

c o b a s

a s s e t m a n a g e m e n t

Mensaje personal de García Paramés a los inversores

Madrid, 6 de marzo de 2017

Estimado inversor:

El pasado 3 de febrero, la CNMV inscribió a **Cobas Asset Management SGIIC SA** en el Registro Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. Desde ese día, **Cobas Asset Management SGIIC SA** está en disposición de gestionar y comercializar instituciones de inversión colectiva (fondos). Para ello, el día 17 de febrero recibimos autorización para traspasar **Cobas Selección FI** a nuestra gestora, y el viernes día 3 de marzo también recibimos la autorización correspondiente para gestionar nuestros cuatro primeros fondos, que empezamos a comercializar el miércoles 8 de marzo.

Cobas Asset Management SGIIC SA nace como continuación de un proyecto iniciado en 1989 que pretende aplicar los principios de una inversión sensata, también conocida como "value investing" o inversión en valor, y que está abierto a todos los inversores que deseen participar en el mismo.

Es un proyecto de amplio alcance, con vocación de permanencia a largo plazo, y esencialmente distinto a otros existentes en el mercado. **Cobas Asset Management SGIIC SA** surge porque otras alternativas no eran suficientes para cumplir el propósito indicado, ya que o bien buscaban un nivel de activos excesivamente elevado o bien pretendían desvirtuar la esencia de este tipo de gestión, que debe centrarse en la selección de activos infravalorados y no en realizar predicciones sobre la evolución de los mercados.

Filosofía

La filosofía de inversión que vamos a aplicar es conocida y no ha cambiado: comprar activos infravalorados con el objetivo de preservar (y si es posible, aumentar) a largo plazo, el poder adquisitivo de los ahorros de los clientes. Siempre hemos seguido esta línea y así continuaremos.

No vamos a pretender anticipar el comportamiento a corto plazo de los mercados, tan impredecibles como las personas que lo forman, sino la evolución a largo plazo de aquellos activos que nos interesan. Un interés basado en el carácter estable de esos activos, que nos permita comprenderlos, y también en su calidad y en su buen precio. Hay que recordar que en 25 años de gestión sólo en algunas ocasiones hemos acertado con predicciones generales (la burbuja de mercado y de valores tecnológicos de 1998-2000, la burbuja crediticia e inmobiliaria española, el crecimiento de China). No nos preocupará, por tanto, la evolución de los mercados, y más bien abrazaremos con entusiasmo la volatilidad, fuente de generación de valor, e incluso las caídas, para poder aprovechar precios más bajos en los activos que nos interesan, aunque suframos a corto plazo.

Estaremos invertidos prácticamente siempre cerca del límite legal del 99%. Como he explicado en el libro *Invirtiendo a largo plazo*, no estamos dispuestos a asumir los peligros derivados de la renta fija o de la liquidez, por el riesgo de depreciación de moneda que se asume, especialmente en momentos de experimentación monetaria, como el actual. La realidad es que, excepto en 1998 en la cartera española, siempre ha habido y probablemente habrá valores suficientes para alcanzar la inversión total de las carteras, a pesar de no estar dispuestos a pagar, en general, más de doce años de beneficios (PER 12x).

En caso de encontrar una nueva oportunidad cuando estemos invertidos al máximo, venderemos aquella compañía que sea menos atractiva dentro de la cartera, por estar más próxima a su precio objetivo o por cualquier otra razón. A la pregunta de ¿cuándo vendemos un valor?, respondemos siempre: cuando haya una oportunidad mejor. Ese es nuestro objetivo permanente, mejorar la cartera cada día.

Invertiremos fundamentalmente en Europa, mercado cercano y conocido por nosotros, pero también mantendremos posiciones menores en Estados Unidos y en Asia. En el resto de mercados nuestras inversiones serán excepcionales.

Equipo

Para acometer el desarrollo del proyecto y su filosofía de inversión hemos puesto los medios necesarios.

