

Abante Pangea

Alberto Espelosín explica en su carta cómo ha aprovechado la volatilidad que ha habido en enero en los mercados y señala que, tras la caída de los índices de un 20% desde máximos, “se ha abierto una ventana de margen de seguridad que creo que se debe aprovechar tomando algo más de riesgo y reduciendo la cobertura”.

“Una vez que los índices se han ajustado a las valoraciones fundamentales estimadas, creemos que es el momento de poder invertir para aprovechar un posible rebote del 5-8%, aunque después volveremos a poner la cobertura a la espera de ver el suelo de este mercado bajista al que le pueden quedar, al menos, seis meses hasta que pueda cambiar de tendencia clara”, dice el gestor de **Abante Pangea**.

“Hay potencialidad, pero hay que ser paciente para que llegue y poder comprar con margen de seguridad”, asegura. Sin embargo, también comenta que “sigue habiendo señales de vigilancia para ser prudentes”, como la falta de crecimiento en el mundo pese a la mayor expansión monetaria de la historia o la burbuja de renta fija, entre otras.

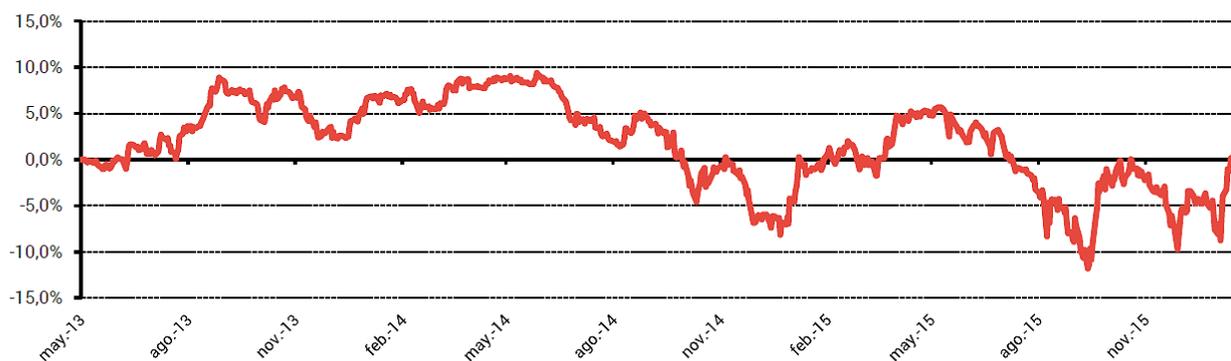
Y dice que el resultado negativo de los mercados “se explica con una sencillez palmaria por el comportamiento de los beneficios empresariales y la vuelta del PER a la media histórica”.

Finalmente, Espelosín hace un repaso a algunos de los valores que tiene en cartera, como E.On, RWE, Barrick Gold o Acerinox, entre ellas, y analiza la situación actual de la banca española.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 29-Jan-16
Valor liquidativo 10,016€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	4,64%	4,64%											
2015	2,0%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%	-1,98%	-0,44%
2014	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%	-5,01%



Carta del Gestor

APORTACION RENTABILIDAD HISTORICA 2016 ABANTE PANGEA													
	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	TOTAL
TOTAL ACCIONES	-0,20												-0,20
Barrick Gold	1,23												1,23
RWE	0,97												0,97
E.ON	0,62												0,62
Tesco	0,17												0,17
Acerinox	0,12												0,12
Telekom Austria	0,07												0,07
Royal Dutch Shell	0,03												0,03
Ivanhoe Mines	0,03												0,03
Covestro	0,02												0,02
Deoleo	0,02												0,02
Banco Santander	0,02												0,02
Samsung Electronics	0,01												0,01
Galp Energia	0,01												0,01
SBM Offshore	0,01												0,01
BBVA	0,01												0,01
Sanofi	0,00												0,00
K+S	-0,01												-0,01
Newmont Mining	-0,01												-0,01
Gazprom	-0,01												-0,01
Tim Participaciones	-0,05												-0,05
Kinross Gold	-0,05												-0,05
Royal Gold	-0,09												-0,09
Carlsberg	-0,09												-0,09
Buenaventura	-0,11												-0,11
Goldcorp	-0,11												-0,11
Verbund	-0,12												-0,12
C&C Group	-0,12												-0,12
OI	-0,14												-0,14
CIR	-0,16												-0,16
D'ieteren	-0,24												-0,24
Engie	-0,25												-0,25
Turquoise Hill Resources	-0,26												-0,26
TDC	-0,47												-0,47
Pharol	-0,61												-0,61
Antofagasta	-0,64												-0,64
Derivados	4,41												4,41
Divisas y Renta Fija	0,43												0,43
TOTAL RESULTADO CARTERA	4,64												4,64

