

AGF – Abante Pangea

Alberto Espelosín, gestor de **Abante Pangea**, hace balance del mal comportamiento que han tenido la mayoría de los mercados en enero: el **Euro Stoxx 50 se ha dejado un 2,78%**, el MSCI Emerging Markets ha perdido un 4,69% y el S&P 500, un ligero 0,16%. En este entorno de caídas, la excepción, como recuerda Espelosín, se encuentra en **el Nasdaq 100, que ha subido un 2,96%**, gracias al comportamiento de muy pocos valores: un 26,5% se explica por Microsoft, un 22% por Amazon, un 22% por Apple, un 18% por Google y un 15% por Tesla, que ha subido un 57% en un mes.

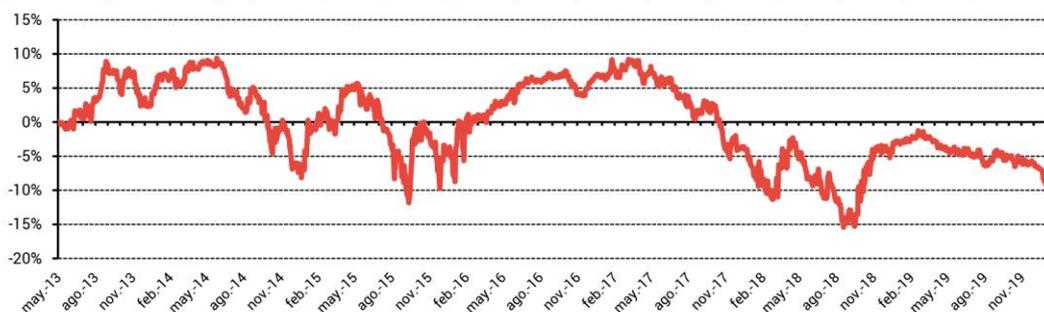
El gestor repasa lo que está pasando en los mercados, con el foco puesto en las grandes compañías tecnológicas y algunos de los valores del fondo, y hace hincapié en el valor de algunos sectores, como las **'telecos'**: "Siguen siendo para mí un paradigma de cómo un sector que ofrece una **excelente rentabilidad por dividendo del 4,5%** no es apreciado por el mercado".

Respecto al posicionamiento del fondo, Espelosín señala que no tiene dudas del **enorme potencial de la cartera de renta variable** y en los **beneficios de estar corto en Estados Unidos**: "En los términos actuales de inversión en renta variable -aproximadamente en la zona del 33%- y con gran parte de esta posición cubierta con el Nasdaq y el S&P 500, creo que el fondo tiene una amplia capacidad de batir al mercado y dar rentabilidades positivas en entornos de mercado que pueden ser muy inciertos".

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-ene-20
Valor liquidativo 8,941€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2020	-3,99%												
2019	-2,4%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%	-0,39%	0,27%	-0,66%	-1,24%	1,24%	-2,10%	0,33%	-0,72%
2018	-0,96%	-5,01%	-1,05%	2,95%	4,62%	-3,86%	-2,28%	0,57%	-7,30%	-0,44%	8,86%	3,57%	-0,49%
2017	-9,62%	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%	-0,06%	-2,28%	-3,03%	2,10%	-2,42%	-3,87%	0,11%
2016	11,41%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%	2,30%
2015	1,99%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%	-1,98%	-0,44%



Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2020 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-20	feb.-20	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20	jul.-20	ago.-20	sep.-20	oct.-20	nov.-20	dic.-20	TOTAL
Acciones	-3,09	0,00	-3,09										
OI	0,18												0,18
Pharol	0,12												0,12
CIR	0,12												0,12
Telefonica Deutschland	0,05												0,05
Vodafone	0,03												0,03
Pangaea Oncology	0,00												0,00
Rolls Royce	0,00												0,00
Deutsche Telekom	0,00												0,00
Orange	-0,03												-0,03
Solocal Group	-0,05												-0,05
Koninklijke KPN	-0,05												-0,05
Mosaic	-0,05												-0,05
Technicolor	-0,10												-0,10
Thyssenkrupp	-0,10												-0,10
Cameco	-0,12												-0,12
Ivanhoe Mines	-0,13												-0,13
Buenaventura	-0,23												-0,23
Telecom Italia	-0,26												-0,26
Freeport McMoran	-0,27												-0,27
Consol Energy	-2,18												-2,18
Derivados	-0,9												-0,9
Divisa y Renta Fija	0,0												0,0
TOTAL RESULTADO CARTERA	-3,99												-3,99

Entre el 'pin parental', el temporal 'Gloria', el *reality* de las parejas que están en una isla y el coronavirus, se nos ha terminado enero y lo ha hecho, además, con un Euro Stoxx 50 que se ha dejado un 2,78%, un MSCI Emerging Markets que ha perdido un 4,69% y un S&P 500 que ha perdido un ligero 0,16%. La excepción a este mes de caídas ha sido el todopoderoso Nasdaq 100, que ha subido un 2,96%.