Primero con un estupendo equipo de análisis y de gestión, integrado, por un lado, por un grupo de analistas familiarizados con este proceso de inversión, ya que hemos trabajado juntos durante muchos años: **Iván Chvedine, Carmen Pérez Baguena, Mingkun Chan, Juan Huerta de Soto y Juan Cantus**. Todos ellos tuvieron que tomar decisiones difíciles durante los dos últimos años (como también **Mayte Juárez**, nuestra directora de trading, y otros compañeros) y creo sinceramente que han acertado. Tanto por ellos mismos, por lo que demuestra de su madurez, capacidad de decisión en entornos complicados y calidad humana, como en lo que a **Cobas Asset Management SGIIC SA** y al proyecto respecta.

A ellos se han unido nuevos gestores de fondos o analistas con una media de 20 años de experiencia en gestión o análisis: **John Barden, Vicente Martín, Andrés Allende y Peter Smith**. A casi todos los conocía desde hace tiempo y la decisión ha sido sencilla para todos.

Con ellos formamos un equipo con una larga trayectoria y un variado origen, con cinco nacionalidades diferentes: peruana, taiwanesa, norteamericana, inglesa y española, y con capacidad para generar ideas de gran calidad y potencial de revalorización, como veremos que ya ha ocurrido.

El núcleo de la gestora, analistas y gestores, lo hemos complementado con un experimentado **Consejo de Administración** y con un gran grupo profesional en los **departamentos de relación con inversores, financiero y administración, sistemas informáticos y la mesa de "trading"**. Gracias a todos ellos y a la diligencia del regulador, la CNMV, hemos conseguido disponer de las autorizaciones pertinentes en un breve plazo de tiempo.

También por el buen hacer del equipo, los gestores y analistas hemos podido dedicar la mayoría del tiempo a lo que debe ser el centro de nuestra actividad: el análisis de activos infravalorados.

Productos

Inicialmente gestionaremos cinco fondos:

- **Cobas Selección FI.** 90% renta variable global y 10% renta variable ibérica.
- **Cobas Internacional FI.** Renta variable global.
- **Cobas Iberia FI.** Renta variable ibérica.
- **Cobas Grandes Compañías FI.** Renta variable global en compañías de más de 4.000 millones de euros de capitalización bursátil.
- **Cobas Renta FI.** 90% renta fija a corto plazo y 10% renta variable.

Estos fondos reflejarán las tres estrategias básicas que vamos a seguir:

1. Renta variable ibérica.
2. Renta variable global.
3. Renta variable centrada en grandes compañías.

El primer fondo asesorado por nosotros, **Cobas Selección FI**, ha sido comercializado en una primera etapa por **Inversis Gestión SA SGIIC**. Esta situación provocó algunas dificultades en la suscripción del fondo durante las primeras semanas, pero con el esfuerzo de Inversis y el nuestro, se han conseguido reducir los tiempos de suscripción hasta niveles aceptables, situación en la que nos encontramos ahora. En breve pasará a ser gestionado y comercializado por **Cobas Asset Management SGIIC SA**. Tenemos que agradecer especialmente la paciencia demostrada por los clientes que se han dado de alta por esta vía.

Estos fondos serán muy accesibles, ya que a partir del mes de abril el mínimo de inversión será de una participación (en **Cobas Selección FI** ya es así). Durante el mes de marzo pedimos una inversión mínima de 25.000 euros en los cuatro fondos restantes, para poder atender adecuadamente a todos los interesados y ajustar nuestros procesos.

En breve dispondremos de fondos de pensiones y de fondos domiciliados en Luxemburgo.

Cartera

Ha sido una grata sorpresa encontrarnos con un gran número de compañías que cumplen nuestros criterios de calidad y precio atractivos, pues al fin y al cabo los mercados han tenido un comportamiento razonablemente bueno en los últimos años.