Año nuevo, tabla nueva, marcador a cero y el mismo mandato: intentar ganar dinero en cualquier momento de mercado utilizando una cartera de acciones y coberturas con la suficiente flexibilidad para intentar evitar errores financieros graves. El objetivo de Abante Pangea es ser un fondo mixto global flexible. El estudio de la macroeconomía y la estrategia nos dan las pautas del volumen de riesgo que debemos tomar y las señales de vigilancia para evitar que las irracionalidades provoquen pérdidas relevantes en el fondo. Las señales de vigilancia que nos da la macro son la base del mandato, junto con el alfa que se intenta generar en la selección de valores. Es reiterativo, pero creo que, una vez al año, está bien mirarse el espejo y repetir la razón de ser del fondo.

Terminé 2015 con la siguiente reflexión:

El fondo se encuentra en buena disposición ahora que los mercados han caído; situación que vamos a aprovechar para seguir comprando a buenos precios los próximos trimestres e ir reduciendo la cobertura para tener algo más de exposición a mercado.

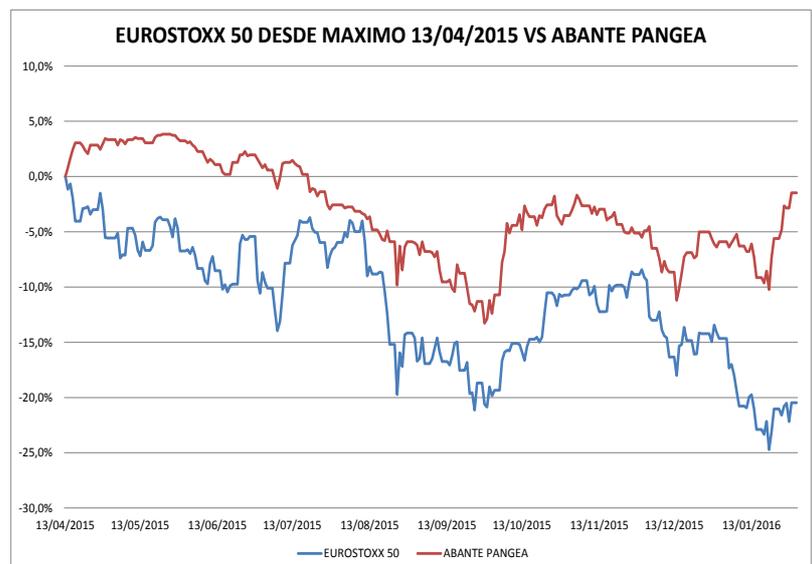


La fuerte volatilidad de enero ha favorecido la flexibilidad y, después de que el S&P 500 haya llegado a la zona de los 1.850 puntos, he reducido la cobertura de manera importante y, de hecho, durante la última semana del mes, el fondo participó de la subida que tuvo el mercado. Esa flexibilidad, junto con una buena selección de valores, ha hecho que el fondo subiera un 4,64% en el mes, mientras que la bolsa cayó un 7%. Esta diferencia de comportamiento de cerca de 12 puntos se ha cimentado en la constancia en la tesis de que los mercados podían corregir, hipótesis que llevo tiempo comentándoles, tanto en las cartas mensuales como en los Pangea Insights. Es notable el comportamiento de la cartera de valores que solo ha perdido un 0,20%, en un contexto en el que el mercado ha retrocedido un 7%. Y es reconfortante ver cómo las eléctricas alemanas y el oro han sido claros contribuidores positivos. Ahora es curioso comprobar cómo coincide que el mercado, en general, se está poniendo positivo en estas dos tesis de inversión.

