender, con visibilidad a largo plazo, protegidos por barreras de entrada, con un potencial de revalorización atractivo, una situación financiera sólida y un equipo gestor competente. Si la compañía cumple la mayor parte de estos criterios, realizamos un modelo básico de valoración y, si, comparándola con las características de nuestra cartera actual, se ve que puede aportar valor a la misma, se desarrolla un modelo completo de la compañía.

Una vez que tenemos ese modelo completo, se comparte con otros miembros del equipo, dependiendo de la disponibilidad y conocimiento del sector de cada uno. Es en esta fase, que puede durar meses, cuando profundizamos en el estudio de la compañía para llegar a tener una idea de cuál es su capacidad de generar caja en el futuro y, en definitiva, cuál es su valor real.

Después del análisis más detallado (que no acaba aquí, ya que es un proceso continuo), y de un debate entre los miembros que siguen la compañía más de cerca, si nos sigue pareciendo que la compañía puede aportar valor, se lleva al Comité de Inversión. En esa reunión, todo el **Equipo de Inversión**, de manera conjunta, vota para decidir si la nueva idea se incorpora o no a la cartera. Si hay mayoría, la compañía entra en cartera con una posición pequeña, que se va incrementando conforme va pasando el tiempo, siempre que aumente nuestra convicción en la misma y dependiendo de lo que haga la cotización y el resto de nuestra cartera.

Las decisiones de inversión diarias y de concentración de la cartera se toman también de manera conjunta y se basan en la sencilla norma que hemos explicado antes de vender aquellas compañías cuyo potencial se reduce, debido a un buen comportamiento de la acción, e invertir en otras compañías más penalizadas donde el potencial es más alto, para seguir ampliando el valor objetivo de nuestros fondos con el paso del tiempo.



Para ilustrar todo lo anterior, daremos unas breves pinceladas con un ejemplo práctico: **Maire Tecnimont**.



El caso de Maire Tecnimont

Maire Tecnimont es una compañía que hemos tenido en cartera durante los últimos 6 años y que hemos comentado

públicamente en varias ocasiones (ver [extracto Conferencia](#), ver [Iberian Value](#)). Es una compañía italiana líder en el diseño, ingeniería y construcción de plantas de infraestructuras en el sector de hidrocarburos (petroquímica, fertilizantes y refino).

La idea surge a raíz de nuestro amplio conocimiento de la cadena de valor del sector, que conocemos bien por tres razones fundamentalmente. La primera de ellas es porque

Foto: www.groupmaire.com/en/newsroom/media-resources.

ya habíamos sido accionistas de Maire en etapas pasadas en otras gestoras. La segunda razón es que también habíamos sido accionistas en **Cobas AM** cuando lanzamos los fondos en el año 2017. La tercera razón es que habíamos analizado muy en detalle a los competidores porque habíamos sido o éramos accionistas de algunos de ellos, por ejemplo, **Técnicas Reunidas**, una de las principales inversiones en nuestra **Cartera Ibérica**.

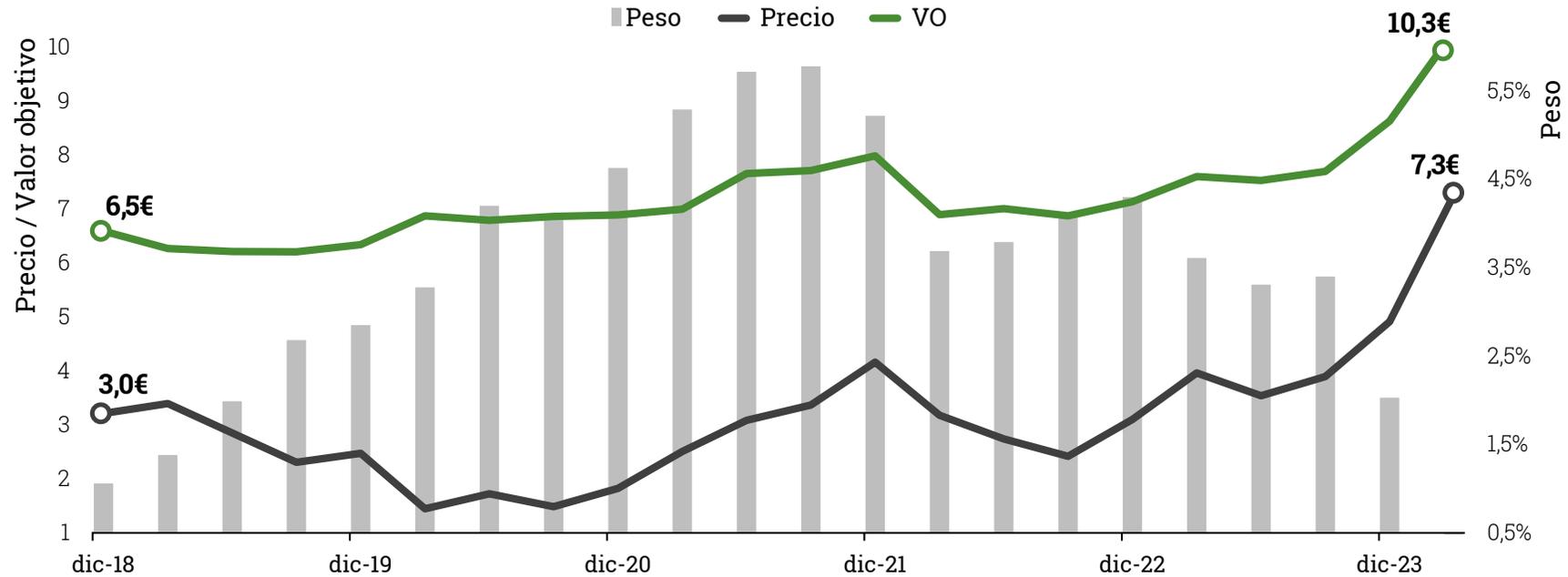
Obviamente se cumplían todos los requisitos que hemos comentado previamente: era un negocio entendible, con caja neta, protegido por barreras de entrada, con un buen equipo gestor y visibilidad a medio plazo sobre la generación de flujo de caja. Apalancándonos en el trabajo realizado estimábamos que valía 6,5€/acción, con un potencial superior al 100% y ese fue el desencadenante de la decisión de inversión, que fue rápida (cuestión de semanas), y consensuada.