Recapitulando sobre lo ocurrido en 2015 y 2016, vimos un comportamiento muy positivo durante la primera mitad de 2015, con niveles máximos en numerosos valores (recordemos que las acciones comunes de **BMW** sobrepasaron los 120 euros), lo que complicaba encontrar oportunidades interesantes. Este entorno fue cortado a partir de ese verano por las aparentes dificultades en la economía china.

Ello provocó en la segunda mitad de 2015 una caída generalizada en el precio del petróleo y del resto de otras materias primas, que permitió la oportunidad más significativa en los mercados financieros desde 2000 o 2009. Estuve presente en diversas conferencias sobre materias primas en ese otoño, pero el recuerdo más significativo me llega del 7 de diciembre de ese 2015, cuando asistí al día del inversor de **Anglo American**, una de las compañías más representativas del sector. Me interesaba porque la acción cotizaba a 270 peniques, después de haber sufrido una caída del 90%, y su principal activo es **De Beers**, la principal compañía de diamantes del mundo. El ambiente era de tal negatividad en la City de Londres que su CEO daba verdadera pena. Me pareció una oportunidad extraordinaria y a día de hoy cotiza alrededor de 1.400 peniques, después de multiplicarse por cinco su cotización.

En resumen, dos años interesantes que nos dejan un entorno de valoraciones ajustadas, pero en el que sorprendentemente, la realidad es que el conjunto de valores que componen nuestra cartera es extraordinario.

La cartera modelo inicial la componen 62 valores, y la base la forman valores ya conocidos por nosotros, pues 23 compañías han estado previamente en carteras gestionadas por el equipo. Estas 23 incluyen las 9 que forman la parte ibérica de la cartera, todas ellas viejas conocidas.

Otros 10 valores están relacionados con las materias primas. Aunque hace tiempo que no invertimos de manera significativa en el sector, desde 1998, la manipulación monetaria y el ajuste de precios en la mayoría de ellas, derivado del exceso de inversión en el periodo 2008-2014, hacen necesario y atractivo mantener un porcentaje de la cartera en ellas, cerca del 20% de la misma. Hay que resaltar, además, que aquellas en las que estamos invirtiendo cotizan a un precio de 10x beneficios, muy atractivo si tenemos en cuenta que el precio de sus respectivas materias primas se encuentra en mínimos.

El resto, 29 valores, son compañías "nuevas", que hemos estudiado con dedicación para conocerlas con la mayor profundidad posible. Algunas ya las seguíamos, pero otras han sido interesantes sorpresas para el futuro.

Cartera

En estos momentos las características principales de la cartera son:

- **ROCE:** 30%. Si excluimos las compañías centradas en materias primas este retorno aumenta hasta el 34%. El ROCE, la rentabilidad sobre el capital empleado, es una medida que muestra la calidad del negocio, y continúa siendo muy alto en nuestras compañías.

- **Precio:** Medido por el earnings yield (beneficio/capitalización bursátil+deuda): 13.4%. Esto equivaldría a PER 8,4x, un múltiplo muy atractivo, especialmente si tenemos en cuenta que algunos valores se encuentran en un momento cíclico deprimido, y que nos da un margen de seguridad muy amplio. Recordemos que el PER de mercado se sitúa en 17x, por lo que nuestra cartera tiene un descuento de más del 50% respecto al mercado.

- **Potencial de revalorización:** 70%. Este potencial puede parecer alto, pero observando la calidad de las compañías y los bajos múltiplos que estamos pagando por ellas, se comprende mejor. La realidad es que históricamente nuestras valoraciones han sido razonablemente correctas. Por ejemplo, durante los últimos cuatro años, las principales inversiones de la cartera que gestionábamos en 2012 han tenido resultados extraordinarios, reflejando lo que era en su momento nuestra valoración de las mismas:

Wolters Kluwer	122%
BMW	49%
Thales	251%
Schindler	37%
Exor	116%

Media	115%
Stoxx 600	29%

(Revalorización entre el 1/1/2013 y el 31/12/2016)

A pesar del potencial que tiene, se trata de una cartera conservadora, pues un 38% de ella la componen compañías con caja neta; una parte de estas (un 22% de la cartera) la componen compañías con un nivel de caja de alrededor del 50% de la capitalización. E incluso, cuatro compañías, que representan un 6% de la misma, tienen mayor nivel de tesorería neta que su valor en bolsa (y buenos negocios anejos). La gran mayoría de la cartera, alrededor del 80%, la componen compañías familiares o con un accionista de referencia.