Debido a la posibilidad de estar invertido desde el 0% hasta el 140%, tengo que ser muy escrupuloso con la estrategia y la macro y, sobre todo, con el margen de seguridad. Una vez que los índices han caído desde máximos más de un 20%, se ha abierto una ventana de margen de seguridad que creo que se debe aprovechar tomando algo más de riesgo y reduciendo la cobertura.

Uno podría caer en la arrogancia y complacencia de sacar pecho por el espectacular resultado de enero, pero por encima de los 40 no se debe hacer esas cosas ya que siempre cometemos errores, de la misma forma que a esta edad tampoco hay que, cuando algo va mal van mal, echar la culpa a conspiraciones internacionales carentes de sentido, que oculta un fallo en la apreciación de los beneficios empresariales, en el PER y en la asunción de riesgo.

Sí que me interesa que vean este gráfico para profundizar, para plazos más largos, en el comportamiento del fondo en un entorno de caídas, cuando la estrategia y el margen de seguridad entran en juego. De esto sí que me encuentro satisfecho, ya que el mandato en el medio plazo se cumple, pese al efecto negativo del fraude de Portugal Telecom. Desde que el Euro Stoxx 50 hizo máximos el 13 de abril de 2015 en 3.828 puntos, el mercado ha bajado un 20,5% y el fondo, apenas un 1,5%, soportando una pérdida del 60% de la lusa, por eso creo que la idea de “poner un estrategia con un fondo gestionado en su cartera de fondos” goza de sentido.

