

1. ¿Cómo valoran los intangibles? ¿Están dándolos más peso en los últimos tiempos?
2. A la vista de los gráficos de su último informe trimestral, Cobas Internacional tiene los Valores Objetivos más bajos desde su lanzamiento. ¿Han revisado a la baja el valor objetivo del fondo? ¿Cómo es esto posible si venden lo que se aprecia y compran lo que se deprecia?
3. ¿Pueden analizar los efectos de la cobertura de la parte de la cartera en dólares respecto al euro, en cuestiones como rentabilidad aportada, coste y si hay intención de mantenerla o no y hasta qué niveles?
4. Cómo se intentan afrontar las salidas de personas que parecían tener cierto peso en la parte de la gestión de las inversiones como Barden o Allende, para que afecten lo menos posible?
5. Cómo intenta diferenciar una compañía castigada por el mercado, en qué medida va a lograr revertir la situación beneficiándose de la reversión a la media, de en qué medida se está degradando realmente su situación? ¿En el segundo caso la volatilidad también es nuestra amiga?
6. ¿Qué conclusiones están sacando de la parte que tienen invertida en Asia? ¿Encuentran algunas diferencias importantes respecto a invertir en Europa o en Estados Unidos?
7. ¿Podrían hacer un análisis detallado de la evolución de una inversión tan significativa como la de Arysza, de cómo ha ido cambiando el precio de la acción respecto al cambio del precio objetivo que consideraban y cómo han actuado respecto a comprar más/vender algunas/esperar?

8. Felicidades por una decisión tan valiente como la de bajar las comisiones, ¿Han recibido algunos comentarios al respecto de otras entidades financieras? ¿Creen que dentro de la gestión activa se es realmente consciente de que ni a largo plazo son 5 años, ni la habilidad del gestor significa necesariamente que al partícipe le resulte rentable pagar según que niveles de comisiones?
9. ¿Creen que en las conferencias anuales hay exceso de preguntas sobre predicciones macro que difícilmente se pueden anticipar?
10. Desde que comenzó la supuesta "Gran Rotación", el resto de fondos Value han conseguido recuperar sus VL máximos históricos e incluso algunos superarlos. Dichos fondos llevan también cíclicas y materias primas en sus carteras y tienen una filosofía muy similar a Cobas. ¿Cómo se explica que en Cobas estemos aún tan lejos de los valores liquidativos máximos?
11. Para que haya inflación, además de haber una impresión monetaria o incremento de su masa, se necesita que el dinero circule de una manera rápida. Ustedes argumentan siempre que va a haber inflación porque se han impreso muchos trillones. Si esos trillones se han quedado apuntalando balances en los bancos y guardados en los bolsillos de otros, ¿Cómo creen que va a llegar la inflación si el dinero no se mueve ni se intercambia de manera rápida entre manos?
12. ¿Qué crecimiento futuro de ventas y de beneficios por acción tienen las empresas en cartera a 1, 3 y 5 años? ¿Qué cantidad del beneficio dedicarán a este crecimiento?
13. ¿A qué ROIC o ROCE creen que podrán reinvertir los beneficios no repartidos sus empresas en cartera los próximos años? ¿Qué cantidad del total de esos beneficios podrán reinvertirlos a ese ROIC o ROCE?
14. ¿Qué prefieren, una empresa a PER 8 que sus beneficios crezcan al 3% u otra a PER 16 que sus beneficios crezcan al 6%?

15. ¿Hasta qué punto valoran la capacidad de reinversión del negocio a unas tasas superiores al de su coste de capital? De poco me sirve comprar una empresa con ROCE alto si no puede reinvertir sus beneficios en su propio negocio para seguir creciendo a ese ROCE. ¿No les parece un ratio que habla únicamente del pasado y poco dice del futuro?
16. Ustedes insisten mucho en que, si están baratas las compañías, deberían de recomprar sus propias acciones o ustedes se lo aconsejan a las mismas. ¿No barajan nunca que utilicen ese dinero para crecer, independientemente de que sus acciones estén baratas? ¿Lo hacen únicamente en empresas que están destinadas a ser bonos sin crecimiento en sus flujos de caja?
17. ¿Creen que es momento de ir haciendo balance de la rentabilidad del fondo internacional o aún es pronto? ¿Superará la rentabilidad anual compuesta de los partícipes a la de las comisiones pagadas?
18. ¿Es fácil conocer quién es el productor eficiente de una materia prima, si no parece sencillo saber realmente los costes finales y la calidad de los yacimientos mineros?
19. Por lo general, ustedes suelen argumentar que las empresas en crecimiento están muy caras porque tienen ratios PER muy elevados y que, si no se cumplen los crecimientos en beneficios, se corre un riesgo tremendo por pagar demasiado de que la acción se desplome. Pero en cambio, las empresas que ustedes compran cíclicas también se encuentran a unos ratios PER muy elevados al estar sus beneficios actuales deprimidos y esperan, que en un futuro vuelvan a la normalidad. Después de esta reflexión, ¿Qué les diferencia a la hora de comprar si en ambos casos compran a PER alto, con la perspectiva de que los beneficios a futuro sean superiores? ¿No corren el mismo riesgo?
20. ¿Ha sufrido Renault una pérdida permanente de valor? ¿Podrían hacernos un breve resumen sobre la situación de la compañía? ¿Tal y como la valoran, esperan realizar ganancias o ya sólo visan a recuperar el importe de la inversión inicial?
21. ¿Los fondos de Cobas reclaman las retenciones que les hacen los brokers cuando hay un dividendo? ¿Si la respuesta es afirmativa, ¿Qué porcentaje de retenciones consiguen recuperar?

