



c o b a s

asset management

Comentario **Tercer Trimestre 2018**



En el tercer trimestre hemos visto como nuestros fondos obtenían resultados negativos, principalmente lastrados por nuestra inversión en **Aryzta**, al igual que ocurrió en el trimestre anterior. Más concretamente, la exposición a esta compañía ha afectado negativamente a la rentabilidad de la cartera internacional en un 3% aproximadamente, mientras que la rentabilidad negativa total de dicha cartera en el trimestre ha sido en torno al 4%. Desde el principio de año el impacto negativo de **Aryzta** ha sido del 10%. El resto de la **Cartera Internacional** ha tenido un comportamiento razonable, superando incluso a su índice de referencia.

El peso de **Aryzta**, que en estos momentos supone el 6% de la Cartera Internacional, no nos debe hacer olvidar las positivas características del resto de la cartera, a la que seguimos valorando casi un 100% por encima de su cotización actual. Algunos de esos valores ya lo han reflejado (**Nevsun o GIII** por ejemplo, con revalorizaciones cercanas al 100%) y el resto lo harán a lo largo del tiempo.

El tiempo, además, nos ayuda a estar más firmes en nuestras convicciones. En gran parte de las compañías llevamos casi dos años siendo accionistas, lo que supone un grado de seguridad adicional. Nuestro proceso de análisis es constante y detalles que se nos pueden escapar al entrar en contacto con un nuevo negocio, con el tiempo se vuelven familiares. En cualquier caso, la volatilidad debe ser nuestra amiga, y caídas en los mercados, como la de octubre, deben considerarse como oportunidades para sembrar las rentabilidades del futuro.

La volatilidad es nuestra amiga y las caídas en los mercados deben considerarse como oportunidades

Junto con este mensaje de optimismo queremos transmitir otro de tranquilidad. Creemos que nuestra cartera internacional tiene un carácter defensivo frente a una posible caída del ciclo y tan solo un 20% de la misma está expuesta a un deterioro de la demanda del consumo (principalmente las compañías de Automoción y de Con-

sumo Discrecional). El 80% restante está conformado por compañías defensivas que no deberían sufrir en exceso durante una caída del ciclo (ejemplo, **Babcock**), así como por compañías que dependen de su propio ciclo de oferta y que inevitablemente obtendrán mejores resultados una vez se limpie el exceso de capacidad de sus respectivos sectores (ejemplos, **Teekay** e **International Seaways**). Para ilustrar lo anteriormente mencionado, a continuación, hacemos un repaso de nuestras cinco principales posiciones en la **Cartera Internacional**, a excepción de **Aryzta** que analizamos por separado más adelante.

Foto: **Rommel Davila**, Unsplash

Comentario **Tercer Trimestre 2018**





Teekay. El grupo **Teekay**, a través de **Teekay LNG** y la matriz, **Teekay Corp**, es una de nuestras inversiones más significativas. Se trata de una inversión poco correlacionada con lo que haga el mercado, ya que depende de actuaciones concretas del grupo. Las razones por las que su valoración llamó nuestra atención (recorte del dividendo para financiar su ambicioso plan de crecimiento) serán en breve las razones por las que el mercado debería volver a apreciar sus cualidades. **Teekay LNG** es la verdadera fuente del potencial para ambas y ha ejecutado de manera impecable su plan de crecimiento, que implica contratos a largo plazo para sus barcos de transporte de GNL. El riesgo de ejecución es ahora muy reducido y resulta interesante que el mercado parece estar de acuerdo respecto a la generación de flujo de caja operativo esperado en **Teekay LNG**, pero ello no se está viendo reflejado aun en el precio de la acción. Esperamos el plan de la compañía para reiniciar la distribución de caja

mientras reducen su endeudamiento. En cualquier caso, la acumulación de valor será patente y esperamos que el mercado lo refleje, esta vez más pronto que tarde.



Babcock. El Brexit y las comparaciones inapropiadas que hace el mercado con una empresa tan única como Babcock, que es nº1 ó nº2 en prácticamente todos los negocios y geografías en las que opera, nos proporciona una oportunidad extraordinaria de comprar buenos negocios, con activos únicos, bien gestionados y a precios muy atractivos (PER 8x; 11% rentabilidad anual esperada). **Babcock** es especialmente fuerte en el mantenimiento de submarinos nucleares y fragatas en Reino Unido, en servicios de emergencia por helicóptero en Europa Occidental y en el soporte y desmantelamiento de centrales nucleares, todos ellos buenos negocios difíciles de replicar.



International Seaways. Tenemos una inversión significativa (casi el 10% de la Cartera Internacional) en el negocio de transporte marítimo de crudo, donde International Seaways es una de nuestras compañías favoritas. El punto actual, el más bajo de los últimos 30 años, propicia una inversión a favor de la recuperación del ciclo de transporte marítimo, en especial de crudo. Diversos factores contribuyeron a la debilidad actual, y poco a poco podemos ver cómo todos y cada uno se van normalizando (inventarios de crudo, demolición de flota y reducción de órdenes de barcos nuevos, entre otros). Esto está haciendo que se ajusten la oferta y la demanda, como evidencian las tasas diarias de flete y el precio de los barcos nuevos. Con **International Seaways** nos posicionamos para esta recuperación a través de una compañía con niveles de deuda moderados y con un alto potencial de revalorización incluso si se liquidara la compañía hoy, antes de la recuperación del ciclo.



Renault. Se trata de un caso claro de activo oculto o “hidden asset”, ya que según nuestras estimaciones el valor del 43% que tiene **Renault** en **Nissan** es superior a la propia capitalización bursátil de **Renault**. Dicho de otro modo, estamos invirtiendo “gratis” en el negocio de automoción de **Renault** (estimamos cerca de 4mn de unidades vendidas en 2018), su negocio financiero y el 1,6% que tiene en **Daimler**, todos ellos de indudable calidad según nuestro análisis. El mercado no termina de creerse esta situación, pero nosotros pensamos que el actual equipo directivo tiene la intención de poner en valor la compañía en el medio plazo.



Dixons. El Brexit nos ha permitido comprar **Dixons**, líder en distribución de electrónica en Reino Unido, los países

nórdicos y Grecia, en mínimos de 5 años (PER 7x), cuando Best Buy, que opera exactamente en el mismo negocio, pero en Estados Unidos, está cotizando cerca de máximos históricos (PER 13x). En un momento en el que la sombra de la disrupción amenaza al sector de distribución, Dixons no sólo ha demostrado que es capaz de competir de forma efectiva con **Amazon**, sino que ha ganado cuota de mercado de forma consistente en los últimos 5 años.

Como conclusión, estamos confiados en la fortaleza de nuestra cartera actual y estamos aprovechando la coyuntura económica y la volatilidad para mejorar aún más la calidad y el potencial de revalorización de la misma. Hay que recordar que después de los períodos de pérdidas llegan siempre los de recuperación, que son más fuertes que los primeros.

De nuevo les agradecemos a todos la confianza mostrada en nuestro modelo de gestión y, en especial, a los 672 nuevos coinversores que han aprovechado las rentabilidades negativas en el último trimestre para invertir con

nosotros, así como los 2.679 partícipes ya existentes que han decidido incrementar sus inversiones. Estamos convencidos del elevado valor subyacente de los negocios en los que estamos invertidos y de que, si tenemos paciencia, el tiempo nos permitirá alcanzar altas revalorizaciones.

Por último, damos la bienvenida a nuestro nuevo compañero **Hwi Soon Chan**, que, procedente de Corea, reforzará nuestro equipo de análisis. Trabjará desde Shanghai junto a nuestro compañero **Mingkun Chan**, con el que llevamos trabajando juntos diez años.