Durante los primeros tres meses construimos una posición del 1% en la **Cartera Internacional** y posteriormente el precio cayó de 3€/acción a 1,5€, prácticamente un 50% en cuestión de un año y medio, pero, nuestro valor estimado

permaneció prácticamente estable. Un valor estimado estable y un precio cayendo resulta en un potencial cada vez más alto con lo cual nosotros activamente decidimos aumentar la posición en la compañía.

En el año 2021 el precio de la acción subió mucho y muy rápido, pero el valor estimado de nuestro modelo siguió relativamente estable, lo que dio lugar a una reducción del potencial de revalorización y es cuando nosotros, no de forma automática pero cuasi automática, decidimos vender acciones y reducir el peso.

Tras varias caídas y siguiendo con nuestro proceso, aprovechamos para aumentar el peso, hasta que a finales del año 2023 el precio subió de 2,5€ a 7,5€/acción (revalorización del 200%). Aunque el valor estimado de Maire en nuestro modelo también subió, puesto que los negocios en los que invertimos son animales vivos que tienden a generar valor con el paso del tiempo, lo hizo a un ritmo menor que el precio y, por tanto, el potencial de revalorización cayó por debajo del agregado de la cartera, dando lugar a la decisión de vender progresivamente la totalidad de la posición.



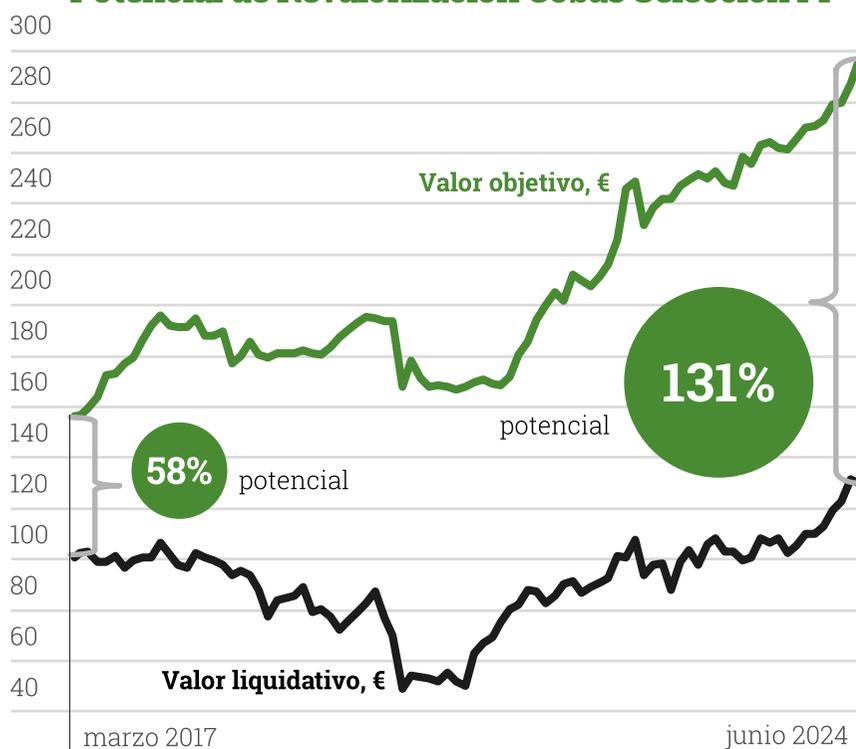
Mediante este ejemplo hemos tratado de reflejar cómo precio y valor tienden a converger, pero casi nunca se tocan, precisamente porque nuestro trabajo consiste en repetir el proceso descrito de forma agregada en nuestras carteras, vendiendo las acciones de las compañías que suben (cerrándose el potencial), para reinvertirlo en aquellas que lo hacen peor y donde el potencial es mayor.

Gracias a esa continua labor de creación de valor que realizamos somos capaces de seguir aumentando el valor objetivo de nuestros fondos de forma constante y progresiva en el tiempo y, por tanto, el potencial de nuestras carteras sigue siendo muy elevado a pesar de las importantes revalorizaciones de los últimos años.

Fuente: Cobas AM. **Nota:** Datos Cobas Selección Clase C. ISIN: ES0124037013. Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 20. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.

Por todo esto, somos optimistas con respecto al futuro de nuestras carteras a pesar del incremento de los valores liquidativos de los fondos.

Potencial de Revalorización Cobas Selección FI¹



Nota: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Selección FI – Clase C, ISIN: ES0124037005. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 20.

EVOLUCIÓN FONDOS COBAS AM
Ponemos a su disposición el
COMENTARIO PRIMER SEMESTRE 2024
en diferentes formatos



COMENTADO POR
Vicente Martín Brogeras
y Juan Cantus Pastor

JUNTO CON
Carlos González Ramos



[Ver vídeo](#)



[Escuchar audio](#)

CARTERAS

Nuestras carteras

Datos a 30/06/2024

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
			Internacional	Ibérica	
Internacional FI	662,3 Mn€	Multi Cap	●		58
Iberia FI	44,1 Mn€	Multi Cap		●	28
Grandes Compañías FI	20,9 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	34
Selección FI	816,8 Mn€	Multi Cap	●	●	69

En **Cobas AM** 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.

Les recordamos que 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.

