

## COBAS VALUE, SICAV SA

Nº Registro CNMV: 2482

Informe Semestral del Primer Semestre 2020

**Gestora:** 1) COBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A. **Depositario:** BANCO INVERSIS, S.A. **Auditor:** QUORUM AUDITORES Y CONSULTORES, S.L.P.

**Grupo Gestora:** **Grupo Depositario:** BANCA MARCH **Rating Depositario:** ND

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

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionada con la IIC en:

### Dirección

Jose Abascal , 45, 3º  
28003 - Madrid  
+34900151530

### Correo Electrónico

[info@cobasam.com](mailto:info@cobasam.com)

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)).

## INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 12/09/2002

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: 7 en una escala de 1 a 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

#### Descripción general

Política de inversión: La Sociedad podrá invertir entre un 0% y 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija, u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de Estados miembros de la OCDE sujetos a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total.

La Sociedad no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia

no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

### Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso

Una información más detallada sobre la política de inversión del Sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

**Divisa de denominación** EUR

## 2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2020	2019
Índice de rotación de la cartera	0,18	0,25	0,18	0,58
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,03	-0,27	-0,03	-0,13

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

### 2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	6.877.141,00	6.833.233,00
Nº de accionistas	138,00	143,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	4.902	0,7128	0,5812	1,1585
2019	7.863	1,1507	0,9208	1,1837
2018	6.339	1,0311	1,0165	1,4376
2017	3.264	1,3572	1,3010	1,4066

### Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			
0,58	1,16	0,71	0	0,00	BOLSA MADRID

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

% efectivamente cobrado	

							Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,87	0,00	0,87	0,87	0,00	0,87	patrimonio	
Comisión de depositario			0,02			0,02	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### Rentabilidad (% sin anualizar)

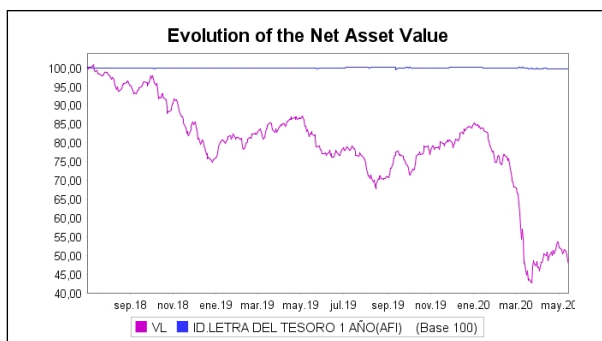
Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	Año t-2	Año t-3	Año t-5
-38,06	8,55	-42,94	14,66	-5,44	11,60			

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	2015
Ratio total de gastos (iv)	0,96	0,48	0,48	0,48	0,48	1,91	1,25	0,47	0,33

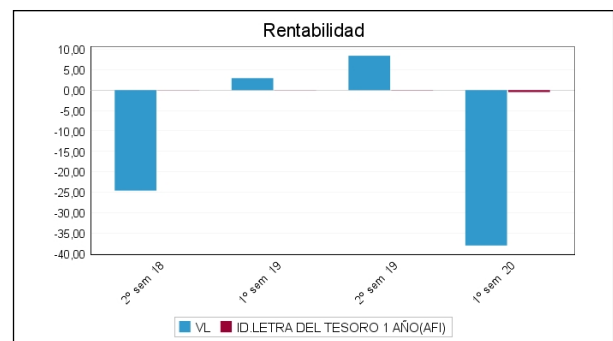
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

### Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Ultimos 5 años



### Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



N/D "Se puede encontrar información adicional en el Anexo de este informe"

N/D

## 2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	4.739	96,67	7.706	98,00
* Cartera interior	325	6,63	504	6,41
* Cartera exterior	4.414	90,04	7.203	91,61
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	95	1,94	78	0,99
(+/-) RESTO	67	1,37	78	0,99
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>4.902</b>	<b>100,00 %</b>	<b>7.863</b>	<b>100,00 %</b>