CARTERAS

Nuestras carteras

Fondos de derecho español

Denominación	Patrimonio
Internacional FI	500 Mn€
Iberia FI	65 Mn€
Grandes Compañías FI	24 Mn€
Selección FI	955 Mn€
Concentrados FIL	29 Mn€

Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Patrimonio
Internacional Fund	21 Mn€
Selection Fund	145 Mn€
Concentrated Value Fund SIF	13 Mn€

Total activos bajo gestión	Capitalización bursátil	Tipo cartera		Compañías en cartera
		Internacional	Ibérica	
521 Mn€	Multi Cap	●		59
65 Mn€	Multi Cap		●	38
24 Mn€	70% ≥ 4Bn€	●	●	34
1.100 Mn€	Multi Cap	●	●	68
42 Mn€	Multi Cap	●	●	19

Como probablemente sepan en **Cobas Asset Management** 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 a 30 de septiembre.

Patrimonio total gestionado

2.423 Mn€

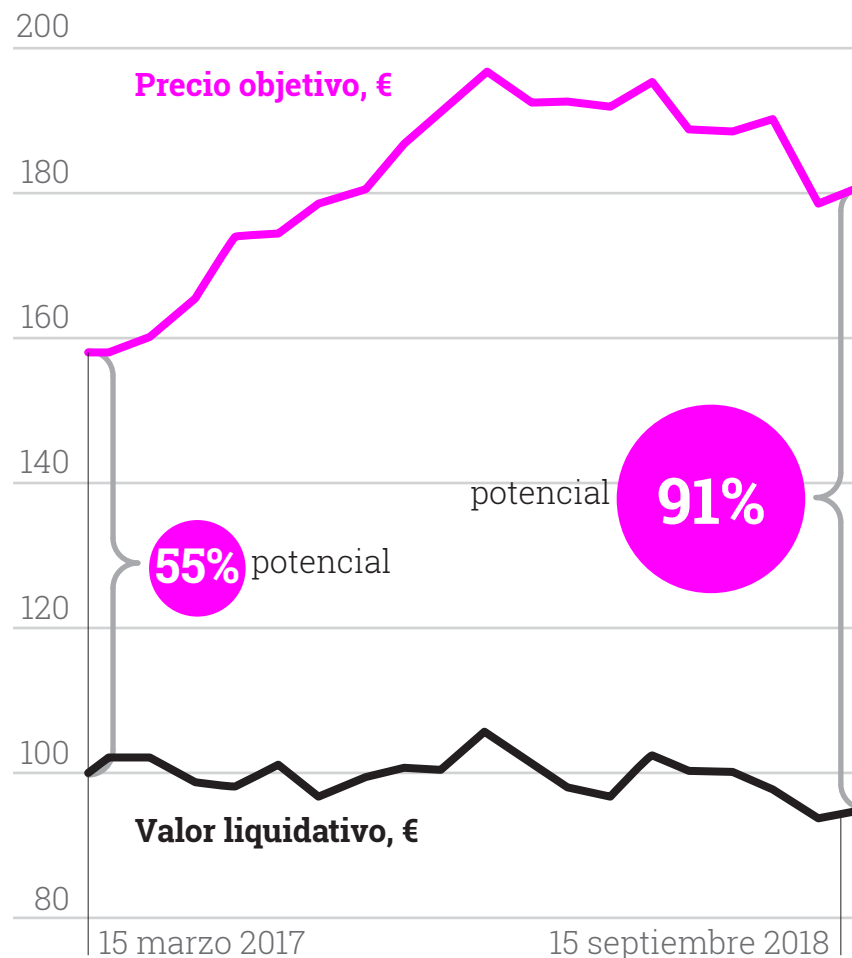
Cartera Internacional

Durante el tercer trimestre de 2018, la cartera internacional ha obtenido una rentabilidad negativa del 4,4% frente a una revalorización del 1,3% del índice de referencia, **MSCI Europe Total Return Net**.

Desde que el fondo **Cobas Internacional FI** comenzó a invertir en renta variable a mediados de marzo de 2017, ha obtenido una rentabilidad del -5,1%. El índice de referencia se revalorizó un 7,4%.

El valor objetivo de la cartera, 181€/participación muestra un potencial de revalorización del 91%. 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.

Obviamente, como consecuencia de este potencial, estamos invertidos al 97%, cerca del máximo legal permitido del 99%.



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.

Durante el trimestre, la mayor contribución al resultado positivo de la cartera ha sido generada por **Israel Chemicals** (+1,2%) y **OCI NV** (+0,4%). Por otro lado, destaca el efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera por parte de **Aryzta** (-3,2%) y **Teekay Corp.** (-0,7%).

A pesar de la evolución negativa de la rentabilidad a lo largo del trimestre, lastrada principalmente por Aryzta, cuya situación trataremos a continuación, hemos visto importantes revalorizaciones en valores como **ICL** y **OCI**, que han subido un 35% y 19% respectivamente, apoyados principalmente en la recuperación de los precios de los fertilizantes. También cabe destacar la oferta de adquisición de **Nevsun Resources** que recibimos por parte de **Zijin Mining**, lo que nos ha permitido vender nuestras acciones en torno a los \$4 por acción, tras haber invertido inicialmente a 2\$ por acción, ofreciéndonos una plusva-

lía superior al 100%.

En general, la cartera continúa manteniendo un elevado potencial y sigue estando formada por negocios de calidad, con márgenes de seguridad amplios y que por tanto ofrecen potenciales de revalorización atractivos.

Aryzta

Nuestra posición en **Aryzta** en los diferentes fondos es: 5,80% **Cobas Selección FI**; 6,32% **Cobas Internacional FI**; 6,85% **Cobas Grandes Compañías FI**; 1,24% **Cobas Renta FI**.

En la carta del segundo trimestre tratamos de ilustrar el ejercicio de ir a la contra que supone nuestra inversión en **Aryzta**, fundamentalmente a través de dos ejemplos de inversiones pasadas como son **Smurfit Kappa** y **Thales**. Es preciso recalcar que nuestra visión sobre el negocio de **Aryzta** no ha cambiado. Seguimos pensando que no existen motivos justificados para pensar que el líder en su sector no obtenga márgenes superiores a los actuales y en línea con los de sus competidores, es decir,

entre el 10% y el 15% en comparación con el 8% que tiene ahora. Los resultados publicados recientemente por la compañía apoyan nuestra visión, reforzando nuestra opinión de que el negocio se ha estabilizado y que la implementación de un plan estratégico a medio plazo que permita alcanzar mejores márgenes es más que factible.

Es por esta razón por lo que no hemos estado de acuerdo con la ampliación de capital de €800mn recientemente aprobada, al considerar que dicha ampliación es excesivamente dilutiva y perjudica nuestros intereses.

Ésta es la razón que nos ha hecho adoptar una postura activa en la junta del pasado día 1, proponiendo una ampliación de capital más limitada y la venta de otros activos para fortalecer el balance. Desafortunadamente únicamente nos apoyó el 47% de los accionistas, por lo que salió adelante la propuesta del Consejo.

A partir de estos momentos suscribiremos los derechos que nos corresponde y decidiremos el peso que tendrá en nuestra cartera internacional dependiendo de las alter-

nativas de las que disponemos, que son muchas. La realidad es que con la ampliación aprobada se limita el potencial alcista a la vez que se reduce drásticamente el riesgo.

El valor objetivo lo hemos reducido por el impacto del fortalecimiento del balance. Lo que ha ocurrido lo podemos asemejar a la compra de una casa con hipoteca o sin hipoteca. Si pensamos que el valor de la casa subirá, debemos comprar utilizando una hipoteca. Al haber reducido la "hipoteca" en **Aryzta**, el potencial de revalorización de nuestro capital se reduce.

Por otro lado, la posibilidad de un impacto adicional al ya sufrido por nuestros fondos ha quedado muy reducida por el fortalecimiento del balance y la calidad de los activos, que hemos comprobado en estos meses de estudio exhaustivo del negocio.