**Patrimonio
total gestionado**

**2.184
Mn€**

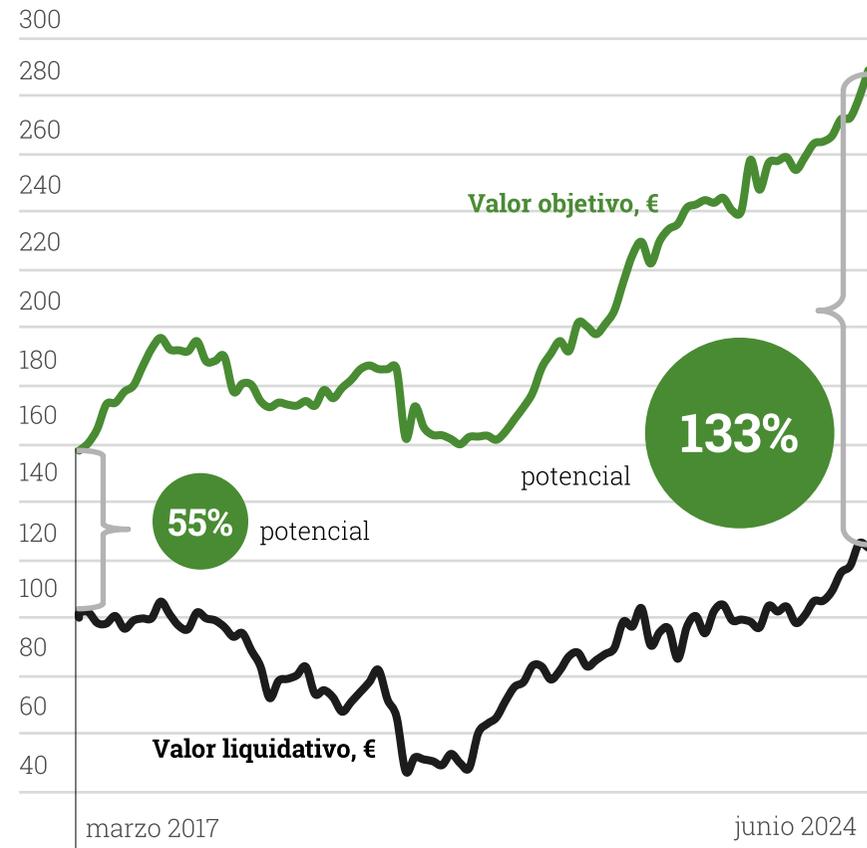
Cartera Internacional

Durante el primer semestre del 2024 nuestra **Cartera Internacional** ha obtenido una rentabilidad del +17,4%, frente al +9,3% de su índice de referencia, el **BBG Europe Developed Markets**.

Destacan especialmente la contribución de compañías que están en el top 10 como **Golar, Babcock, Currys** o **CIR** con subidas del 30-40% durante el semestre. En el lado negativo, las que más han restado han sido **Seacrest, Canacol** o **Bayer**, compañías que a cierre de 2023 tenían pesos individuales de en torno al 1%.

Durante el semestre hemos vendido por completo cinco valores que, de manera agregada, tenían un peso ligeramente superior al 5% y hemos entrado en siete valores nuevos con un peso agregado cercano al 5%.

Gracias a la rotación de la cartera realizada durante el semestre, el **valor objetivo**¹ de la **Cartera Internacional** ha aumentado cerca del 10%, hasta los **289€/participación**, lo



(1) Cartera Internacional: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Internacional FI – Clase C, ISIN: ES0119199000. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 20.

que implica un **potencial**¹ de revalorización del **133%**.

Como consecuencia de este potencial seguimos invertidos en torno al 98%. El conjunto de la cartera cotiza con un PER¹ 2024 estimado de 6,6x frente a un 14,3x de su índice de referencia, y tiene un ROCE¹ cercano al 35%, lo que es indicativo de la calidad de los negocios en cartera.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 20. **Foto:** Wojciech Wrzesien, Shutterstock.

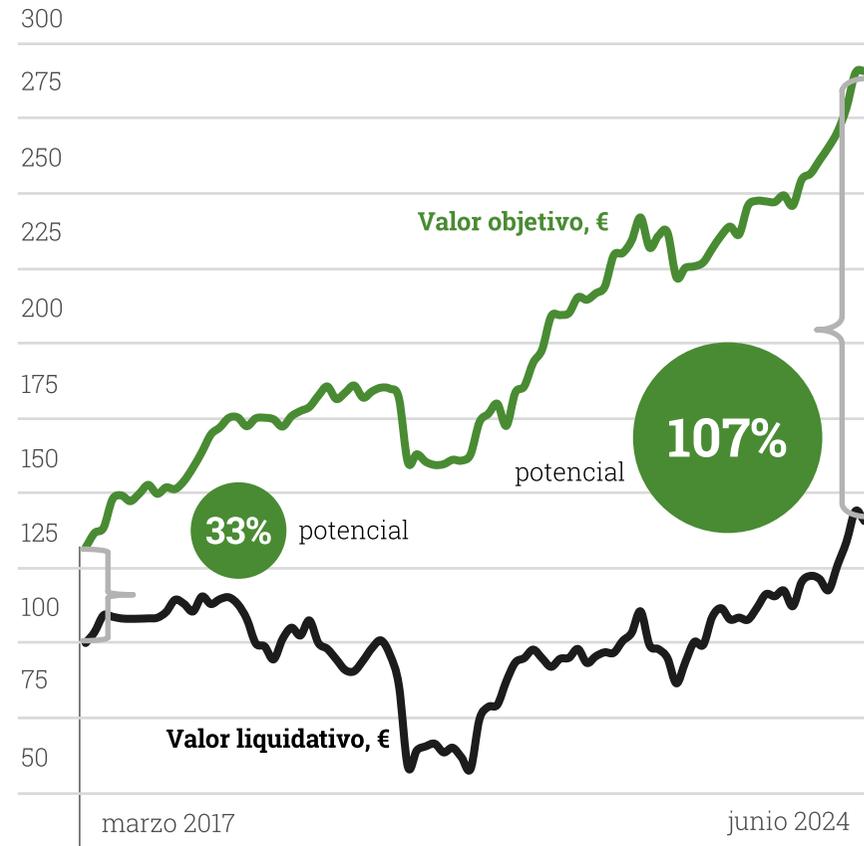
Cartera Ibérica

La rentabilidad de la **Cartera Ibérica** durante el primer semestre del 2024 ha sido del +14,5%, frente al +9,8% de su índice de referencia.

La compañía que más ha contribuido al buen comportamiento de la cartera ha sido **Técnicas Reunidas** que ha subido más del 50%. También lo ha hecho especialmente bien **Vocento**, con una revalorización del 48%. Las compañías que más restan a la rentabilidad del fondo son **Grifols**, que a cierre de junio caía más de un 40% y **Gestamp** que ha caído más de un 20%.