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

## 2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	7.863	8.519	7.863	
± Compra/ venta de acciones (neto)	-0,78	-16,20	-0,78	-96,63
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	-51,37	8,13	-51,37	-541,66
(+) Rendimientos de gestión	-50,33	9,25	-50,33	-480,46
+ Intereses	0,00	0,00	0,00	-40,25
+ Dividendos	0,82	1,07	0,82	-46,22
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-50,68	8,91	-50,68	-497,41
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,34	-0,65	-0,34	-63,71
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	-0,13	-0,08	-0,13	11,56
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-1,04	-1,12	-1,04	-34,74
- Comisión de sociedad gestora	-0,87	-0,88	-0,87	-31,10
- Comisión de depositario	-0,02	-0,02	-0,02	-31,17
- Gastos por servicios exteriores	-0,06	-0,05	-0,06	-17,34
- Otros gastos de gestión corriente	-0,02	-0,02	-0,02	-27,79
- Otros gastos repercutidos	-0,08	-0,15	-0,08	-62,35
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>4.902</b>	<b>7.863</b>	<b>4.902</b>	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

### 3. Inversiones financieras

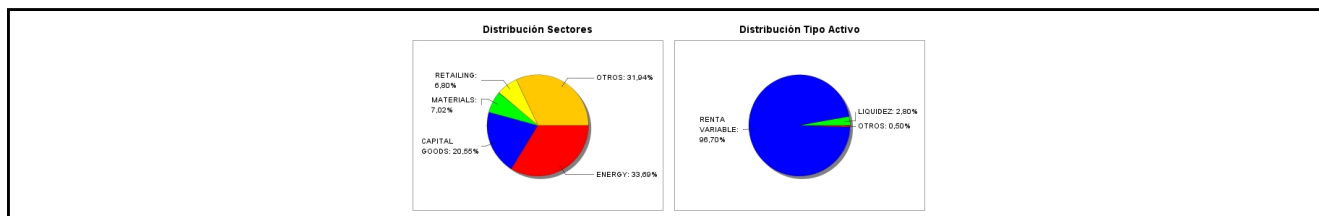
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA	325	6,63	504	6,40
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	325	6,63	504	6,40
TOTAL IIC	0	0,00	0	0,00
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	325	6,63	504	6,40
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA	4.415	90,07	7.198	91,52
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	4.415	90,07	7.198	91,52
TOTAL IIC	0	0,00	0	0,00
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	4.415	90,07	7.198	91,52
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	4.740	96,70	7.702	97,92

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

### 3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total



### 3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
Dólar USA	C/ Futuro Dolar Euro FX CME Sep20	1.393	Cobertura
Total subyacente tipo de cambio		1393	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>1393</b>	

### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X

	SI	NO
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

## 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable.

## 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

## 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

No aplicable.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable.

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACION DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

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

Ha sido un primer semestre de ida y vuelta. Hemos visto simultáneamente el mayor descenso y repunte de los diez últimos mercados bajistas. Los mercados han recuperado con demasiado optimismo pese a que continuamos con mucha incertidumbre y poca visibilidad.

Las progresivas reaperturas de las economías han sido un claro factor positivo a lo largo del trimestre, descontando el mercado en muchos escenarios que lo peor de la pandemia ha pasado. Parece haber bastante confianza en la suposición de que la recuperación será bastante rápida.

Por otro lado, las políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias que inundan el mercado de liquidez, junto con una expansión de la política fiscal sin precedentes, han provocado una recuperación muy rápida desde mínimos, sobre todo en caso de Estados Unidos.

Seguimos viendo como muchos valores continúan reaccionando de manera exagerada a factores que realmente poco tienen que ver con sus fundamentales o con sus perspectivas a largo plazo. Esto ha provocado que la diferencia entre los precios de los activos y las valoraciones se mantengan cerca de máximos históricos.

Esta propensión a premiar acciones porque están en una tendencia alcista y sesgar las inversiones en una visión cortoplacista, fomenta el comportamiento irracional del mercado y pone de manifiesto que se sigue sin priorizar los fundamentales, derivando a menudo en un mayor nivel de riesgo.

b. Decisiones generales de inversión adoptadas.

Durante el semestre la composición de la cartera de Cobas Value Sicav SA no ha variado significativamente. Las cotizaciones de nuestras principales posiciones defensivas (Teekay, Golar LNG, CIR y Babcock) han cotizado como si fuesen cíclicas y, por consiguiente, no ha resultado aconsejable rotar las carteras. A continuación, ofrecemos un mayor detalle acerca de ello.