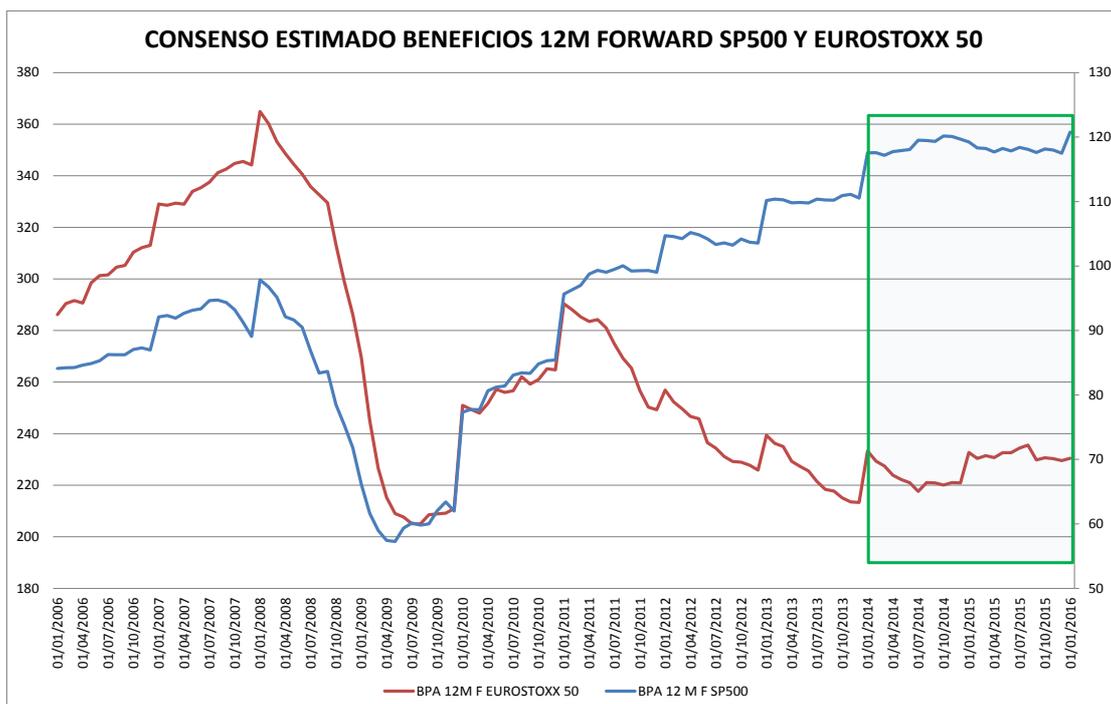


Las bolsas suben o bajan por los beneficios empresariales

Se pueden buscar mil justificaciones al comportamiento de los mercados, de hecho los medios de comunicación deben hacerlo y la angustia diaria de la justificación debe de ser enorme. Pero si miran con más profundidad, el resultado negativo de los mercados se explica con una sencillez palmaria por el comportamiento de los beneficios empresariales y la vuelta del PER a la media histórica, que no es anormal en el mundo en el que vivimos y en el que ahora se ve que carece de munición para afrontar los retos económicos a los que nos enfrentamos. Les remito al [Pangea Insights XXI](#) y les invito a la sesión de valoración de activos que vamos a tener en Madrid el día 1 de marzo.

Las mayores provisiones de los bancos y los negativos resultados de compañías de materias primas han provocado que los beneficios vuelvan a mostrar una tendencia muy negativa, que explica las caídas. Hay que tener en cuenta que el mercado descontaba hace seis meses unos beneficios para 2016 un 20% por encima de los que estima en la actualidad y no contaba tampoco con que en 2015 los resultados fueran inferiores a los de 2014 por el efecto materias primas y provisiones bancarias.

Europa y Estados Unidos están en el mismo nivel en bolsa desde mediados de 2014, la renta variable no ha hecho nada en dos años, y la verdadera razón es que, como pueden ver en el siguiente gráfico, el consenso de beneficios a 12 meses lleva parado dos años. Es decir, llevamos sobrestimando beneficios dos ejercicios y, lejos de cumplirlos, nos hemos dedicado, además, a expandir el PER un 20% con respecto a la media, en la creencia de que la 'orgia de liquidez' iba a generar crecimiento e inflación. La realidad es que esos beneficios no han crecido y que estamos sumidos en la deflación.



Profundizando en esta exuberancia de estimaciones, en la tabla que pueden ver a continuación, comparamos el beneficio real con la estimación a 12 meses en cada momento. Como ven, desde 2012 el mercado ha sobrestimado los resultados, especialmente en Europa y EEUU.

Intentemos entender, por ejemplo, dónde está el Ibex actualmente. El 30/01/2015 el consenso esperaba que en 12 meses, es decir hoy, los beneficios en España estuvieran en 702 puntos. Cifra a la que si aplicáramos un PER de 15 veces –frente a la media histórica de 12,8x- obteníamos una valoración de 10.530 puntos, *et voilà!* Pagar 15 veces por un índice como el nuestro era un poco exagerado, vean el [Pangea Insights XXI](#); pero la alegría de los bancos centrales corría a raudales. Fíjense en que esos 702 puntos se han quedado, al final, en 497 por las mayores provisiones de los bancos, Telefónica y Repsol. Esa, y no otra, es la razón del ajuste del Ibex; ni culpa de los chinos, ni de Podemos. Ahora el consenso calcula, para el próximo ejercicio, un beneficio de 673 puntos, lo que implicaría una subida del 35%. Una previsión que es, sin duda, optimista y refleja la reducción de las provisiones de las entidades financieras. Si aplicamos un PER medio de 13 veces a esos 673 puntos, obtenemos una valoración de 8.749 puntos, muy en línea con el nivel al que cotiza. Como pueden ver, los números son los que son y las esperanzas ilusiones son.