Durante el semestre en la **Cartera Ibérica** hemos salido de cinco compañías que a cierre de diciembre tenían un peso ligeramente superior al 5%, y hemos entrado en dos compañías que a cierre de junio tenían un peso ligeramente superior al 2%.

Durante el semestre hemos ajustado al alza el **valor objetivo**¹ de la **Cartera Ibérica** cerca de un 14%, hasta



(1) Cartera Ibérica: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Iberia FI – Clase C, ISIN: ES0119184002. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 20.

los **291€ /participación**. Tras este ajuste, el **potencial¹** de revalorización se sitúa en **108%**.

En la **Cartera Ibérica** estamos invertidos cerca del 98% y, en su conjunto, la cartera cotiza a un PER 2024¹ estimado de 7,6x frente al 10,5x de su índice de referencia, y tiene un ROCE¹ cercano al 30%.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 20. **Foto:** Oyls, Shutterstock.

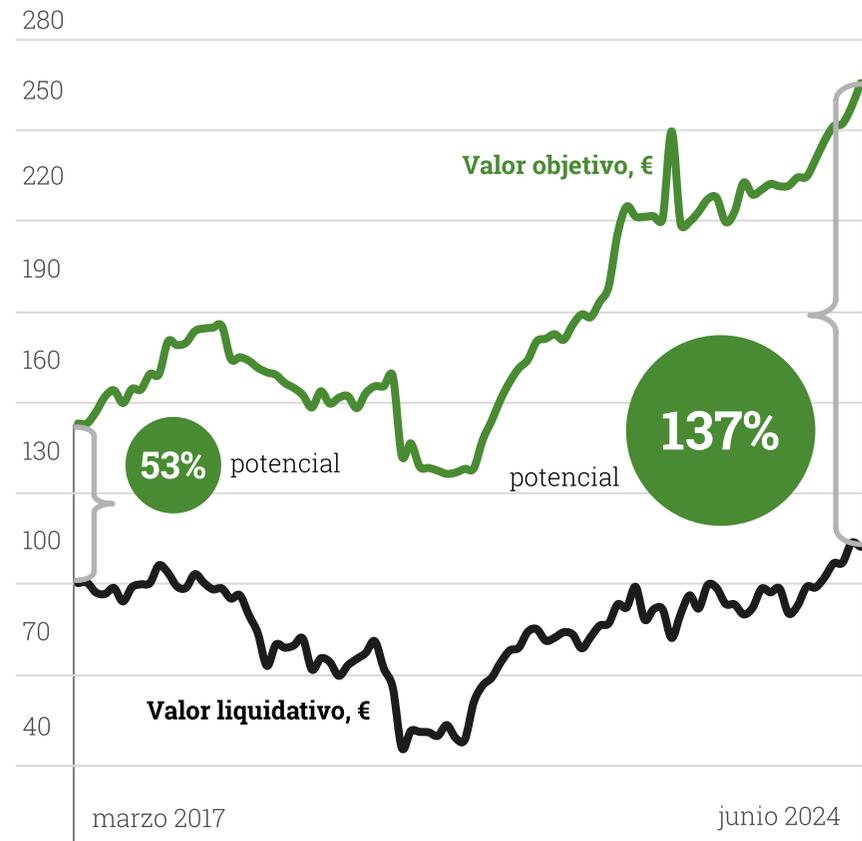
Cartera Grandes Compañías

Durante el primer semestre de 2024 nuestra **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad del +13,2% frente al +15,2% del índice de referencia, el **BBG Developed Markets**.

Las compañías que más han contribuido a esta rentabilidad han sido **Golar, Teva, Organon** y **Hyundai Motor** con subidas de entre el 30% y el 60%. Por el contrario, **Grifols, Continental** y **Bayer** han sido las que más han restado con caídas del 20-40%.

En la **Cartera de Grandes Compañías** hemos vendido completamente tres compañías que a cierre de diciembre tenían un peso agregado cercano al 3,5%. Estas ventas nos han permitido financiar la entrada en dos compañías nuevas que a cierre de junio tenían un peso agregado cercano al 3,5%.

Durante el semestre hemos ajustado al alza el **valor objetivo**¹ de la **Cartera Grandes Compañías** cerca de un 13%,



(1) Cartera Grandes Compañías: Rentabilidad obtenida por el fondo Cobas Grandes Compañías FI – Clase C, ISIN: ES0113728002. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Para más información sobre el potencial de revalorización y otros posibles escenarios (VaR) ver página 20.

hasta los **265€/participación¹**, lo que representa un **potencial¹** de revalorización del 137%.

En la **Cartera Grandes Compañías** estamos invertidos cerca al 97%. En conjunto, la cartera cotiza con un PER¹ 2024 estimado de 6,6x frente al 20,0x de su índice de referencia y tiene un ROCE¹ del 34%.



(1) Para más información sobre los ratios y posibles escenarios ver página 20. **Foto:** Cavan-Imagnes, Shutterstock.