La tesis de inversión en Teekay LNG (4,9% de la cartera), dedicada al transporte marítimo de gas natural licuado mediante contratos a largo plazo, la hemos explicado en multitud de ocasiones desde que comenzó en 2017. En los últimos meses el progreso en la ejecución de la compañía ha sido notable y totalmente según lo planeado. Los principales avances han sido:

- i) finalización del programa de crecimiento, que aumentaba el tamaño de la compañía en aproximadamente un 60%, todo con contratos a muy largo plazo,
- ii) comienzo del repago acelerado de deuda gracias al incremento substancial de la generación de caja una vez concluida la fase de crecimiento,
- iii) el incremento del dividendo trimestral desde \$0,14 por acción al \$0,19 en mayo de 2019 (+35% de subida), y más recientemente a \$0,25 por acción en mayo de 2020 (+31% de subida), es decir, una subida acumulada de dividendo del 78% en poco más de un año; y
- iv) la simplificación de la estructura societaria con la reciente eliminación de los "IDRs" (mecanismo de remuneración asimétrico a favor de la matriz, que no estaba bien considerado por el mercado).

Así pues, Teekay LNG es hoy en día una compañía muy diferente en comparación a tres años atrás, aunque el mercado aún no lo ha reflejado en la valoración. Recordemos además que Teekay LNG es una compañía muy distinta del resto de alternativas cotizadas, ya que sus contratos a largo plazo, protegidos en volumen y precio, no sufren el impacto del Covid-19 en modo alguno. Mientras muchas empresas en el mercado recortan o suspenden dividendos, Teekay LNG tiene la visibilidad y la confianza para seguir aumentándolos, al tiempo que reduce su deuda. Actualmente su rentabilidad por dividendo es del 9% con un PER de 4x.

Respecto a Teekay Corp (2,6%), la matriz de Teekay LNG, también la tesis de inversión ha progresado materialmente, no sólo por todo lo que le afecta su participación en Teekay LNG (42% tras la conversión de los IDRs en acciones), sino también por la desinversión progresiva de sus plataformas FPSO, así como muy significativamente la mejora en el balance de su participada Teekay Tankers. Esta última se ha beneficiado de la extraordinaria mejora en las tasas diarias de flete. Nuestra tesis de inversión en tanqueros de crudo (aplicable también para nuestra inversión en International Seaways) contemplaba una mejora desde los niveles tan deprimidos de los últimos años, pero los niveles alcanzados durante los últimos tres trimestres han sido extremadamente buenos, lo que les ha permitido reducir su deuda más de un 20% en el primer semestre del año. Este desapalancamiento acelerado está ocurriendo en todo el sector marítimo, que por ahora se mantiene muy disciplinado (no ordenan nuevos barcos), lo cual presagia un buen negocio en los próximos años, como esperábamos en nuestra tesis original. Aun así, el sector sigue cotizando por debajo del valor de liquidación.

Respecto a Golar LNG (6,7%), la tesis posiblemente también es familiar, pero es aún una compañía relativamente compleja que tal vez vale la pena recordar, con 3 bloques principales como fuentes de valor: i) licuefacción flotante FLNG (contratos a largo plazo), ii) transporte marítimo de LNG y iii) comercialización de LNG (contratos a largo plazo), hoy en día en Brasil. Dados estos bloques, Golar LNG participa en la cadena de valor del LNG, la energía de transición hacia un futuro de emisiones reducidas, de manera diversificada. Esto la protege ante variaciones en sus fuentes de valor: cuando el bajo precio de LNG desincentiva nuevos proyectos de licuefacción, a su vez favorece la comercialización, y viceversa. Golar LNG también ha logrado progresos materiales en algunos de sus frentes a lo largo de los últimos meses, a pesar del Covid-19:

- i) comienzo de Sergipe en Brasil, la central térmica más grande de Latinoamérica, con la generación de FCF que ello



conlleve;

ii) firma de contrato exclusivo con Petrobras Distribuidora para venta de LNG en gasolineras;

iii) progreso de otros proyectos de LNG en Brasil (Barcarena, Suape...).