Activismo

Siempre hemos dicho que no somos activistas y que sólo invertimos en empresas bien gestionadas en las que hay poco que cambiar. Podemos hablar de dos excepciones a esto:

- Cuando se produce una operación manifiestamente injusta, como nos sucedió con **Ciba** en 2008 y como pensamos que sucede ahora con **Aryzta**.
- Cuando haya una controversia entre dos «bandos» en el accionariado que nos obligue a tomar partido. Cuando ocurre esto es que, normalmente, nos hemos equivocado y la compañía no va por el camino adecuado.

En cualquier caso, iniciamos el «activismo» cuando nuestra participación es relevante. Cuando nuestra participación es pequeña nos dejamos llevar por otros accionistas más significativos, pues no sería un uso eficiente de nuestro tiempo, que es nuestro recurso más escaso.

Por supuesto que no es la primera vez que defendemos

activamente los intereses de las personas que confían en nosotros. Siempre lo hacemos discretamente, pero con firmeza. Ya lo hicimos en **Fasa Renault** o **Citroën** en 1997. En la Junta General de **Fasa**, en Valladolid, en 1997, fue la primera vez y, hasta el pasado día 1 de noviembre, la única vez en que me he levantado en una para protestar. En ambas conseguimos que se aumentara el precio de sus OPAs de exclusión.

También cuando, en 1998, **Endesa** ejecutó una fusión a un precio dañino para nuestras inversiones en nuestras filiales, tuvimos que protestar ante el Presidente **Rodolfo Martín Villa** y mandar un requerimiento notarial a todos los Consejeros. En este caso no tuvimos éxito.

En 2008, en plena crisis financiera, **BASF** presentó una OPA por **Ciba**, nuestra segunda mayor inversión, a un precio muy bajo. Nuestra propuesta nos permitió recibir rápidamente el dinero que nos correspondía, pudiendo aprovechar las oportunidades del momento.

Ahora, en 2018, hemos tenido que volver a ser activos, más bien defensivos, para defendernos de lo que hemos considerado como malas prácticas. Si miramos para atrás, en todos los casos las compañías estaban gestionadas por ejecutivos. Tendremos cuidado en el futuro en este tipo de empresas.

Por tanto, no es la primera vez que tomamos una postura activa, ni probablemente será la última. Ya hemos explicado las circunstancias para actuar así y, cuando éstas se den, defenderemos al máximo nuestros derechos.

Qué hemos aprendido

Ya hemos indicado que la calidad de los activos de **Aryzta**, así como las barreras de entrada para competir con gran parte de ellos nos quedan muy claras, pero otros han sido los aprendizajes de esta inversión:

- El primero es confiar en un equipo gestor con poca parti-

cipación en el accionariado. Ya sabemos que el 80% de nuestras inversiones las realizamos en compañías familiares, con las que tenemos intereses alineados y donde las decisiones de asignación de capital están muy cuidadas. En este caso, pensábamos que la presencia de **Gary McGann**, con el que habíamos tenido una buena experiencia en el pasado, limitaba el riesgo de no contar con una familia como accionista. No ha sido así.

- La deuda no era un problema, en principio, pero una concatenación de circunstancias adversas; aumento de costes, retraso en venta de activos y equipo gestor nuevo, ha provocado que esta deuda pudiera llegar a serlo, en un momento delicado en ese proceso de transición de la gestión. Otras veces hemos tenido alta inversión en compañías no familiares (por ejemplo, **Wolters Kluwer**) pero que tenían una deuda más reducida.

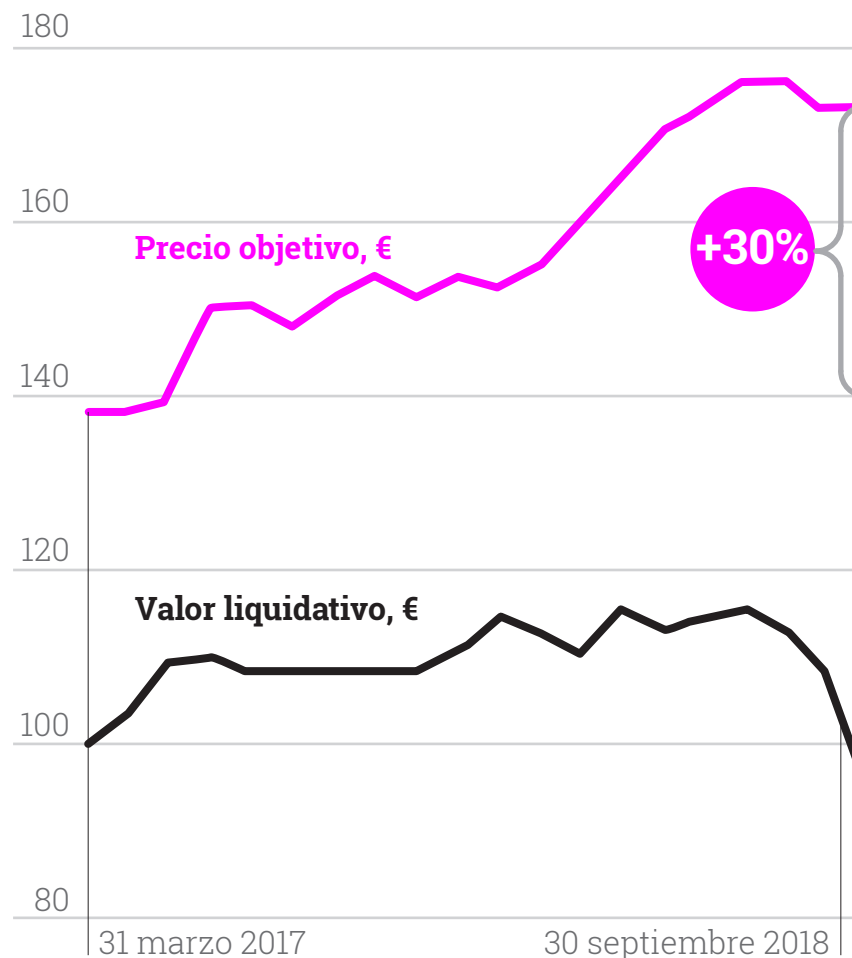
Somos críticos con nosotros mismos y los errores están para aprender, por tanto, sacaremos las conclusiones adecuadas de éste.

En cualquier caso, nuestra inversión en **Aryzta** todavía tiene potencial como para recuperar una gran parte de las pérdidas sufridas, asumiendo poco riesgo.

Cartera Ibérica

Durante el tercer trimestre de 2018, la **Cartera Ibérica** ha obtenido una rentabilidad negativa del 5,6% frente a una caída del 2% del índice de referencia. Aproximadamente la mitad de nuestra caída se debe a **Duro Felguera** que explicaremos más adelante. No obstante, si alargamos el periodo de comparación desde que lanzamos los fondos hasta el 30 de septiembre de 2018 vemos que nuestra **Cartera Ibérica** se ha revalorizado un 7,91%, un 7,59% mejor a su índice de referencia que se ha revalorizado un 0,32%.

Lo más importante del trimestre, es que, a pesar del impacto negativo de **Duro Felguera**, el precio objetivo de nuestra cartera Ibérica se ha mantenido estable en los 173€ por participación, prácticamente el mismo que teníamos a cierre de junio. Cabe resaltar que desde el lan-



zamiento del fondo hemos incrementado el valor objetivo del fondo ibérico un 30%. En última instancia a esto dedicamos nuestro trabajo, y la experiencia nos ha demostrado que tarde o temprano el valor liquidativo tiende a alcanzar nuestro precio objetivo.

Mantener el precio objetivo ha sido posible gracias a una gestión activa de nuestra cartera. Durante el trimestre han salido completamente 4 compañías y han entrado 5 a la **Cartera Ibérica**.

Hemos aprovechado las caídas para entrar o aumentar nuestra posición en algunas compañías, entre las más importantes:

1. Prosegur & Prosegur Cash. Compañías penalizadas por el mercado debido a la exposición que tienen a Argentina y a la devaluación de su moneda. Pero, el mercado se olvida de que una devaluación genera inflación y que **Prosegur** puede trasladar esta inflación (más rápido o más lento) a sus clientes, compensando parcialmente la devaluación de la moneda. Además, en este tipo de entor-

no económico la velocidad de circulación del dinero se acelera, lo que también beneficia a **Prosegur**.