	IBEX			EUROSTOXX 50			SP 500			MSCI WORLD		
	BPA REAL	BPA EST 12	DIF	BPA REAL	BPA EST 12	DIF	BPA REAL	BPA EST 12	DIF	BPA REAL	BPA EST 12	DIF
31/01/2006	1.014	894		281	286		74	84		78	86	
31/01/2007	945	996	51	310	329	24	86	92	2	89	98	2
31/01/2008	1.337	1.347	341	346	365	17	85	98	-8	98	112	0
30/01/2009	1.111	1.145	-236	148	270	-217	62	66	-36	61	73	-51
29/01/2010	1.073	1.093	-73	194	251	-75	59	77	-7	55	79	-18
31/01/2011	1.333	1.132	240	248	290	-3	82	96	5	87	102	7
31/01/2012	829	978	-303	160	257	-130	94	105	-2	87	102	-15
31/01/2013	225	794	-753	163	239	-94	100	110	-5	85	103	-18
31/01/2014	570	686	-224	141	233	-98	106	118	-4	92	109	-11
30/01/2015	551	702	-135	166	233	-67	113	119	-4	96	103	-13
29/01/2016	497	673	-205	146	230	-87	111	121	-8	87	101	-16

La potencialidad de beneficios del Ibex y Euro Stoxx 50

Eso sí, tanto en el Euro Stoxx 50 como en el Ibex 35 existe mucha más potencialidad de beneficios para 2017 que en el S&P 500, debido a que el mayor peso de bancos, petróleo y materias primas provoca que los beneficios en España puedan situarse por encima de los 700 puntos el año que viene; 230 en el Euro Stoxx. Hay potencialidad, pero hay que ser paciente para que llegue y poder comprar con margen de seguridad.

Creo que en el Ibex, entre 7.500 y 8.400 puntos, existe una clara oportunidad de compra a dos años vista, ya que si para 2017 aplicamos un BPA de 730 multiplicado por 13 veces, obtenemos una valoración de 9.500 puntos con mucho margen de seguridad. En el Euro Stoxx, creo que entre 2.750 y 2.880 hay margen para comprar y aprovechar un rebote hacia los 3.100.

Por tercera vez, les sugiero que lean [el Pangea Insights XXI](#). Verán que la bolsa es más racional de lo que parece y que la clave reside en los beneficios, dando por sentado que la expansión de



PER no es algo en lo que los inversores, en un mundo deflacionario y con deuda, puedan confiar. O, si confían, es a base de soportar pérdidas de más del 20%.

Una vez que los índices se han ajustado a las valoraciones fundamentales estimadas, en Pangea creo que es el momento de invertir para aprovechar un posible rebote del 5-8%, aunque después volveremos a poner la cobertura a la espera de ver el suelo de este mercado bajista al que le pueden quedar, al menos, seis meses hasta que haya un cambio claro de tendencia. Ahora que le llevamos al mercado una diferencia de 12 puntos y los precios ofrecen margen de seguridad, saltamos temporalmente al nivel de riesgo 35-70%. De producirse ese rebote, volveremos al estadio 0-35% a la espera de hacer suelo.

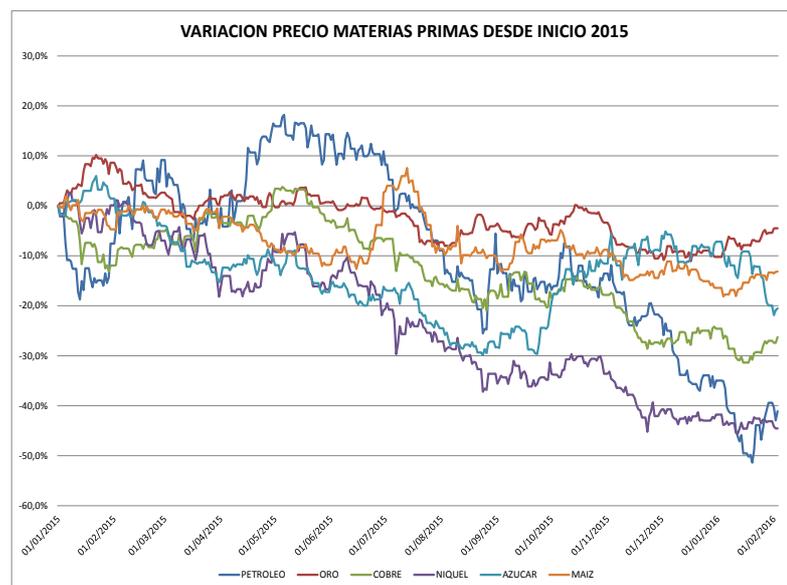
La deflación de China, por mayores devaluaciones; la falta de crecimiento del mundo desarrollado, a pesar de haber realizado la mayor expansión monetaria de la historia; la burbuja de renta fija con un 40% de los bonos en rentabilidad negativa y un escenario geopolítico complejo, siguen siendo señales de vigilancia para ser prudentes.