FONDOS DE DERECHO ESPAÑOL

Denominación	Valor liq.	Potencial	Rentabilidades			PER	ROCE	VaR	Patrimonio	Fecha inicio
			1S2024	2024	Desde inicio					
Selección FI Clase A	119,5 €	131%	19,5%	19,5%	19,5%	6,7x	35%	8,8%	517,6 Mn€	05/02/2024
Selección FI Clase B	142,4 €	131%	17,6%	17,6%	42,4%	6,7x	35%	8,8%	200,5 Mn€	03/02/2022
Selección FI Clase C	128,3 €	131%	17,5%	17,5%	28,3%	6,7x	35%	8,8%	52,8 Mn€	14/10/2016
Selección FI Clase D	188,2 €	131%	17,3%	17,3%	88,2%	6,7x	35%	8,8%	45,8 Mn€	01/01/2021
Internacional FI Clase A	119,1 €	133%	19,1%	19,1%	19,1%	6,6x	35%	8,9%	355,6 Mn€	05/02/2024
Internacional FI Clase B	142,7 €	133%	17,6%	17,6%	42,7%	6,6x	35%	8,9%	152,8 Mn€	03/02/2022
Internacional FI Clase C	124,3 €	133%	17,4%	17,4%	24,3%	6,6x	35%	8,9%	84,7 Mn€	03/03/2017
Internacional FI Clase D	192,4 €	133%	17,3%	17,3%	92,4%	6,6x	35%	8,9%	69,1 Mn€	01/01/2021
Iberia FI Clase A	117,8 €	108%	17,8%	17,8%	17,8%	7,6x	30%	8,5%	27,7 Mn€	05/02/2024
Iberia FI Clase B	143,4 €	108%	14,7%	14,7%	43,4%	7,6x	30%	8,5%	10,5 Mn€	03/02/2022
Iberia FI Clase C	139,7 €	108%	14,5%	14,5%	39,7%	7,6x	30%	8,5%	3,5 Mn€	03/03/2017
Iberia FI Clase D	129,5 €	108%	14,4%	14,4%	65,5%	7,6x	30%	8,5%	2,4 Mn€	03/03/2017
Grandes Compañías FI Clase A	112,6 €	137%	12,6%	12,6%	12,6%	6,6x	34%	9,5%	11,0 Mn€	05/02/2024
Grandes Compañías FI Clase B	129,5 €	137%	13,3%	13,3%	29,5%	6,6x	34%	9,5%	6,3 Mn€	03/02/2022
Grandes Compañías FI Clase C	111,8 €	137%	13,2%	13,2%	11,8%	6,6x	34%	9,5%	2,2 Mn€	03/03/2017
Grandes Compañías FI Clase D	155,6 €	137%	13,2%	13,2%	55,6%	6,6x	34%	9,5%	1,5 Mn€	01/01/2021
Cobas Renta FI	116,4 €		6,7%	6,7%	16,8%			1,8%	41,9 Mn€	18/07/2017

PLANES DE PENSIONES

Global PP	119,9 €	131%	17,6%	17,6%	19,9%	6,7x	35%	8,8%	107,7 Mn€	18/07/2017
Mixto Global PP	118,7 €	98%	14,7%	14,7%	18,7%	6,7x	26%	6,6%	11,4 Mn€	18/07/2017
Cobas Empleo 100 PPE	140,6 €	131%	18,0%	18,0%	40,6%	6,7x	35%	8,7%	1,4 Mn€	23/06/2021
Cobas Autónomos PPES	123,7 €	131%	17,9%	17,9%	23,7%	6,7x	35%	8,7%	5,0 Mn€	17/07/2023

Datos: a 30 de junio 2024. **Notas:** Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. **Ratios:** VALOR OBJETIVO/POTENCIAL: Ambos ratios están basados en cálculos y estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vayan a alcanzar. Se trata de una estimación de lo que valen nuestros fondos y da una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en los fondos. Para el cálculo del valor objetivo, efectuamos un análisis individualizado de cada compañía que integra la cartera. No hay garantía de que dichos valores estén realmente infravalorados o que, siendo así, su cotización vaya a evolucionar en la forma esperada por los gestores. En concreto, estimamos la capacidad de generación de beneficios futura y aplicamos el método de valoración que mejor se adecúa a cada modelo de negocio, siendo los métodos de valoración por múltiplos o de descuento de flujos de caja los más utilizados. La capacidad de generación de beneficios futuros la calculamos teniendo en cuenta el comportamiento histórico de la empresa, la ejecución del equipo gestor, el análisis del sector (oferta y demanda), y sus perspectivas futuras. El objetivo es determinar el beneficio normalizado sostenible a lo largo de un ciclo económico completo. Este análisis se desarrolla y actualiza continuamente, teniendo en cuenta información cuantitativa, principalmente la contenida en las cuentas anuales de la compañía, y cualitativa, como por ejemplo la adquirida mediante asistencia a conferencias, informes de empresas proveedoras de información o mediante entrevistas con clientes, competidores, reguladores, antiguos empleados, etc. Los múltiplos o las tasas de descuento que aplicamos a los beneficios futuros estimados se derivan de nuestro análisis, siendo las principales variables la calidad del negocio, su previsibilidad, el crecimiento esperado y los riesgos. Salvo raras excepciones, la tasa de descuento aplicada (ya sea explícita o implícitamente) oscila entre el 6% y el 12%. Así, del cociente entre el valor objetivo y el precio de cotización, resulta nuestro potencial de revalorización para cada compañía. Al ponderar este potencial por los pesos que tiene cada compañía en la cartera, obtenemos el potencial del fondo. **VaR:** pérdida máxima esperada mensual, calculado con la metodología Value at Risk 2,32 sigmas, nivel de confianza del 99% de la distribución normal a un mes (datos a 31/12/2023); **PER:** se calcula dividiendo la capitalización bursátil de cada compañía entre su flujo de caja normalizado en base a estimaciones propias; **ROCE:** se calcula dividiendo el resultado operativo normalizado en base a estimaciones propias, después de impuestos, entre el capital empleado (ex-fondo de comercio) para ver la rentabilidad del negocio.

Cobas Internacional FI

Clase A - ES0119199034
Clase B - ES0119199026
Clase C - ES0119199000
Clase D - ES0119199018

Cobas Iberia FI

Clase A - ES0119184036
Clase B - ES0119184028
Clase C - ES0119184002
Clase D - ES0119184010

Cobas Grandes Compañías FI

Clase A - ES0113728036
Clase B - ES0113728028
Clase C - ES0113728002
Clase D - ES0113728010

Cobas Selección FI

Clase A - ES0124037039
Clase B - ES0124037021
Clase C - ES0124037005
Clase D - ES0124037013