2. Mota-Engil. Penalizada por el mercado debido a: i) unos pobres resultados semestrales (por el retraso en la ejecución de su cartera de pedidos); ii) a su exposición a mercados emergentes; y iii) a la fluctuación de las monedas en países emergentes. En este caso, el mercado no ve la posición de dominio que tiene **Mota-Engil** en África y el peso que África tiene en la valoración total de la compañía.

Estas compras, entre otras, han sido financiadas principalmente con la venta total o parcial de **CTT, Bankia, Logista, FCC** y **NOS**, que en general han tenido una buena evolución en bolsa durante el trimestre.

Duro Felguera. ¿Por qué acudimos a la ampliación de capital y qué le sucede a la compañía?



Duro Felguera es una ingeniería española con más de 150 años de historia con muchas credenciales (experiencia) en la ejecución de proyectos “llave en mano”, principalmente de plantas de generación de electricidad con gas.

La compañía acudió al mercado debido a que en los últimos años se había descapitalizado y la deuda había subido significativamente. En este contexto **Duro Felguera** llega a un acuerdo con los bancos mediante el cual estos aceptaban una quita del 75% de la deuda bancaria con la condición de que hubiese: i) cambio de equipo gestor y ii) más inversores que inyecten capital en la compañía, en concreto 125mn€.

En este proceso hablamos con varios consultores y competidores que nos confirmaron, por un lado, las cualida-

des técnicas de la compañía y, por otro, que la gestión de los últimos años podía ser mejorada.

Así, llegamos a la conclusión de que si se solucionaban los problemas financieros, la compañía podía ser viable, ya que **Duro Felguera** tiene las capacidades técnicas para lograrlo, y decidimos acudir a la ampliación de capital.

Sin embargo, tras un análisis detallado de una consultora contratada por el nuevo consejo de administración, sólo un mes después de la ampliación de capital, aparecieron pérdidas que el equipo gestor había menospreciado y no había comunicado al mercado.

Esto provocó una fuerte caída de la cotización, dado que en un escenario muy conservador cabría la posibilidad de una inyección de capital adicional. Pero incluso en ese escenario, pensamos que podría tener potencial de revalorización interesante. La acción ya se está recuperando (la cotización ha aumentado desde mínimos un 80% durante el último mes.

Recordemos que, tras la ampliación de capital, la base accionarial y el Consejo de la compañía ha cambiado y éste último tiene el firme propósito de darle la vuelta a esta situación, ya que la compañía tiene las cualidades técnicas para ello. Por esto último, mantenemos una posición pequeña de la **Cartera Ibérica** en **Duro Felguera**.

Cartera grandes compañías

Durante el tercer trimestre de 2018, la **Cartera de Grandes Compañías** ha obtenido una rentabilidad negativa del -1,9%, frente a una revalorización del 5,5% para el índice de referencia, **MSCI World Net**.

Desde que el fondo **Cobas Grandes Compañías FI** comenzó a invertir en renta variable a principios de abril de 2017, ha obtenido una rentabilidad del -3,9%. El índice de referencia se revalorizó un 11,7%.

El valor objetivo de la cartera, 175€/participación, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un potencial de

revalorización del 82%. Nuestro trabajo es seguir incrementando el valor de la cartera en el tiempo y esperamos que este valor se termine reflejando en su valor liquidativo.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER 2018 estimado de 8,0x y un ROCE del 26%. En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el trimestre, manteniéndose una fuerte exposición fuera de Europa y de la zona Euro. Mantenemos cubierto el 100% de la exposición a dólar.

Durante el trimestre, la mayor contribución al resultado positivo de la cartera ha sido generada por **Israel Chemicals** (+1,4%) e **Inpex Corp.** (0,6%). Por otro lado, destaca el efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera por parte de **Aryzta** (-3,2%) y **Babcock Int.** (-0,8%).

NOVEDADES

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

EVENTOS

Por segundo año consecutivo, **Cobas Asset Management** participó en el **Foro de Trani** con la intervención de nuestro analista **Juan Huerta de Soto**. El pasado mes de julio, Trani, una pequeña localidad al sur de Italia, que acoge desde hace 15 años a gestores e inversores de todo el mundo que comparten sus ideas de inversión y que les une la pasión por invertir fieles a la filosofía value.

También estuvimos presentes en la pasada edición de **MOI Global** que se celebró el pasado 20 de septiembre en Londres. Este evento que está considerado como uno de los más prestigiosos para inversores profesionales value fue clausurado por **Francisco García Paramés** que presentó su libro 'Investing for the Long term' y compartió con la audiencia su experiencia como inversor de los últimos 25



Foto: **Luke Staackpoole, Unsplash**



años y las ideas principales que componen la cartera internacional de **CobasAsset Management**.

Continuamos con nuestros **Encuentros con inversores** en diferentes ciudades de la geografía española. Consideramos que es clave transmitir nuestra filosofía de inversión y poner en conocimiento de todos los coinversores la composición de nuestras carteras.

Como prueba de ello, **Cobas AM** ha realizado dos eventos en las ciudades de Valladolid y Sevilla los días 24 de septiembre y 29 de octubre, respectivamente, con el fin de acercarnos a nuestros coinversores.

En Valladolid, **Carlos González Ramos**, subdirector de Relación con Inversores, explicó nuestras cifras clave, nuestra filosofía de inversión y productos, mientras que **Carmen Pérez Baguena**, analista, contó en detalle las carteras internacional e ibérica.

Mientras, el evento en Sevilla contó como ponentes con **Santiago Cortezo**, director de **Relación con Inversores**, e **Iván Chvedine**, analista.

Foto: **Jacek Ulinski**, Unsplash

PLANES DE PENSIONES

Les recordamos que, cara a finales de año, pueden realizar las aportaciones pertinentes a su plan de pensiones, bien a través de su **Área Privada** o bien concertando una cita en nuestras oficinas con algún miembro del equipo de **Relación con Inversores**.

Le recordamos también la operativa a seguir, así como la fecha máxima en que deberá tramitar las aportaciones al plan de pensiones dentro de este año fiscal 2018, la cual dependerá de la forma que escoja:

- Aportación mediante talón: deberá llegar a **Cobas Asset Management** antes del viernes, 21 de diciembre de 2018.
- Aportación mediante transferencia ordinaria: deberá ser realizada antes de las 14:00 horas del miércoles, 27 de diciembre de 2018.

A continuación, ponemos a su disposición la información relativa a los límites de aportación a planes de pensiones bajo los diferentes regímenes existentes:

Foto: **Felix Mittermeier, Unsplash**

Comentario **Tercer Trimestre 2018**



	Régimen general	Aportaciones a favor del cónyuge	Planes a favor de personas con discapacidad
Territorio común	El menor entre 8.000€ o el 30% de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas	Límite de aportación al cónyuge: 2.500€ si el nivel de ingresos del cónyuge se establece en 8.000€ o menos	Aportación a favor del discapacitado: 10.000€ Aportación del propio discapacitado: 24.250€ Límite total: 24.250€ (incluidas las del discapacitado)
Navarra	El menor entre 3.500€ o el 30% de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas . Para mayores de 50 años: el menor entre 6.000€ o el 50% de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas . Límite conjunto aportación/contribución empresarial	Límite de aportación al cónyuge: 2.000€ si el nivel de ingresos del cónyuge se establece en 8.000€ o menos	Aportación a favor del discapacitado: 10.000€ Aportación del propio discapacitado: 24.250€ Límite total: 24.250€ (incluidas las del discapacitado)
País Vasco	Aportaciones propias: 5.000€ anuales Contribuciones empresariales: 8.000€ anuales Límite conjunto: 12.000€ anuales - No mayores aportaciones por razones de edad. - No deducibilidad a partir del inicio del período impositivo siguiente a hallarse en situación de jubilación. - En el ejercicio en el que concurren aportaciones y/o contribuciones con una percepción en forma de capital, el importe de la reducción quedará limitado a la cantidad que se integre efectivamente en la base imponible del IRPF por la percepción recibida, excepto: • Las realizadas a planes de empleo • Las realizadas a favor del cónyuge o pareja de hecho sin ingresos o inferiores a 8.000€ anuales y las realizadas a favor de personas con discapacidad	Límite de aportación al cónyuge: 2.400€ si el nivel de ingresos del cónyuge se establece en 8.000€ o menos	Aportación a favor del discapacitado: 10.000€ Aportación del propio discapacitado: 24.250€ Límite total: 24.250€ (incluidas las del discapacitado)

ACTUALIZACIÓN DFIs

La **CNMV** ha procedido actualizar los DFIs de los fondos de **Cobas AM**, así como los Folletos, al haber sido revocada la delegación de la función de administración, que hasta el 30 de junio de 2018 recaía en **Inversis Gestión S.A. S.G.I.I.C.**, la cual pasa a ser gestionada de forma interna por **Cobas Asset Management**.