Por fin E.ON y RWE se han normalizado y Verbund gana peso

La cartera de contado ha tenido un resultado bueno gracias a las aportaciones de las ideas compradas a buenos precios meses atrás. Como podrán ver, a finales de mes reduje la exposición en las eléctricas alemanas desde el 9% hasta el 5% en cada una, que era el peso original que teníamos hace siete meses, cuando empezó la "irracionalidad nucleocarbónica". El aumento de peso que hicimos de cuatro puntos nos ha dado grandes beneficios estos meses, y, simplemente, nos encantan, pero volvemos a ponderaciones iniciales. Nuestra idea de incrementar en Verbund, valor histórico en el fondo, se basa en la diferencia tan enorme entre el valor de reposición de esos 8.000 MW de capacidad de generación hidráulica y el de mercado.

El cisne amarillo ha destacado en un mundo convulso

Nuestra posición del 12% en mineras de oro ha dado un resultado positivo y en compañías como Barrick Gold, comprada a 7,61 dólares, hemos tenido plusvalías que hemos materializado vendiendo por encima de 9,30. El oro ha sido la materia prima que mejor se ha portado. Y, aunque en el corto plazo se pueda tomar un respiro, al igual que las mineras de oro, creo que es un activo que debe empezar a cubrir un nuevo papel, no de protección frente a la inflación en economías cerradas, sino protección frente a la deuda y la deflación en un mundo global en el que no todos los jugadores tienen máquinas de imprimir billetes gratis.



Doy un voto de confianza a Ana Patricia Botín y Pangea compra algo en bancos

No sé exactamente donde está el suelo de Santander, pero sí, que estamos cerca del final del ciclo de provisiones y que su valor en libros es de 4,11 euros frente a los 3,53 de las últimas acciones que compramos. El margen de seguridad se ha activado y, aunque pueda irse a 3-3,20, ahora sí merece la pena comprar, teniendo en cuenta que puede generar un BPA de 0,50-0,55 euros en dos años, que, a PER 9, en consonancia con un ROE del 11%, da un valor de 4,50-5 euros, mínimo. Por ende, BBVA también es invertible a estos niveles y el Euro Stoxx 50 Bancos por debajo de 100 merece la pena, ya que un rebote a los 110 antes de verano es factible. Tener *cash* a estos niveles nos permite tomar posiciones en sectores que han perdido más del 50% a unos precios que, a tres años, pueden darnos retornos por encima del 25%.

Una de mis "niñas bonitas", Acerinox, vuelve a ser invertible y me llena de satisfacción

La primera que escribí un informe de Acerinox fue en 1994, cuando Banesto había vendido un paquete de la Corporación Banesto, por aquel entonces NAS, su filial americana, empezaba a fraguarse. Ha sido, sin duda, una compañía de valor sensacional que en Pangea todavía no había podido comprar. Pero a estos niveles me da margen de seguridad, como sucede en otras muchas, ya que el valor de reposición de los activos y montar un Acerinox de cero costaría, como mínimo 14 euros, así que la posición del 1,2% comprada a 7,82 me parece que ofrece valor y, si continúa cayendo, seguirá siendo una acción que pase a ponderaciones mayores.

Covestro, Sanofi, Royal Dutch, Ericsson, Angloamerican y K+S entran en cartera

Se unen a Telekom Austria, TDC, C&C y Antofagasta como opciones de valor compradas a unos precios que hace seis meses no hubiéramos imaginado. Ofrecen en general *FCF Yield* por encima de mercado, una situación financiera excelente y estabilidad importante a medio plazo.

En un próximo Pangea Insights desarrollaremos el porqué de introducir estas compañías en el fondo y en qué métricas nos fijamos para comprarlas.

Un saludo,

Alberto Espelosín

Si desea más información sobre este producto,

por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Pangea Insight](#)