Cobas Renta FI

ES0119207001

Top 10	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso trimestre anterior	Compañía	Peso semestre actual	Peso semestre anterior
	Golar LNG	8,1%	8,2%	Técnicas Reunidas	10,9%	8,6%	Golar LNG	8,1%	7,6%	Atalaya Mining	7,0%	7,1%	Atalaya Mining	1,5%	1,3%
	Babcock	4,9%	5,7%	Atalaya Mining	10,6%	10,0%	CK Hutchison	5,8%	4,4%	Tecnicas Reunidas	4,5%	4,0%	Babcock	1,4%	0,9%
	Currys PLC	4,6%	3,7%	Almirall	6,6%	5,8%	Atalaya Mining	5,2%	4,0%	Bw Offshore	4,2%	4,9%	Currys	1,3%	0,7%
	Atalaya Mining	4,2%	3,8%	Elecnor	6,4%	7,8%	Fresenius	4,9%	4,6%	Golar LNG	4,0%	3,2%	Atalaya Mining	1,2%	1,5%
	CIR	3,9%	4,2%	Vocento	5,0%	3,4%	Teva	4,7%	4,8%	CIR	3,4%	3,6%	Teva	1,1%	0,8%
	Bw Offshore	3,3%	2,7%	Grifols	4,7%	4,2%	Grifols	4,2%	2,9%	Bw Offshore	2,9%	2,3%	Currys	1,0%	0,9%
	CK Hutchison	3,1%	2,1%	GCO	4,5%	4,7%	Bayer	3,8%	2,9%	CK Hutchison	2,7%	1,8%	BW Energy	1,0%	0,9%
	Fresenius	3,0%	1,6%	CAF	4,2%	4,8%	Viatrix	3,6%	4,0%	Fresenius	2,6%	1,4%	Viatrix	1,0%	0,7%
	AcadeMedia	2,8%	2,4%	Miquel y Costas	4,2%	4,6%	Organon	3,6%	2,7%	Técnicas Reunidas	2,5%	2,4%	Kosmos	0,9%	0,6%
	Danieli	2,7%	3,7%	Semapa	4,1%	4,5%	Renault	3,5%	3,4%	Academedias	2,5%	2,1%	Babcock	0,8%	0,9%
Distribución geográfica	Zona Euro		25,1%	España		79,1%	Zona Euro		36,0%	Zona Euro		33,7%	Zona Euro		76,4%
	Resto Europa		37,8%	Portugal		10,3%	EEUU		28,7%	Resto Europa		33,8%	EEUU		17,6%
	EEUU		21,1%	Otros		10,6%	Asia		19,0%	EEUU		18,4%	Asia		12,2%
	Asia		14,0%				Resto Europa		16,3%	Asia		12,2%	Otros		1,8%
	Otros		2,1%							Otros		1,8%			
Distribución sectorial	Región		Peso semestre actual	Región		Peso semestre actual	Región		Peso semestre actual	Región		Peso semestre actual	Región		Peso semestre actual
	Exploración de petróleo y gas		13,2%	Minería y metales		15,4%	Farmacéutico y biotecnología		15,7%	Exploración de petróleo y gas		11,5%	Gobierno		66,7%
	Trans.y almac. de petróleo y gas		12,4%	Equip. y servicios de energía		12,9%	Automóviles y componentes		13,2%	Trans.y almac. de petróleo y gas		10,8%	Exploración de petróleo y gas		15,0%
	Conglomerados industriales		10,8%	Papelero		7,6%	Conglomerados industriales		10,8%	Conglomerados industriales		10,8%	Trans.y almac. de petróleo y gas		5,9%
	Venta al por menor		8,8%	Ingeniería y construcción		7,5%	Trans.y almac. de petróleo y gas		10,5%	Farmacéutico y biotecnología		8,3%	Equip. y servicios de energía		3,6%
	Farmacéutico y biotecnología		7,9%	Farmacéutico y biotecnología		6,6%	Equip. y servicios de salud		9,1%	Venta al por menor		7,7%	Farmacéutico y biotecnología		2,5%
	Automóviles y componentes		6,9%	Transporte		6,6%	Minería y metales		7,5%	Automóviles y componentes		6,0%	Transporte		2,0%
	Aeroespacial y defensa		6,4%	Medios y entretenimiento		5,7%	Equip. y servicios de energía		5,0%	Aeroespacial y defensa		5,6%	Minería y metales		1,5%
	Minería y metales		5,4%	Seguros		5,7%	Venta al por menor		4,9%	Minería y metales		5,6%	Venta al por menor		1,0%
	Otros		28,2%	Otros		32,0%	Otros		23,3%	Otros		33,8%	Otros		1,8%
Contribución a la rentabilidad	Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores			Contribuidores		
	Golar		3,3%	Técnicas Reunidas		4,7%	Golar		3,2%	Golar		2,9%	Golar		2,9%
	Babcock		2,0%	Atalaya Mining		2,6%	Teva		2,7%	Babcock		1,8%	Babcock		1,8%
	Currys		1,7%	Vocento		2,3%	Hyundai		1,5%	Currys		1,5%	Currys		1,5%
	CIR		1,5%	GCO		1,1%	Organon		1,5%	CIR		1,3%	CIR		1,3%
	Teva		1,3%	Almirall		0,9%	Técnicas Reunidas		1,3%	Teva		1,2%	Teva		1,2%
	Detractores			Detractores			Detractores			Detractores			Detractores		
	TI Fluid Systems		-0,2%	Global Dominion		-0,1%	CK Hutchison		-0,2%	TI Fluid Systems		-0,2%	TI Fluid Systems		-0,2%
	Kosmos Energy		-0,3%	Acerinox		-0,1%	Arcelormittal		-0,3%	Kosmos		-0,2%	Kosmos		-0,2%
	Bayer		-0,3%	Tubacex		-0,1%	Bayer		-0,8%	Bayer		-0,3%	Bayer		-0,3%
	Canacol		-0,3%	Gestamp		-0,6%	Continental		-0,9%	Canacol		-0,3%	Canacol		-0,3%
	Seacrest		-1,1%	Grifols		-2,5%	Grifols		-1,8%	Seacrest		-1,0%	Seacrest		-1,0%

La posición de CIR aglutina la exposición conjunta a los distintos tipos de acciones en cartera de dichas compañías, cuyos ISIN se muestran a continuación:
- CIR: IT0005241762 y IT0000070786. La información desglosada por código ISIN está disponible en el informe disponible en el portal de CNMV.