Sin embargo, el Covid-19 ha retrasado el progreso de algunos proyectos de FLNG. Estos retrasos no afectan al negocio corriente, sino más bien a la generación de valor adicional en el futuro. En cualquier caso, Golar LNG es hoy una compañía mucho más rica y con menos incertidumbres que hace dos años cuando comenzó nuestra inversión. Su visión ya es tangible, con FCF fluyendo más y más fuerte cada trimestre, y el crecimiento de EBITDA, de acuerdo con lo planeado, es evidente y sostenible. El mercado sin embargo no sólo no reconoce la mejora, sino que la valora a mayor descuento que entonces. Las mayores preocupaciones siguen siendo la complejidad (algo en lo que Golar LNG está trabajando para mejorar) y la disponibilidad de liquidez para financiar el crecimiento (proyecto Gimi). No obstante, la compañía ha demostrado su gran capacidad de ejecución y sus planes de crecimiento son muy atractivos.

Nuestras compañías de infraestructuras de gas natural (Teekay, Golar LNG, Hoegh, Exmar y Dynagas) están respaldadas por cerca de 100 contratos a largo plazo. A pesar del Covid-19, sólo dos de ellos se han comportado de manera distinta a lo previsto. Uno se ha retrasado, como comentamos en la carta del primer trimestre y en otro (en Exmar) se ha declarado un impago por parte de YPF, una de nuestras contrapartes más débiles. Incluso en estos dos contratos estimamos que el impacto será limitado. Esto refleja la robustez de estos contratos, que no se están renegociando a pesar de la significativa caída en el precio del gas. Un buen ejemplo de su calidad lo tenemos en Dynagas LNG, que ha conseguido refinanciarse al 3,5% a pesar de ser la compañía más endeudada de nuestras carteras. Como reacción, su cotización subió de \$1 a más de \$3 por acción en el trimestre.

CIR (7,1%) es una de nuestras principales posiciones porque cerca del 70% de su capitalización la tienen en la caja y porque su principal activo, KOS, residencias geriátricas y hospitales de rehabilitación en el norte de Italia, está en un sector donde las perspectivas son favorables.

Tras un primer impacto negativo del Covid-19, la situación en las residencias ya parece estar controlada, poco a poco el número de casos activos de Covid-19 es cada vez menor, y ya se están readmitiendo nuevos pacientes. Esto último demuestra la resiliencia del sector, debido a que la pirámide poblacional en Europa se está invirtiendo cada vez más y que el servicio que presta KOS es básico y muy necesario, ahora y en el futuro. A modo de ejemplo, por poner unos números sencillos, en España hay aproximadamente 3 millones de personas mayores de 80 años, sólo hay 373 mil camas en residencias y el déficit se estima en alrededor de 70 mil camas. Esta situación es parecida en toda Europa.

Por otro lado, esta pandemia ha demostrado el acierto del equipo gestor en la diversificación acometida el año pasado entrando en Alemania, país donde apenas han tenido casos por coronavirus y su virulencia ha sido mucho menor. Nadie podría haber imaginado una tormenta perfecta como la que ha vivido KOS: un virus que ataque a su paciente objetivo y en la zona geográfica donde tiene la mayoría de sus operaciones.

De cara al futuro creemos que las residencias tendrán que asumir algunos costes adicionales y habrá operadores pequeños que no podrán asumir dichos costes debido a su tamaño. Pensamos que esta situación acelerará la concentración del sector (a precios más razonables) y KOS será una de las compañías que lidere esta concentración. Mientras tanto, el precio de las acciones de CIR apenas ha rebotado desde mínimos, a diferencia de lo sucedido con las acciones de Orpea o Korian, sus principales competidores, que han rebotado desde mínimos un ~40% y ~20% respectivamente. Estas compañías cotizan a múltiplos más altos en comparación con nuestra valoración de KOS. Naturalmente el 2020 será un año difícil para KOS y el sector, pero somos optimistas para 2021 y en adelante. De nuevo, un buen negocio, bien gestionado, que cotiza a precios muy atractivos por un problema claramente temporal.