22. ¿Qué Dividend Yield tiene ahora mismo tanto la cartera ibérica como la internacional?
23. ¿Por qué han comprado British American Tobacco y no Altria? ¿No piensan que con IQOS (Líder en el free smoke) más su participadas JULL y Cronos como opcionalidad gratis, está mucho más barata y tiene más potencial de crecimiento a futuro?
24. Si cogemos los valores objetivos que dieron a diciembre de 2018 y los comparamos con los que han dado a diciembre de 2020, podemos observar que salvo en la cartera ibérica por un 1%, dichos valores objetivos son inferiores. ¿No dicen siempre que el tiempo juega a nuestro favor? ¿No han ganado cada año más nuestras empresas como en su día dijo Francisco que iba a pasar?

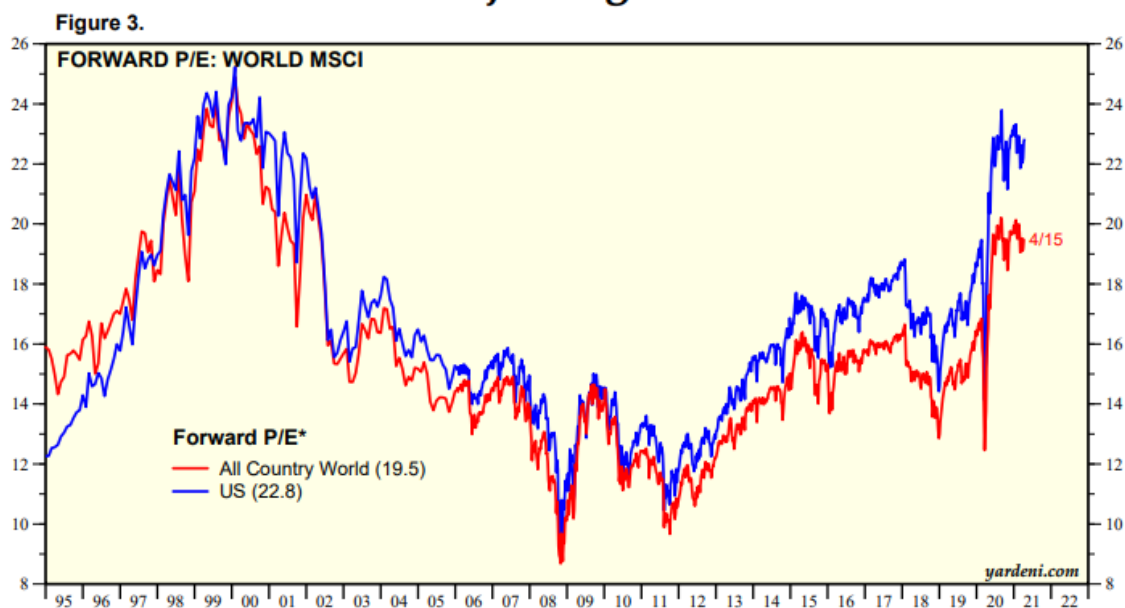
Fondo	VO 12/2018	VO 12/2020	Variación VO
Cobas Selección	180,00 €	172,00 €	-4%
Cobas Internacional	173,00 €	163,00 €	-6%
Cobas Iberia	175,00 €	177,00 €	1%
Cobas Grandes Compañías	170,00 €	148,00 €	-13%

25. ¿Creen que desde que empezaron han mejorado las carteras en cuanto a calidad se refiere?
26. ¿Por qué analizan la cartera usando un ROCE que no tiene en cuenta el Good Will? Está claro que quitándolo en el cálculo se valora el negocio en sí y no las decisiones de compra del management pero, ¿No piensan que es parte del negocio hacer adquisiciones comprando por encima de valor en libros?
27. ¿Podrían indicarnos la evolución del EBITDA de las compañías en cartera mediante gráfica como hacían en Bestinver desde que se creó el fondo? ¿Podrían añadir la estimación del mismo para los próximos 3 años?
28. ¿Cómo calculan el Valor Objetivo? ¿A cuántos años se estima la proyección del Free Cash Flow que hacen ustedes para que las empresas valgan ese precio?