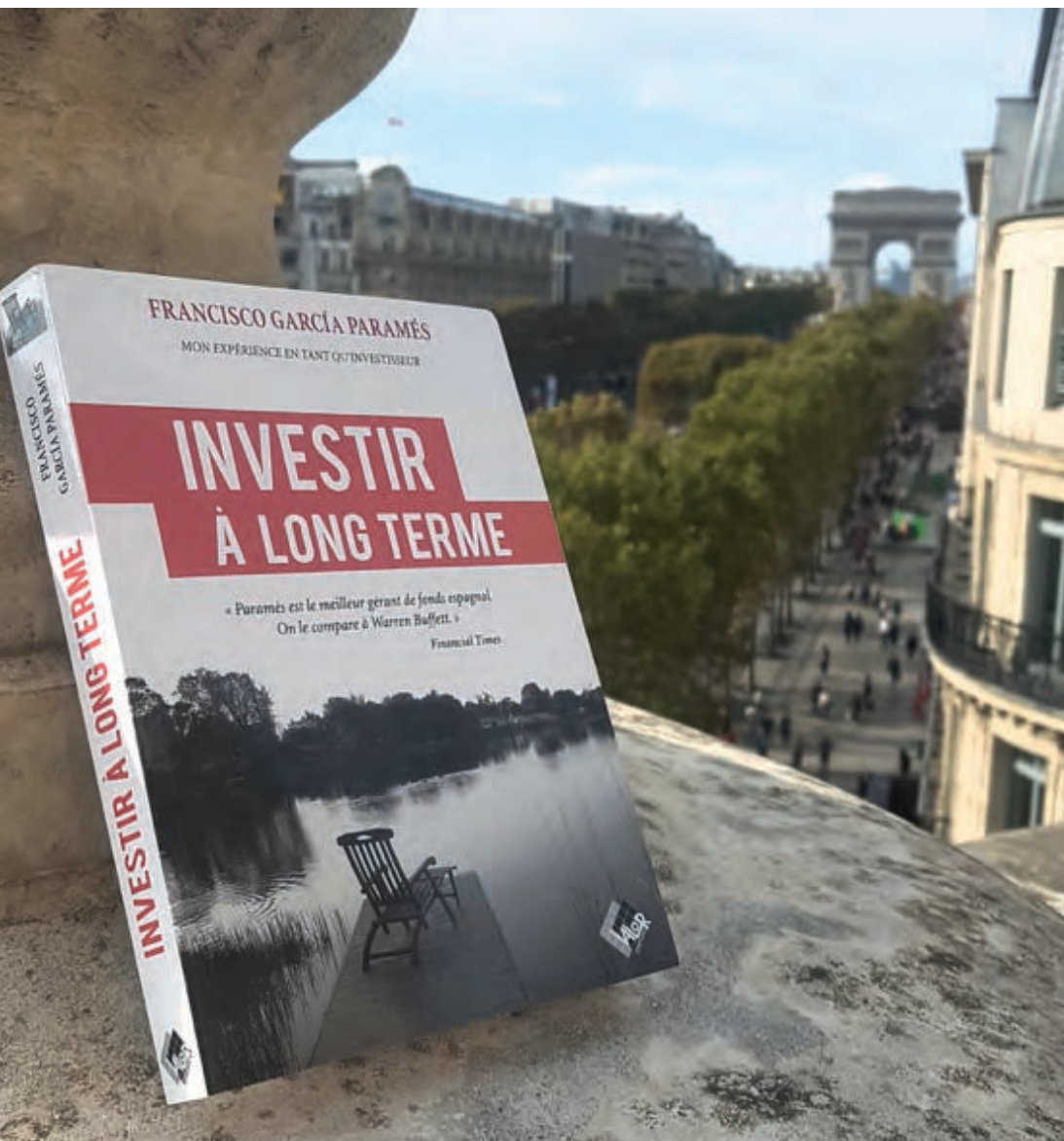
COMUNIDAD VALUE

El pasado mes de julio, **Value School** organizó su primera **Escuela de Verano de Inversión en Valor** para jóvenes, un proyecto pionero en su género que convocó 40 becas para alumnos de toda España interesados en descubrir, conocer y profundizar el mundo de la inversión en valor.

El curso de una semana de duración es una introducción a la inversión en valor, cuyo programa consta de sesiones presenciales abarcando materias tales como la economía aplicada a los mercados financieros y a la inversión; la



Foto: **Cobas Asset Management**



historia, principios y principales figuras de la inversión en valor; la psicología del comportamiento inversor; el análisis sectorial de la economía; la introducción al análisis de compañías e introducción al análisis financiero y la valoración de empresas.

La Escuela cuenta con la presencia de analistas y gestores de reconocido prestigio dentro del ámbito de la gestión de activos independiente en España, como **Francisco García Paramés** (Cobas Asset Management), **Xabier Brun** (Solventis), **Iván Martín** (Magallanes Value Investors) o **Alejandro Muñoz** (Equam Global Value Fund), entre otros.

El interés por esta propuesta fue muy elevado al recibir más de cuatro veces las becas ofrecidas.

El próximo 25 de octubre saldrá a la venta **'Investir à long terme'** edición en francés de 'Invirtiendo a largo plazo', el libro escrito por Francisco García Paramés durante su estancia en Londres, los años previos al inicio de su actual proyecto en **Cobas Asset Management SGIIC**.

Foto: **Veronica Viera**, Cobas Asset Management

ANEXOS

Fondos de derecho español

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 3T		Revaloración 2018		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Selección FI	99,8 €	187,6 €	88%	-4,2%	1,3%	-9,3%	0,8%	-0,2%	11,2%	8,1x	27%	955,7	97%
Internacional FI	94,9 €	181,0 €	91%	-4,4%	1,3%	-10,3%	0,8%	-5,1%	7,4%	8,0x	25%	500,2	97%
Iberia FI	107,9 €	172,9 €	60%	-5,6%	-2,0%	-2,1%	-2,2%	7,9%	0,3%	9,6x	27%	65,4	98%
Grandes Compañías FI	96,1 €	175,1 €	82%	-2,0%	5,5%	-9,2%	9,0%	-3,9%	11,7%	8,0x	26%	24,3	96%
Renta FI	96,9 €			-0,9%		-3,6%		-3,1%				19,2	14%

- El **valor objetivo** de nuestros fondos está basado en cálculos y estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vaya a alcanzar.
- **Fecha inicio** de los fondos. 31 de diciembre de 2016 para Cobas Selección FI. 15 de marzo de 2017 para Cobas Internacional FI. 3 de abril de 2017 para Cobas Iberia FI, Cobas Grandes Compañías FI y Cobas Renta FI.
- **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selección FI y Cobas Internacional FI. MSCI World Net EUR para Cobas Grandes Compañías FI. 80% IGBM Total y 20% PSI20 Total Return para Cobas Iberia FI