Babcock International (3,5%), el segundo mayor proveedor de servicios de defensa del Reino Unido y líder en servicios de emergencias mediante aeronaves en Europa Occidental, Canadá y Australia, es una empresa con ventajas competitivas claras (activos únicos, costes de cambio, economías de escala) y poco cíclica (con el 80% de los contratos a largo plazo), que se ha visto afectada en 2020 por los parones obligatorios impuestos por los gobiernos.

En emergencias, al pedir los gobiernos a sus ciudadanos que no salieran de sus casas, el número de accidentes se ha reducido y el uso de servicios de salvamento, rescate y sanitarios ha disminuido. En consecuencia, los márgenes se verán mermados este año porque han tenido que seguir costeadando los alquileres de los helicópteros. Afortunadamente, por contrato reciben una compensación por capacidad instalada y no se destruirá valor. Por otro lado, en los servicios de defensa, parte del entrenamiento militar se ha pospuesto y en los servicios de mantenimiento de activos militares la productividad ha disminuido. Esto tendrá un impacto en los ahorros que tradicionalmente Babcock consigue al Ministerio

de Defensa británico y, por tanto, los márgenes se verán reducidos también en este negocio este año.

De nuevo, lo importante aquí es discernir que no son negocios cíclicos, aunque como resultado de las cuarentenas pueda parecerlo a primera vista. El mercado está reaccionando exageradamente a problemas temporales que claramente no afectan a su negocio a medio plazo: seguirá habiendo accidentes y habrá que seguir manteniendo a las fuerzas armadas. Así, mientras que nuestra valoración disminuye un 10%, la cotización de Babcock ha caído un 50% este año, desde niveles ya baratos. Actualmente, las empresas con negocios comparables a los de Babcock, que a nuestro juicio no están caras, cotizan a múltiplos entre dos y tres veces superiores. Pensamos que la cotización de Babcock debería más que triplicar en los próximos años.

Podemos concluir, por tanto, que dado el buen comportamiento empresarial de los negocios más estables y el carácter no recurrente de los impactos negativos que se han producido como consecuencia del coronavirus, y dado que estos hechos no han sido reflejados apropiadamente en las cotizaciones, no ha resultado conveniente sustituir las compañías que tenemos por las nuevas ideas ya preparadas para incorporarse en la cartera internacional.

c. Índice de referencia.

No aplicable.

d. Evolución del Patrimonio, accionistas, rentabilidad y gastos de la IIC.

La evolución del patrimonio durante el semestre ha sido negativa, pasando de 7.863 miles de EUR a cierre del año 2019, a 4.902 miles de EUR a cierre de este primer semestre de 2020

Por su parte, el número de accionistas ha disminuido desde los 143 accionistas a cierre del año 2019, a 124 accionistas a cierre de este primer semestre de 2020.

En lo relativo a la rentabilidad, durante el año 2020, la cartera ha obtenido una rentabilidad negativa del -38,1%. Desde que el vehículo comenzó a invertir en renta variable, en marzo de 2018, ha obtenido una rentabilidad del -46,8%.

En lo relativo a la rentabilidad media de la liquidez, durante el primer trimestre de 2020, la cartera ha obtenido una rentabilidad del -0,03%.

El ratio de gastos sobre el patrimonio medio acumulado en el año ha sido el 0,96%. En este ratio está incluida la comisión de gestión, la comisión de depósito y otros gastos de gestión corriente. La gestora del FI no recibe comisiones ni ingresos de otras sociedades el grupo.

e. Rendimiento del vehículo en comparación con el resto de fondos de la gestora.

Durante el año 2020, la cartera ha obtenido una rentabilidad negativa del -38,1%, frente a la rentabilidad del resto de IICs gestionadas, que se detalla a continuación:

	1º semestre 2020	Desde inicio
Cobas Selección FI	-38,2%	-46,2%
Cobas Renta FI	-8,3%	-11,4%
Cobas Grandes Compañías FI	-36,5%	-48,5%
Cobas Internacional FI	-38,3%	-49,3%
Cobas Iberia FI	-33,6%	-33,0%
Cobas Concentrados FIL	-40,7%	-59,3%

Rentabilidades pasadas en ningún caso garantizan rentabilidades futuras.

## 2. INFORMACION SOBRE LAS INVERSIONES.

a. Inversiones concretas realizadas durante el periodo.