NOVEDADES

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

Nueva Clase A en los fondos de inversión

El 5 de febrero comenzó el traspaso automático de partícipes con 7 años de antigüedad a la **nueva Clase A** con una **comisión de gestión del 1%**. Con este hito, **Cobas AM** cumple con su estrategia de nueva estructura de comisiones a nuestros inversores autorizada por la CNMV en 2020, en función de la antigüedad de los mismos y premiando la fidelidad y compromiso demostrado.

Bajada de comisiones en planes de pensiones

Asimismo, coincidiendo con el séptimo aniversario de **Cobas AM**, se redujeron las comisiones de gestión de todos los partícipes del plan de pensiones **Cobas Global PP** al **1%** y a todos los inversores del **Cobas Mixto Global PP** al **0,75%**, ofreciendo unas comisiones muy por debajo de la media de los planes de pensiones individuales nacionales. Para más información sobre la estructura final de comisiones puede

consultar el comunicado sobre la nueva estructura de comisiones publicado en diciembre 2020. [Leer comunicado.](#)

Gastos de análisis

Tras la implementación de la estructura de clases de nuestros fondos y la exhaustiva optimización de todos nuestros proveedores de análisis, se ha decidido imputar parte de los gastos de análisis a los fondos de inversión gestionados. Puede leer el comunicado [aquí](#).

BNP Paribas S.A. Sucursal en España, nueva entidad depositaria de Cobas AM

El 17 de junio Banco Inversis, S.A. fue sustituido por la entidad depositaria **BNP Paribas, S.A., Sucursal en España**. Tras su inscripción oficial por parte de la CNMV se han modificado los números de cuentas bancarias correspondientes a nuestros fondos de inversión y planes de pensiones. Podrá consultar los nuevos números de cuenta al operar en su área privada o poniéndose en contacto con el equipo de Relación con Inversores.

Modificación del folleto de Cobas Renta FI

El pasado 14 de junio se modificó el folleto correspondiente al fondo **Cobas Renta FI**, en el que se comunica que el riesgo de divisa pasa a ser como máximo el 25% de la exposición total.

Premio Brújula del Año

El Instituto Español de Analistas galardonó a **Francisco García Paramés**, Presidente y CEO de **Cobas AM** con el Premio Brújula del Año para reconocer la trayectoria profesional de su figura en el mapa económico-financiero español.

“¿Qué hay de lo mío? Una reforma radical de las pensiones españolas”

El pasado 18 y 24 de abril, el profesor **Javier Díaz Giménez** (Economista y Titular de la **Cátedra Cobas AM sobre Ahorro y Pensiones-IESE**) impartió dos sesiones en los campus del IESE de Barcelona y Madrid donde discutió los principales problemas que afectan a la Seguridad Social española y propuso una reforma radical para las pensiones.



Imagen: Lola Solana, presidenta del Instituto Español de Analistas junto con Francisco García Paramés, Presidente y CEO de Cobas AM.

Eventos y colaboraciones

Durante el semestre hemos realizado varios eventos con inversores de la mano del Equipo de Relación con Inversores en Barcelona, Oviedo, Granada, Valladolid y Tarragona, así como la celebración de la **VIII Conferencia Anual de Inversores** en Madrid, de la cual puede ver el vídeo [aquí](#).

Además, **Cobas AM** ha estado presente en diversas ponencias en las Universidades de Cádiz, CEU San Pablo, Salamanca, CIS Universidad Americana, Rey Juan Carlos, Navy League of the United States y el IX Foro Internacional de Educación financiera de calidad en Pontevedra.

Por último, **Francisco Burgos**, Director de Relación con Inversores Institucionales, participó en la conferencia anual de inversores en Madrid de Ten Value el pasado 26 de junio.

Participaciones en programas de radio y televisión

Durante este semestre, miembros del Equipo de Inversión y de Relación con Inversores de **Cobas AM** participaron en diversos programas de radio, prensa y televisión, como Negocios TV, Intereconomía, Expansión, Tu Dinero Nunca Duer-

me, etc. Están disponibles los audios y vídeos [aquí](#).

Brainvestor

Durante el semestre hemos realizado tres talleres presenciales de sesgos del inversor, economía conductual y la inteligencia artificial junto a **Paz Gómez Ferrer**, experta en psicología del comportamiento financiero, acompañada por expertos en la materia como **Rafael López, Juan de Rus** y **Álvaro Gaviño**.



Imagen: Cobas AM.

Este año, como novedad y previo al inicio de la **VIII Conferencia Anual de Inversores**, Paz Gómez Ferrer junto con Carlos Gonzalez, Director de Relación con Inversores de Cobas AM, hablaron sobre psicología financiera y la app BrainVestor. Puede ver el vídeo en el siguiente [enlace](#). Descubra también el **programa de mentoring** que la app Brainvestor pone a su disposición para resolver todas sus dudas y convertirse en un inversor consciente. Descargue la app gratuitamente [aquí](#).

Botón de Plata de Youtube

Celebramos un nuevo logro en nuestro canal de YouTube

alcanzando los **100.000 suscriptores**. Como reconocimiento, recibimos de Youtube el reconocido Botón de Plata. Si aún no conoce nuestro canal puede suscribirse [aquí](#).

¿Conoce nuestras Redes Sociales?

Le invitamos a ver nuestros últimos videos que tratan sobre varios temas de actualidad como las pensiones en nuestro país o la influencia de la inteligencia artificial.

También pueden resultarles interesantes nuestros posts y research publicados en nuestras redes sociales.

Instagram



Facebook



Libsyn



LinkedIn



YouTube



Twitter



Imagen: Cobas AM.

Otras iniciativas



**SANTA
COMBA**



Cobas AM colabora con **Value School** para promover la cultura financiera desde una perspectiva independiente y ayudar a que los ahorradores tomen decisiones de inversión de forma consciente. Al fin y al cabo, ser inversor en valor es más que comprar barato y tener paciencia. Es una filosofía de vida.

Segunda cena de verano

El sábado 22 de junio **Value School** organizó su segunda cena de verano a la que asistieron un centenar de miembros de la Comunidad de Value School, además de los profesores del Summer Summit 2024. La cena se ofreció en el campus de Madrid de la Universidad Francisco Marroquín.