Fondos de derecho luxemburgués

Denominación	Valor liquidativo	Valor objetivo	Potencial	Revaloración 3T		Revaloración 2018		Revaloración inicio		PER	ROCE	Patrimonio Mn€	Cartera invertida
				Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia	Fondo	Índice de referencia				
Internacional EUR	94,4 €	179,3 €	90%	-4,5%	1,3%	-10,8%	0,8%	-5,6%	11,2%	8x	25%	20,3	97%
Internacional USD	109,5 €	208,1 €	90%	-3,8%	1,3%	-9,0%	0,8%	-3,0%	11,2%	8x	25%	1,2	97%
Selection EUR	19.338,7 €	36.356,7 €	88%	-4,2%	1,3%	-9,6%	0,8%	-5,8%	11,2%	8x	27%	133,3	98%
Selection USD	32.150,6 €	60.443,1 €	88%	-3,5%	1,3%	-7,8%	0,8%	-2,6%	11,2%	8x	27%	14,4	98%

- El **valor objetivo** de nuestros fondos está basado en cálculos y estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vaya a alcanzar.
- **Fecha inicio** de los fondos. 1 de junio de 2017 para Cobas International Fund EUR. 6 de junio de 2017 para Cobas International Fund USD. 17 de abril de 2017 para Cobas Selection Fund EUR y USD.
- **Índices de referencia.** MSCI Europe Total Return Net para Cobas Selection Fund y Cobas International Fund.