Durante el segundo trimestre hemos hecho pocos cambios en la Cartera Internacional. Hemos salido por completo de cuatro compañías (KT Corporation, Valaris, Bankia y Petra Diamonds) que tenían en conjunto un peso que no llegaba al 1% y hemos entrado en Golar LNG Partners, una subsidiaria de Golar LNG Limited, con un peso menor al 1%.

b. Operativa de préstamo de valores.

No aplicable

c. Operativa en derivados y adquisición temporal de activos.

Durante el periodo sólo se han realizado operaciones en derivados con fines de cobertura de la posición mantenida en divisa. En detalle, la operativa realizada en derivados ha ido enfocada a cubrir la posición que se mantiene en USD a través de renta variable cotizada. La posición se ha cubierto en su totalidad, a la divisa del fondo, euros, a través de futuros sobre el euro/USD.

Para el cumplimiento del límite de exposición total de riesgo de mercado asociado a instrumentos financieros derivados se

aplica la metodología del compromiso, desarrollada en la sección 1ª del Capítulo II de la Circular 6/2010 de la CNMV.

d. Otra información sobre inversiones.

Las mayores contribuciones positivas al resultado de la cartera durante este primer semestre de 2020 han sido: Dynagas LNG (+0,5%), CIR (+0,2%) y G-III Apparel (+0,2%) que se han visto compensadas por la contribución negativa de Aryzta (-5,1%), Golar LNG (-3,9%) y Babcock (-2,2%).

En cuanto a la distribución geográfica, ésta no ha cambiado significativamente durante el semestre, manteniéndose una alta exposición fuera de Europa y de la zona Euro.

En la IIC no hay activos en situación morosa dudosa o en litigio y no existen activos que pertenezcan al artículo 48.1 j) del RD 1082/2012.

### 3. EVOLUCION DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD.

No aplicable

### 4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO.

En el ejercicio, la volatilidad del fondo ha sido del 45,06%. El VaR histórico acumulado en el año alcanzó un 15,45%.

### 5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS.

La política de Cobas Asset Management, SGIIC, S.A. en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores en cartera de sus IIC garantiza el adecuado seguimiento de los distintos hechos empresariales, tanto en España como en terceros Estados, su adecuación a los objetivos y a la política de inversión de cada IIC y, también, que las eventuales situaciones de conflicto de interés sean gestionadas adecuadamente. Cobas Asset Management, SGIIC, S.A. ejerce los derechos de asistencia y voto o delega los mismos en el Consejo de Administración de la Sociedad en las Juntas Generales de Accionistas de todas las Sociedades españolas en las que sus IIC bajo gestión tienen participación con una antigüedad superior a 12 meses y al 1% del capital social de la Sociedad participada y, también en aquellos otros casos que se considera por el Departamento de Inversiones conveniente para las IIC gestionadas.

Durante el ejercicio 2020 la Sociedad ha delegado el voto en el Consejo de Administración de todos los emisores españoles en cartera.

En cuanto a los emisores extranjeros, hay que indicar que la Sociedad ha ejercido el voto en las Juntas Generales de Accionistas, a favor de las propuestas del Consejo de Administración de las siguientes compañías: Exmar, Atalaya Mining PLC, Kosmos Energy LT, International Seaways INC, OVS y Matas A/S

### 6. INFORMACION Y ADVERTENCIAS CNMV.

No aplicable

### 7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS.

No aplicable

### 8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANALISIS.

El fondo no soporta gastos derivados del servicio de análisis, siendo estos asumidos por la Sociedad Gestora.

### 9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS).

No aplicable

### 10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACION PREVISIBLE DEL FONDO.

En resumen y como decíamos anteriormente, tenemos mucha confianza en lo que nos deparará el futuro. Esto se debe a que tenemos unas carteras de calidad cotizando a múltiplos muy bajos que además deberían beneficiarse de la recuperación general de las compañías de Valor.

El valor objetivo de la cartera, 2,2€/acción, se sitúa muy por encima del valor liquidativo, con un potencial de revalorización del 214%. 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.

El valor objetivo de nuestros fondos está basado en estimaciones internas y Cobas AM no garantiza que su cálculo sea correcto ni que se vayan a alcanzar. Se invierte en valores que los gestores entienden infravalorados. Sin embargo, no hay garantía de que dichos valores realmente estén infravalorados o que, siendo así, su cotización vaya a evolucionar en la forma esperada por los gestores.