29. ¿Podrían darnos ratios de la cartera además del PER? ¿Podría ser en cuartiles para que no se desvirtúen mucho los datos con las medias?
30. ¿Qué porcentaje de la cartera se encuentra en empresas que no crecerán sus beneficios a futuro?
31. ¿Han aprovechado las empresas en cartera que tenían caja neta o exceso de la misma para recomprar acciones propias o comprar alguna cosa en las caídas?
32. ¿Qué rentabilidad espera obtener anualizada desde inicio teniendo en cuenta que sigue en negativo? ¿Superará dicha rentabilidad al coste del capital histórico que tienen las acciones del 4% más la inflación?
33. Después de lo que nos ha perjudicado tener un excesivo peso en unas pocas compañías durante los últimos años, ¿Van a seguir asignando pesos de más del 6% a una acción? ¿No creen que tener un 5% ya es suficiente si pensamos que vale el doble?
34. ¿Creen prudente entrar en una acción en la que por ley no podemos tener más del 10% del total de sus acciones, comprando de primeras dicho porcentaje? Si por cualquier motivo la acción cae y queremos comprar más, ¿no creen que es una desventaja hacer esto?
35. Teniendo en cuenta que la capitalización media de las compañías en cartera es de 1.200 millones a cierre del trimestre, ¿Cómo compagina esto con que los fondos estarán abiertos hasta los 4.000 millones? ¿Se podrán comprar estas empresas con esa cantidad si algún día se llega a tener? ¿No nos perjudicará como partícipes tanto tamaño?

36. Si bien es cierto que desde que se creó Cobas, el MSCI World está un 25% más caro que desde inicio (De PER 16 a PER 20), el índice ha dado una rentabilidad total del 51%. Esto quiere decir que la diferencia entre el (51% y 25%) es un 26% de valor que el índice ha creado por el incremento de los beneficios que han tenido sus empresas. Mientras tanto, nosotros seguimos al mismo PER y con rentabilidad negativa. ¿Por qué no hemos creado valor al igual que lo ha hecho el índice?

## Major Regions



\* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share. Monthly through December 2005, weekly thereafter.  
Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

37. ¿Qué porcentaje de la cartera se encuentra invertida en empresas en situaciones especiales con riesgos reales de ampliaciones de capital con mucho potencial y qué porcentaje se encuentra en empresas con mucha estabilidad tanto en sus flujos futuros como en su situación financiera con menor potencial?
38. Francisco siempre menciona que jamás compra nada por encima de PER 12, ¿No cree que se pierde verdaderas joyas que cotizan a un múltiplo más alto pero que crecen a tasas muy elevadas? ¿No piensa que el mercado está lo suficientemente mirado como para no dejar muchas joyas por debajo de PER 12?

39. ¿Podrían añadir a la presentación (Como hacían en Bestinver) más datos de las empresas que forman la cartera? Ejemplos: Porcentaje de empresas que mejoran el año que vienen sus ventas según sus previsiones, ritmo histórico de crecimientos de los beneficios de las empresas en cartera vs previsión futura, porcentajes de en lo que se destinará la caja generada por la empresa (recompras, devolución de deuda, dividendos, reinversión).
40. ¿No piensa que se cambiaron demasiado pronto a comprar baraturas y salirse de las empresas de calidad cuando aún estaban a múltiplos aceptables creciendo como un reloj?
41. Si vamos a largo plazo, ¿No cree que el riesgo está en el crecimiento futuro de las compañías y no del múltiplo pagado por las mismas? ¿Piensa que comprando empresas baratas per sé se elimina esto si corremos el riesgo de que a futuro acaben ganando menos?
42. Históricamente, una gran fuente de rentabilidad de los fondos en la época de Bestinver era a través de las OPAs, ¿Cómo es posible que con lo caliente que está ahora el mercado pagando cualquier precio no nos hayan opado más empresas?
43. Si miramos en sus informes el PER al que cotizaba la cartera a finales del 2018 con el PER al que cotiza la cartera a finales de 2020, vemos que de media, salvo en el caso del fondo grandes compañías, la cartera está un 6% más barata. Mientras tanto los fondos han perdido mayor porcentaje en valor liquidativo. ¿Podrían explicar por qué pasa esto?

Fondo	PER 12/2018	PER 12/2020	Variación PER
Cobas Selección	7,30	6,80	-7%
Cobas Internacional	7,20	7,00	-3%
Cobas Iberia	8,50	7,40	-13%
Cobas Grandes Compañías	5,60	8,40	50%

Fondo	VL 12/2018	VL 12/2020	Variación VL
Cobas Selección	77,50 €	67,10 €	-13%
Cobas Internacional	72,50 €	63,60 €	-12%
Cobas Iberia	94,60 €	79,10 €	-16%
Cobas Grandes Compañías	73,20 €	66,80 €	-9%