Finalización del curso Finanzas en Pareja

El 10 de junio concluyó el curso Finanzas en pareja pensado para que el dinero nunca sea una fuente de problemas de pareja. Las clases comenzaron el 8 de mayo. Dirigido e

Imagen: Cartel curso 'Finanzas en Pareja' de Value School.



impartido por José Trecet, contó con Laura Mascaró, Ángel Seisdedos, Mertxe Pasamontes y Antonio Moreno como profesores invitados.

Carta de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway

Value School publica su edición en español de la carta correspondiente al año 2023. En la sección de librería de la web de **Value School** siguen disponibles las cartas publicadas desde el año 2018. [Ver cartas](#)

Especialización y comercio: Una reintroducción a la economía, de Arnold Kling

Nuevo título de la colección de ensayo Deusto-**Value School**-Juan de Mariana. El libro explica la economía como un sistema en constante evolución, articulado a partir de «patrones de especialización y comercio sostenibles» en constante cambio. Disponible en librerías en papel y edición electrónica.



En los últimos cuatro años, en **Global Social impact Investments (GSI)**, ha logrado consolidar dos fondos que no solo generan rentabilidad, sino también un impacto positivo

y duradero en las comunidades a las que apoyamos. Este éxito no habría sido posible sin el esfuerzo de todos los involucrados, desde los inversores hasta los equipos de las empresas en las que invierten y sus colaboradores.

Algunas de sus noticias más recientes:

Memoria de Impacto 2023

Ya está disponible la memoria anual de impacto, donde detallan los logros y avances en nuestros proyectos e inversiones. Esta memoria refleja el compromiso con la transparencia y la generación de valor para los inversores y para las comunidades en las que operan. [Leer pdf](#)

Inversión en Éxxita Be Circular

GSI ha realizado una inversión de 6 millones de euros en **Éxxita Be Circular** para impulsar su impacto social y ambiental. Esta inversión permitirá a la compañía intensificar la gestión circular de los residuos RAEE, desplegar su plan estratégico y consolidar su liderazgo en Economía Verde con impacto. [Saber más](#)

Inversión del Fondo Europeo de Inversiones

El Fondo Europeo de Inversiones (FEI), parte del Grupo Banco Europeo de Inversiones (BEI), ha invertido 22,5 millones de euros en nuestro fondo **GSIF España**. Esta inversión convierte al FEI en el inversor principal del fondo.

[Saber más](#)

Premio a la mejor operación de impacto

GSI ha recibido el premio "a la mejor operación de impacto" junto a **Sqrups** en la 17ª Edición de los Premios al Capital Privado en España organizados por Spaincap, Deloitte e IESE Business School. [Saber más](#)

Ampliación de capital en Sqrups

GSI ha duplicado su inversión en **Sqrups**, acelerando la expansión de la compañía y su impacto. La ampliación de capital, realizada a través de **GSIF España**, permitirá aumentar el ritmo de contratación, con más de un tercio de la plantilla perteneciente a colectivos vulnerables. Con esta inyección de capital, la participación en **Sqrups** aumenta hasta el 40%. [Saber más](#)

Foto: Erik Akino. GSI.

Inversión de AECID en GSIF África

La Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) ha invertido 15 millones de euros en el fondo **GSIF África**. Esta inversión, realizada a través del FONPRODE con el apoyo de **COFIDES** como asesor de inversiones, contribuirá a fortalecer a pymes africanas de alto impacto, promoviendo el desarrollo económico sostenible en la región. [Saber más](#)





Durante el primer semestre de 2024, **Open Value Foundation** ha seguido consolidando su estrategia, priorizando la inversión directa a través de instrumentos propios de la **Venture Philanthropy**. Este enfoque les permite apoyar proyectos y empresas sociales que mejoran los medios de vida de las personas más vulnerables en África subsahariana y España, ofreciendo no solo ayuda económica, sino también soporte técnico. De esta forma, brindan a emprendedores sociales las herramientas necesarias

para que puedan coger mayor impulso y maximicen su impacto.

Algunas de las últimas novedades e inversiones:

Inversión en Plant on Demand

Han invertido 30.000€ en forma de nota convertible, logrando catalizar con ello otros 50.000€ de otros inversores de impacto. **Plant on Demand** es una plataforma tecnológica que facilita la venta directa de productos agrícolas, mejorando la rentabilidad y sostenibilidad de pequeños agricultores. [Ver proyecto](#)

Foto: Plant on Demand, Open Value Foundation.

Mercado de San Cristóbal

Han contribuido a la apertura de un mercado en el barrio de **San Cristóbal**, que funcionará como escuela para recuperar oficios tradicionales y ofrecer empleo a personas vulnerables. Este proyecto no solo revitaliza la economía local, sino que también promueve la inclusión social y la preservación de la cultura. [Ver proyecto](#)

Fondo de Fundaciones

Se han financiado tres nuevas iniciativas: **Mescladis** (35.000€), **Filantropico** (35.000€) y **Solem** (15.000€). Estas inversiones apoyan proyectos que fomentan la inclusión social y el desarrollo económico sostenible. La nueva convocatoria de financiación para empresas sociales se lanzará en septiembre. [Ver proyecto](#)

SJM Almería

Desde su reciente establecimiento en Almería, el **Servicio Jesuita a Migrantes (SJM)** ha podido acompañar, servir y defender a cientos de personas en situación de grave exclusión. Así, el **SJM Almería** se ha ubicado como un actor relevante en la lucha contra la exclusión residencial y la infravivienda en la comarca de Níjar. **Open Value Foun-**

ation se ha comprometido con su programa de vivienda, a través del que se han creado plazas residenciales para 80 personas. [Ver proyecto](#)

Viaje a Accra

Su equipo viajó a Accra para hacer seguimiento de las inversiones en marcha y explorar nuevas oportunidades. Además, participaron en el **Impact Summit**, un evento clave para el intercambio de ideas y la promoción de la inversión de impacto en la región. [Ver proyecto](#)

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 la 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. Les recordamos que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

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

Paseo de la Castellana, 53. Segunda planta
28046 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**