Radiografía de nuestros fondos

Datos Tercer Trimestre de 2018

	Cobas Internacional FI ES0119199000	Cobas Iberia FI ES0119184002	Cobas Grandes Compañías FI ES0113728002	Cobas Selección FI ES0124037005	Cobas Renta FI ES0119207001																																																																																																																																																																					
Top 10	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Aryzta</td><td>6,3%</td><td>8,2%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>5,1%</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>4,9%</td><td>5,4%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>4,3%</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>4,0%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>4,0%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>4,0%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Golar</td><td>3,1%</td><td>2,9%</td></tr> <tr><td>ICL</td><td>2,8%</td><td>4,1%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>2,8%</td><td>2,9%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Aryzta	6,3%	8,2%	Teekay LNG	5,1%	4,3%	Teekay Corp	4,9%	5,4%	International Seaways	4,3%	4,6%	Babcock	4,0%	4,0%	Renault	4,0%	3,8%	Dixons Carphone	4,0%	4,0%	Golar	3,1%	2,9%	ICL	2,8%	4,1%	Hyundai Motor	2,8%	2,9%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>8,6%</td><td>10,0%</td></tr> <tr><td>Elecnor</td><td>8,0%</td><td>7,7%</td></tr> <tr><td>Atalaya Mining</td><td>5,2%</td><td>4,0%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>4,6%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Telefónica</td><td>4,6%</td><td>5,9%</td></tr> <tr><td>Quabit</td><td>4,4%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Mota-Engil SGPS SA</td><td>4,2%</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Euskaltel</td><td>4,0%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Sacyr</td><td>3,9%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>Bankia</td><td>3,9%</td><td>6,4%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Técnicas Reunidas	8,6%	10,0%	Elecnor	8,0%	7,7%	Atalaya Mining	5,2%	4,0%	Vocento	4,6%	4,2%	Telefónica	4,6%	5,9%	Quabit	4,4%	3,8%	Mota-Engil SGPS SA	4,2%	1,4%	Euskaltel	4,0%	3,8%	Sacyr	3,9%	3,8%	Bankia	3,9%	6,4%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Babcock</td><td>7,1%</td><td>6,4%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>6,9%</td><td>8,4%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>5,4%</td><td>3,8%</td></tr> <tr><td>KT Corp ADR</td><td>5,0%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Porsche</td><td>4,6%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Mylan</td><td>4,2%</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>ICL</td><td>3,9%</td><td>4,4%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>3,9%</td><td>4,7%</td></tr> <tr><td>Teva</td><td>3,6%</td><td>4,1%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>3,6%</td><td>3,8%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Babcock	7,1%	6,4%	Aryzta	6,9%	8,4%	Renault	5,4%	3,8%	KT Corp ADR	5,0%	4,7%	Porsche	4,6%	3,9%	Mylan	4,2%	4,3%	ICL	3,9%	4,4%	Teekay Corp	3,9%	4,7%	Teva	3,6%	4,1%	Teekay LNG	3,6%	3,8%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Aryzta</td><td>5,8%</td><td>7,3%</td></tr> <tr><td>Teekay LNG</td><td>4,6%</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>4,5%</td><td>4,8%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>3,9%</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>3,7%</td><td>3,6%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>3,6%</td><td>3,4%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>3,6%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>Golar</td><td>2,8%</td><td>2,7%</td></tr> <tr><td>ICL</td><td>2,6%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>2,5%</td><td>2,6%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Aryzta	5,8%	7,3%	Teekay LNG	4,6%	3,9%	Teekay Corp	4,5%	4,8%	International Seaways	3,9%	4,2%	Babcock	3,7%	3,6%	Renault	3,6%	3,4%	Dixons Carphone	3,6%	3,7%	Golar	2,8%	2,7%	ICL	2,6%	3,7%	Hyundai Motor	2,5%	2,6%	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Compañía</th> <th>Peso trimestre actual</th> <th>Peso trimestre anterior</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Teekay Corp</td><td>3,4%</td><td>3,7%</td></tr> <tr><td>Teekay Lng</td><td>2,9%</td><td>2,7%</td></tr> <tr><td>Aryzta</td><td>1,2%</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Técnicas Reunidas</td><td>1,2%</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>Babcock</td><td>1,0%</td><td>1,0%</td></tr> <tr><td>Dixons Carphone</td><td>0,8%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>International Seaways</td><td>0,8%</td><td>0,8%</td></tr> <tr><td>Daiwa Industries</td><td>0,5%</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Renault</td><td>0,5%</td><td>0,5%</td></tr> <tr><td>Hyundai Motor</td><td>0,5%</td><td>0,5%</td></tr> </tbody> </table>	Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior	Teekay Corp	3,4%	3,7%	Teekay Lng	2,9%	2,7%	Aryzta	1,2%	1,4%	Técnicas Reunidas	1,2%	1,2%	Babcock	1,0%	1,0%	Dixons Carphone	0,8%	0,8%	International Seaways	0,8%	0,8%	Daiwa Industries	0,5%	0,5%	Renault	0,5%	0,5%	Hyundai Motor	0,5%	0,5%
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Aryzta	6,3%	8,2%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	5,1%	4,3%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	4,9%	5,4%																																																																																																																																																																								
International Seaways	4,3%	4,6%																																																																																																																																																																								
Babcock	4,0%	4,0%																																																																																																																																																																								
Renault	4,0%	3,8%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	4,0%	4,0%																																																																																																																																																																								
Golar	3,1%	2,9%																																																																																																																																																																								
ICL	2,8%	4,1%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	2,8%	2,9%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	8,6%	10,0%																																																																																																																																																																								
Elecnor	8,0%	7,7%																																																																																																																																																																								
Atalaya Mining	5,2%	4,0%																																																																																																																																																																								
Vocento	4,6%	4,2%																																																																																																																																																																								
Telefónica	4,6%	5,9%																																																																																																																																																																								
Quabit	4,4%	3,8%																																																																																																																																																																								
Mota-Engil SGPS SA	4,2%	1,4%																																																																																																																																																																								
Euskaltel	4,0%	3,8%																																																																																																																																																																								
Sacyr	3,9%	3,8%																																																																																																																																																																								
Bankia	3,9%	6,4%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Babcock	7,1%	6,4%																																																																																																																																																																								
Aryzta	6,9%	8,4%																																																																																																																																																																								
Renault	5,4%	3,8%																																																																																																																																																																								
KT Corp ADR	5,0%	4,7%																																																																																																																																																																								
Porsche	4,6%	3,9%																																																																																																																																																																								
Mylan	4,2%	4,3%																																																																																																																																																																								
ICL	3,9%	4,4%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	3,9%	4,7%																																																																																																																																																																								
Teva	3,6%	4,1%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	3,6%	3,8%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Aryzta	5,8%	7,3%																																																																																																																																																																								
Teekay LNG	4,6%	3,9%																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	4,5%	4,8%																																																																																																																																																																								
International Seaways	3,9%	4,2%																																																																																																																																																																								
Babcock	3,7%	3,6%																																																																																																																																																																								
Renault	3,6%	3,4%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	3,6%	3,7%																																																																																																																																																																								
Golar	2,8%	2,7%																																																																																																																																																																								
ICL	2,6%	3,7%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	2,5%	2,6%																																																																																																																																																																								
Compañía	Peso trimestre actual	Peso trimestre anterior																																																																																																																																																																								
Teekay Corp	3,4%	3,7%																																																																																																																																																																								
Teekay Lng	2,9%	2,7%																																																																																																																																																																								
Aryzta	1,2%	1,4%																																																																																																																																																																								
Técnicas Reunidas	1,2%	1,2%																																																																																																																																																																								
Babcock	1,0%	1,0%																																																																																																																																																																								
Dixons Carphone	0,8%	0,8%																																																																																																																																																																								
International Seaways	0,8%	0,8%																																																																																																																																																																								
Daiwa Industries	0,5%	0,5%																																																																																																																																																																								
Renault	0,5%	0,5%																																																																																																																																																																								
Hyundai Motor	0,5%	0,5%																																																																																																																																																																								
Distribución geográfica (Porcentaje peso actual cartera)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>24,4%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>26,6%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>26,3%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>16,6%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>2,8%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	24,4%	Resto Europa	26,6%	EEUU	26,3%	Asia	16,6%	Otros	2,8%	Liquidez	3,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>España</td><td>75,1%</td></tr> <tr><td>Portugal</td><td>15,3%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>7,2%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>2,4%</td></tr> </tbody> </table>	España	75,1%	Portugal	15,3%	Otros	7,2%	Liquidez	2,4%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>26,8%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>18,6%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>29,2%</td></tr> <tr><td>Latam</td><td>2,7%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>14,7%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>4,2%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	26,8%	Resto Europa	18,6%	EEUU	29,2%	Latam	2,7%	Asia	14,7%	Otros	3,9%	Liquidez	4,2%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>30,3%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>24,3%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>23,9%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>15,4%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>2,6%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>3,5%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	30,3%	Resto Europa	24,3%	EEUU	23,9%	Asia	15,4%	Otros	2,6%	Liquidez	3,5%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Zona Euro</td><td>80,6%</td></tr> <tr><td>Resto Europa</td><td>5,2%</td></tr> <tr><td>EEUU</td><td>10,2%</td></tr> <tr><td>Latam</td><td>0,0%</td></tr> <tr><td>Asia</td><td>1,5%</td></tr> <tr><td>Liquidez</td><td>2,6%</td></tr> </tbody> </table>	Zona Euro	80,6%	Resto Europa	5,2%	EEUU	10,2%	Latam	0,0%	Asia	1,5%	Liquidez	2,6%																																																																																																											
Zona Euro	24,4%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	26,6%																																																																																																																																																																									
EEUU	26,3%																																																																																																																																																																									
Asia	16,6%																																																																																																																																																																									
Otros	2,8%																																																																																																																																																																									
Liquidez	3,2%																																																																																																																																																																									
España	75,1%																																																																																																																																																																									
Portugal	15,3%																																																																																																																																																																									
Otros	7,2%																																																																																																																																																																									
Liquidez	2,4%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	26,8%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	18,6%																																																																																																																																																																									
EEUU	29,2%																																																																																																																																																																									
Latam	2,7%																																																																																																																																																																									
Asia	14,7%																																																																																																																																																																									
Otros	3,9%																																																																																																																																																																									
Liquidez	4,2%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	30,3%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	24,3%																																																																																																																																																																									
EEUU	23,9%																																																																																																																																																																									
Asia	15,4%																																																																																																																																																																									
Otros	2,6%																																																																																																																																																																									
Liquidez	3,5%																																																																																																																																																																									
Zona Euro	80,6%																																																																																																																																																																									
Resto Europa	5,2%																																																																																																																																																																									
EEUU	10,2%																																																																																																																																																																									
Latam	0,0%																																																																																																																																																																									
Asia	1,5%																																																																																																																																																																									