Sorprende de nuevo a estas alturas encontrar compañías con un conjunto de características tan atractivas, que son parecidas a las que hemos hallado en nuestros mejores momentos y auguran un futuro muy prometedor para nuestros ahorros.

Límite de volumen de activos bajo gestión

Desafortunadamente nuestro estilo de gestión no puede aplicarse a cantidades de dinero ilimitadas, y no lo vamos a hacer. Aquí entran en juego dos factores contrapuestos. Por un lado, la dificultad que genera encontrar valor cuando los activos bajo gestión aumentan, y por otro, el permitir el acceso a una gestión que consideramos atractiva al mayor número de personas posible. Es difícil encontrar un punto de equilibrio entre ambos factores, pero hay que tomar una decisión al respecto, y así lo hemos hecho.

Las dos estrategias básicas, ibérica y global tendrán los siguientes límites:

- **Ibérica:** entre 750 y 1.000 millones de euros en el conjunto de fondos que la apliquen.
- **Global:** entre 4.000 y 5.000 millones de euros en el conjunto de fondos que la apliquen.

La lógica de estos límites parte de un hecho incontestable: por encima de 5.000/6.000 millones de euros de activos bajo gestión es necesario invertir en grandes compañías. Pues bien, no pensamos que una gestión centrada en grandes compañías pueda soportar comisiones similares a las de fondos de valor añadido que pueden invertir en todo tipo de acciones. Por ello diferenciamos entre los fondos básicos, con comisiones altas, y los fondos centrados en grandes compañías, con una comisión de gestión del 1% anual. Estos últimos harán posible a **Cobas Asset Management SGIIC SA** un crecimiento sano por encima de las cantidades fijadas como límites para nuestros fondos "clásicos".

La primera concreción de estos límites estará en **Cobas Selección FI**, que a 6 de marzo tiene un patrimonio de 450 millones de euros, y que "limitará" el acceso si alcanza los 2.000 millones de euros.

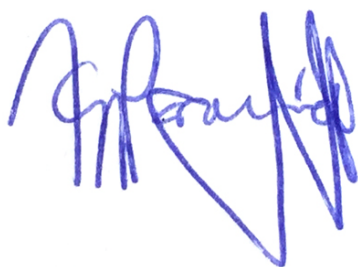
En cualquier caso, los límites serán flexibles y podrán variar según las condiciones de mercado.

- La tercera estrategia, enfocada en **grandes compañías**, tendrá una capacidad mayor, y no se prevé aplicar límites hasta cantidades significativamente más elevadas.

Comunicación

Con este mensaje personal comenzamos un proceso de comunicación con los inversores que confían en nuestra manera de hacer las cosas. Este incluirá un blog de información y opinión y un conjunto de actividades que intentarán ayudar a los ahorradores e inversores en la tarea de mejorar sus conocimientos, para proteger y aumentar el poder adquisitivo de sus ahorros.

Gracias a todos por el interés y la confianza en nuestra gestión. En **Cobas Asset Management SGIIC SA** continuamos por el mismo camino que comenzamos hace mucho tiempo y en el que viajaremos todos juntos, pues tanto mi familia como yo personalmente, invertimos ya, e invertiremos siempre, todos nuestros ahorros financieros disponibles en los fondos gestionados por **Cobas Asset Management SGIIC SA**.



Francisco García Paramés