Obviamente, como consecuencia de este potencial, estamos invertidos al 98%, máximo legal permitido.

En conjunto, la cartera cotiza con un PER de 5,5x y un ROCE del 26%.

En base a la filosofía de inversión de la SGIIC, conocida como Inversión en Valor, basada en la selección individual de compañías, no estamos a disposición de ofrecer perspectivas de mercado a futuro, ni tampoco detalle sobre la actuación

previsible del fondo

## 10. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
Total Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		0	0,00	0	0,00
ES0176252718 - ACCIONES Melia Hotels Intern.	EUR	30	0,61	58	0,73
ES0175438003 - ACCIONES Prosegur Comp Segur	EUR	19	0,40	0	0,00
ES0105229001 - ACCIONES Prosegur Cash	EUR	20	0,42	38	0,48
ES0182870214 - ACCIONES Sacyr Vallehermoso	EUR	25	0,51	0	0,00
ES0178165017 - ACCIONES Técnicas Reunidas SA	EUR	71	1,44	103	1,31
ES0129743318 - ACCIONES Elector SA	EUR	108	2,21	117	1,49
ES0114820113 - ACCIONES Voceento	EUR	51	1,04	85	1,08
ES0110944172 - ACCIONES Quabit Inmobiliaria	EUR	0	0,00	66	0,84
ES0113307062 - ACCIONES Bankia	EUR	0	0,00	37	0,47
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		325	6,63	504	6,40
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		325	6,63	504	6,40
<b>TOTAL IIC</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		325	6,63	504	6,40
Total Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		0	0,00	0	0,00
MHY2745C1021 - ACCIONES Golar LNG Partners	USD	40	0,82	0	0,00
US0082521081 - ACCIONES Affil Managers	USD	78	1,58	0	0,00
FR0011476928 - ACCIONES FNAC	EUR	26	0,54	0	0,00
US67098H1041 - ACCIONES Owens-Illinois Inc.	USD	0	0,00	39	0,50
KR700279K010 - ACCIONES Amorepacific Group	KRW	0	0,00	8	0,10
GB00BYQB9V88 - ACCIONES TI Fluid Systems PLC	GBP	29	0,60	39	0,49
MHY206761055 - ACCIONES Diamond S Shipping	USD	31	0,64	81	1,03
CA46016U1084 - ACCIONES Internat Petroleum	SEK	48	0,97	69	0,88
GB00BJVJZD68 - ACCIONES Valaris PLC	USD	0	0,00	128	1,63
XXITV0000107 - ACCIONES Maire Technimont SPA	EUR	86	1,76	124	1,58
XXITV0000180 - ACCIONES Cofide	EUR	308	6,28	71	0,90
US5006881065 - ACCIONES Kosmos Energy LTD	USD	115	2,34	77	0,98
IT0005252140 - ACCIONES Saipem SPA	EUR	49	1,00	87	1,11
GB00BNLPYF73 - ACCIONES Spire Healthcare	GBP	30	0,61	43	0,54
GB00B74CDH82 - ACCIONES Cairn Energy PLC	GBP	89	1,81	81	1,03
LU0075646355 - ACCIONES Subsea 7 S.A.	NOK	89	1,81	111	1,42
IT0004931058 - ACCIONES Maire Technimont SPA	EUR	94	1,91	77	0,98
IT0005043507 - ACCIONES OVS SPA	EUR	62	1,27	113	1,44
KR7028260008 - ACCIONES Samsung C&T Corp	KRW	79	1,61	127	1,62
DK0060497295 - ACCIONES Matas A/S	DKK	60	1,22	70	0,89
KR7066571001 - ACCIONES LG Electronics-Pref	KRW	55	1,13	70	0,89
IT0000076486 - ACCIONES DanieCo	EUR	141	2,88	195	2,48
MHY2188B1083 - ACCIONES Dyngas Lng Partners	USD	60	1,22	33	0,42
NO0003043309 - ACCIONES Kongsberg Gr ASA	NOK	0	0,00	38	0,48
NL0011031208 - ACCIONES Mylan NV	USD	57	1,16	95	1,21
NL0010558797 - ACCIONES OCI NV	EUR	83	1,69	92	1,17
MHY8564W1030 - ACCIONES Teekay Corp.	USD	127	2,59	314	3,99
MHY8564M1057 - ACCIONES Teekay LNG Partners	USD	240	4,89	383	4,87
MHY410531021 - ACCIONES International Seaway	USD	173	3,53	467	5,94
US36237H1014 - ACCIONES GIIIApp	USD	52	1,06	31	0,39
TW0002474004 - ACCIONES Catcher Technology C	TWD	0	0,00	20	0,26