Liquidez	2,6%																																																																																																																																																																									
Distribución divisa (Porcentaje sobre el bruto)	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>22,7%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>27,9%*</td></tr> <tr><td>Libra</td><td>15,7%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>6,3%</td></tr> <tr><td>Shekel israelí</td><td>2,8%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>3,3%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>12,0%</td></tr> <tr><td>Corona noruega</td><td>4,6%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,4%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	22,7%	Dólar EEUU	27,9%*	Libra	15,7%	Franco suizo	6,3%	Shekel israelí	2,8%	Yen japonés	3,3%	Won coreano	12,0%	Corona noruega	4,6%	Otros	1,4%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>100,0%</td></tr> </tbody> </table>	Euro	100,0%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>26,8%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>29,2%*</td></tr> <tr><td>Libra</td><td>11,7%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>6,9%</td></tr> <tr><td>Shekel israelí</td><td>3,9%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>3,0%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>10,3%</td></tr> <tr><td>Real brasileño</td><td>2,7%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,4%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	26,8%	Dólar EEUU	29,2%*	Libra	11,7%	Franco suizo	6,9%	Shekel israelí	3,9%	Yen japonés	3,0%	Won coreano	10,3%	Real brasileño	2,7%	Otros	1,4%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>28,6%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>25,5%*</td></tr> <tr><td>Libra</td><td>14,2%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>5,8%</td></tr> <tr><td>Shekel israelí</td><td>2,6%</td></tr> <tr><td>Yen japonés</td><td>3,1%</td></tr> <tr><td>Won coreano</td><td>11,1%</td></tr> <tr><td>Corona noruega</td><td>4,3%</td></tr> <tr><td>Otros</td><td>1,3%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	28,6%	Dólar EEUU	25,5%*	Libra	14,2%	Franco suizo	5,8%	Shekel israelí	2,6%	Yen japonés	3,1%	Won coreano	11,1%	Corona noruega	4,3%	Otros	1,3%	<table border="1"> <tbody> <tr><td>Euro</td><td>78,3%</td></tr> <tr><td>Dólar EEUU</td><td>10,2%*</td></tr> <tr><td>Libra</td><td>5,2%</td></tr> <tr><td>Franco suizo</td><td>2,3%</td></tr> <tr><td>Shekel israelí</td><td>1,5%</td></tr> </tbody> </table> <p>(*) EUR/USD 100% cubierto</p>	Euro	78,3%	Dólar EEUU	10,2%*	Libra	5,2%	Franco suizo	2,3%	Shekel israelí	1,5%																																																																																																			
Euro	22,7%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	27,9%*																																																																																																																																																																									
Libra	15,7%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	6,3%																																																																																																																																																																									
Shekel israelí	2,8%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	3,3%																																																																																																																																																																									
Won coreano	12,0%																																																																																																																																																																									
Corona noruega	4,6%																																																																																																																																																																									
Otros	1,4%																																																																																																																																																																									
Euro	100,0%																																																																																																																																																																									
Euro	26,8%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	29,2%*																																																																																																																																																																									
Libra	11,7%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	6,9%																																																																																																																																																																									
Shekel israelí	3,9%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	3,0%																																																																																																																																																																									
Won coreano	10,3%																																																																																																																																																																									
Real brasileño	2,7%																																																																																																																																																																									
Otros	1,4%																																																																																																																																																																									
Euro	28,6%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	25,5%*																																																																																																																																																																									
Libra	14,2%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	5,8%																																																																																																																																																																									
Shekel israelí	2,6%																																																																																																																																																																									
Yen japonés	3,1%																																																																																																																																																																									
Won coreano	11,1%																																																																																																																																																																									
Corona noruega	4,3%																																																																																																																																																																									
Otros	1,3%																																																																																																																																																																									
Euro	78,3%																																																																																																																																																																									
Dólar EEUU	10,2%*																																																																																																																																																																									
Libra	5,2%																																																																																																																																																																									
Franco suizo	2,3%																																																																																																																																																																									
Shekel israelí	1,5%																																																																																																																																																																									
Contribución a la rentabilidad (Porcentaje)	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,2%</td></tr> <tr><td>OCI NV</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Nevsun Resources LTD</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Enscó Plc-A</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Petrofac Limited</td><td>0,2%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Petra Diamonds LTD</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>Babcock Intl Group Plc</td><td>-0,5%</td></tr> <tr><td>International Seaways Inc</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Aryzta AG</td><td>-3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,2%	OCI NV	0,4%	Nevsun Resources LTD	0,3%	Enscó Plc-A	0,3%	Petrofac Limited	0,2%	Detractores		Petra Diamonds LTD	-0,4%	Babcock Intl Group Plc	-0,5%	International Seaways Inc	-0,6%	Teekay Corp	-0,7%	Aryzta AG	-3,2%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Nos SGPS SA</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>CTT Correios de Portugal</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Bankia</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Sacyr Vallehermoso SA</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Tubacex</td><td>0,3%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Euskaltel S.A.</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>Vocento</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Elecnor S.A.</td><td>-0,7%</td></tr> <tr><td>Mota-Engil SGPS SA</td><td>-1,0%</td></tr> <tr><td>Duro Felguera SA</td><td>-3,0%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Nos SGPS SA	0,4%	CTT Correios de Portugal	0,4%	Bankia	0,4%	Sacyr Vallehermoso SA	0,3%	Tubacex	0,3%	Detractores		Euskaltel S.A.	-0,4%	Vocento	-0,6%	Elecnor S.A.	-0,7%	Mota-Engil SGPS SA	-1,0%	Duro Felguera SA	-3,0%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,4%</td></tr> <tr><td>Inpex Corp</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>Kroton Educacional SA</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>OCI NV</td><td>0,6%</td></tr> <tr><td>KT Corp.-SP ADR</td><td>0,6%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Teva Pharmaceutical Industries Ltd</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>International Seaways Inc</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Babcock Intl Group Plc</td><td>-0,8%</td></tr> <tr><td>Aryzta AG</td><td>-3,2%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,4%	Inpex Corp	0,6%	Kroton Educacional SA	0,6%	OCI NV	0,6%	KT Corp.-SP ADR	0,6%	Detractores		Teva Pharmaceutical Industries Ltd	-0,4%	International Seaways Inc	-0,4%	Teekay Corp	-0,6%	Babcock Intl Group Plc	-0,8%	Aryzta AG	-3,2%	<table border="1"> <thead> <tr><th colspan="2">Contribuidores</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td>Israel Chemicals</td><td>1,1%</td></tr> <tr><td>OCI NV</td><td>0,4%</td></tr> <tr><td>Nevsun Resources LTD</td><td>0,3%</td></tr> <tr><td>Enscó Plc-A</td><td>0,2%</td></tr> <tr><td>Petrofac Limited</td><td>0,2%</td></tr> <tr><th colspan="2">Detractores</th></tr> <tr><td>Petra Diamonds LTD</td><td>-0,3%</td></tr> <tr><td>Babcock Intl Group Plc</td><td>-0,4%</td></tr> <tr><td>International Seaways Inc</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Teekay Corp</td><td>-0,6%</td></tr> <tr><td>Aryzta AG</td><td>-2,9%</td></tr> </tbody> </table>	Contribuidores		Israel Chemicals	1,1%	OCI NV	0,4%	Nevsun Resources LTD	0,3%	Enscó Plc-A	0,2%	Petrofac Limited	0,2%	Detractores		Petra Diamonds LTD	-0,3%	Babcock Intl Group Plc	-0,4%	International Seaways Inc	-0,6%	Teekay Corp	-0,6%	Aryzta AG	-2,9%																																																																						
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,2%																																																																																																																																																																									
OCI NV	0,4%																																																																																																																																																																									
Nevsun Resources LTD	0,3%																																																																																																																																																																									
Enscó Plc-A	0,3%																																																																																																																																																																									
Petrofac Limited	0,2%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Petra Diamonds LTD	-0,4%																																																																																																																																																																									
Babcock Intl Group Plc	-0,5%																																																																																																																																																																									
International Seaways Inc	-0,6%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-0,7%																																																																																																																																																																									
Aryzta AG	-3,2%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Nos SGPS SA	0,4%																																																																																																																																																																									
CTT Correios de Portugal	0,4%																																																																																																																																																																									
Bankia	0,4%																																																																																																																																																																									
Sacyr Vallehermoso SA	0,3%																																																																																																																																																																									
Tubacex	0,3%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Euskaltel S.A.	-0,4%																																																																																																																																																																									
Vocento	-0,6%																																																																																																																																																																									
Elecnor S.A.	-0,7%																																																																																																																																																																									
Mota-Engil SGPS SA	-1,0%																																																																																																																																																																									
Duro Felguera SA	-3,0%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,4%																																																																																																																																																																									
Inpex Corp	0,6%																																																																																																																																																																									
Kroton Educacional SA	0,6%																																																																																																																																																																									
OCI NV	0,6%																																																																																																																																																																									
KT Corp.-SP ADR	0,6%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Teva Pharmaceutical Industries Ltd	-0,4%																																																																																																																																																																									
International Seaways Inc	-0,4%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-0,6%																																																																																																																																																																									
Babcock Intl Group Plc	-0,8%																																																																																																																																																																									
Aryzta AG	-3,2%																																																																																																																																																																									
Contribuidores																																																																																																																																																																										
Israel Chemicals	1,1%																																																																																																																																																																									
OCI NV	0,4%																																																																																																																																																																									
Nevsun Resources LTD	0,3%																																																																																																																																																																									
Enscó Plc-A	0,2%																																																																																																																																																																									
Petrofac Limited	0,2%																																																																																																																																																																									
Detractores																																																																																																																																																																										
Petra Diamonds LTD	-0,3%																																																																																																																																																																									
Babcock Intl Group Plc	-0,4%																																																																																																																																																																									
International Seaways Inc	-0,6%																																																																																																																																																																									
Teekay Corp	-0,6%																																																																																																																																																																									
Aryzta AG	-2,9%																																																																																																																																																																									
Entradas y salidas	<p>Entran en cartera</p> <p>Samsung C&T Corp</p> <p>Owens Illinois</p> <p>OVS</p> <p>Iliad</p> <p>SK Innovation</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Nevsun Resources LTD</p> <p>Frank's International</p> <p>G-III Apparel</p> <p>NOV</p> <p>Fukushima Industries</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Dia</p> <p>Duro Felguera</p> <p>Prosegur</p> <p>Semapa</p> <p>CIE Automotive</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Dist Integral Logista</p> <p>FCC</p> <p>Coca Cola</p> <p>Almirall</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Samsung C&T Corp</p> <p>Owens Illinois</p> <p>OVS</p> <p>Iliad</p> <p>SK Innovation</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Petrobras</p> <p>Polymetal</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Samsung C&T Corp</p> <p>Owens Illinois</p> <p>OVS</p> <p>Iliad</p> <p>SK Innovation</p> <p>Salen de cartera</p> <p>Nevsun Resources LTD</p> <p>Frank's International</p> <p>G-III Apparel</p> <p>NOV</p> <p>Fukushima Industries</p>	<p>Entran en cartera</p> <p>Israel Chemicals</p>																																																																																																																																																																					

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.

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

Calle de José Abascal, 45
Tercera planta
28003 Madrid
Tfno. 900 15 15 30
info@cobasam.com