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PTSON0AM0001 - ACCIONES Sonae SGPS	EUR	22	0,45	29	0,37
PTSEM0AM0004 - ACCIONES Semapa Soc. Investim	EUR	47	0,95	82	1,05
NO0010576010 - ACCIONES WihASA	NOK	65	1,32	105	1,33
NO0010571698 - ACCIONES WihASA	NOK	85	1,73	98	1,24
KR7138250006 - ACCIONES NS Shopping CO LTD	KRW	20	0,40	46	0,58
KR7057050007 - ACCIONES Hyundai Home Shop	KRW	15	0,30	25	0,31
KR7030200000 - ACCIONES KT Corp	KRW	0	0,00	37	0,47
KR7028150001 - ACCIONES GS Home Shopping Inc	KRW	39	0,80	67	0,85
KR7005931001 - ACCIONES Samsung Electronics	KRW	22	0,45	51	0,64
KR7005382007 - ACCIONES Hyundai Motor Co	KRW	55	1,12	106	1,34
KR7003551009 - ACCIONES LG Corp Pref	KRW	31	0,63	35	0,44
KR7002791002 - ACCIONES Amorepacific Group	KRW	44	0,89	61	0,77
JP3505800007 - ACCIONES Daiwa Industries LTD	JPY	88	1,79	134	1,70
IT0001206769 - ACCIONES Sol SPA	EUR	84	1,72	64	0,82
IT000080447 - ACCIONES CIR-Compagnie Indust	EUR	0	0,00	343	4,36
IT0000076502 - ACCIONES DanieCo	EUR	7	0,14	26	0,34
IT0000070786 - ACCIONES Cofide	EUR	41	0,84	30	0,39
IL0002810146 - ACCIONES Israel Chemicals Ltd	ILS	47	0,96	68	0,87
GB00B4Y7R145 - ACCIONES Dixons Carphone Plc	GBP	174	3,54	308	3,92
GB00B0H2K534 - ACCIONES Petrofac Limited	GBP	77	1,58	144	1,83
GB0009697037 - ACCIONES Babcock Intl Group	GBP	172	3,51	315	4,00
FR000131906 - ACCIONES Renault	EUR	114	2,32	179	2,28
DE000PAH0038 - ACCIONES Porsche AG	EUR	92	1,88	132	1,68
DE0005190037 - ACCIONES BMW - Bayerische Mot	EUR	42	0,85	71	0,90
CY0106002112 - ACCIONES Atalaya Mining PLC	GBP	83	1,69	103	1,31
CH0043238366 - ACCIONES Aryzta AG	CHF	207	4,23	573	7,28
BMG9456A1009 - ACCIONES Golar LNG LTD	USD	330	6,74	517	6,58
BMG702781094 - ACCIONES Petra Diamonds LTD	GBP	0	0,00	43	0,55
BMG454221059 - ACCIONES Hoegh LNG Holdings L	NOK	60	1,22	162	2,07
BE0003816338 - ACCIONES Euronav NV	EUR	0	0,00	35	0,45
BE0003808251 - ACCIONES Exmar Nv	EUR	54	1,10	124	1,58
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>4.415</b>	<b>90,07</b>	<b>7.198</b>	<b>91,52</b>
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>4.415</b>	<b>90,07</b>	<b>7.198</b>	<b>91,52</b>
<b>TOTAL IIC</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>4.415</b>	<b>90,07</b>	<b>7.198</b>	<b>91,52</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>4.740</b>	<b>96,70</b>	<b>7.702</b>	<b>97,92</b>

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

## 11. Información sobre la política de remuneración

No aplicable

## 12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)