La explicación a esta subida del Nasdaq, como se ve en el siguiente gráfico, la encontramos en muy pocos valores: un 26,5% se explica por Microsoft, un 22% por Amazon, un 22% por Apple, un 18% por Google y un 15% por Tesla, que ha subido un 57% en un mes.



Explicar esto es muy sencillo: o participas de la fiesta de cinco compañías o no haces nada. Esta polarización del comportamiento de los activos también la hemos visto en otros índices que no han subido, como el Stoxx 600, donde tanto coches, como materias primas, petroleras y bancos han sufrido caídas considerables.



La subida del Nasdaq y la fuerte caída de algunas compañías de materias primas que están en el fondo, han hecho que tuviéramos, al unísono en la industria de la gestión activa, un mes malo, que creo se debe revertir cuando el mercado entre en una fase más racional. Repasando los modelos de las compañías que mantengo en cartera no veo razón alguna que justifique este comportamiento. De hecho, encuentro muchas razones para ratificar esas inversiones que creo, de facto, que se deberían incrementar.

Considero que Pangea se presenta en una posición muy favorable de cara al próximo año y en un entorno en el que creo que las cinco principales posiciones del fondo tienen un potencial mínimo de subida del 50%, mientras que la parte corta de la cobertura tiene una potencial caída del 20%. Por ello, en los términos actuales de inversión en renta variable -aproximadamente en la zona del 33%- y con gran parte de esta posición cubierta con Nasdaq y S&P 500, creo que el fondo tiene una amplia capacidad de batir al mercado y dar rentabilidades positivas en entornos de mercado que pueden ser muy inciertos.

Largo de 'telecos' y corto del Nasdaq: una estrategia de valor relativo muy razonable

Sigo pensando que después de una subida del 23% anual en los últimos diez años, y viendo los múltiplos a los que cotizan las grandes tecnológicas, el riesgo de incurrir en severas pérdidas si no se cumplen las expectativas es muy serio. Y créanme que lo que cotizan son expectativas que pueden o no ser realidad, pero que en el precio de hoy ya están contenidas.

Miren por ejemplo **Amazon**, cotiza a 2.008 dólares la acción, lo que supone un PER Trailing 2019 de 87x, PER 2020 de 50x y, si se cumplen los 97,91 dólares de BPA, para 2024 estará a PER 21 de 2024. Eso sí, para que todo esto ocurra, las ventas deben crecer al 18,8% en 2020, al 17,1% en 2021, al 16% en 2022, al 13,7% en 2023 y al 12,4% en 2024.

La compañía es excelente, pero el precio no lo es, y está sometida a la pregunta de qué pasará si las ventas, en vez de crecer a un excelente 18,85%, lo hacen a un sobresaliente 15%; o qué pasará si, de repente, la tasa impositiva sube algo y dejan de tener la laxitud impositiva que están teniendo con una compañía que representa un monopolio poco justificable y un negocio internacional que no gana dinero. A mí se me hace muy difícil controlar un margen de seguridad en el que todo tiene que ir perfecto para multiplicar el BPA por 5x de aquí al 2020 y que nada salga mal.

Amazon.com Inc (AMZN US)											
In Millions of USD	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020 Est	FY 2021 Est	FY 2022 Est	FY 2023 Est	FY 2024 Est
12 Months Ending	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024
Market Capitalization	144.312,8	318.344,2	357.688,0	566.023,5	737.467,3	920.224,3					
- Cash & Equivalents	17.416,0	19.808,0	25.981,0	30.986,0	41.250,0	55.021,0					
+ Preferred & Other	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
+ Total Debt	16.089,0	17.547,0	20.410,0	44.147,0	49.289,0	77.535,0					
Enterprise Value	142.985,8	316.083,2	352.117,0	579.184,5	745.506,3	942.738,3					
Revenue, Adj	88.988,0	107.006,0	135.987,0	177.866,0	232.887,0	280.522,0	333.291,8	390.216,3	452.591,8	514.669,6	578.425,3
Growth % YoY	19,5	20,2	27,1	30,8	30,9	20,5	18,8	17,1	16,0	13,7	12,4
Gross Profit, Adj	26.406,0	35.355,0	47.722,0	65.932,0	93.731,0	114.986,0	139.122,7	166.735,5	197.818,8	226.521,6	254.663,3
Margin %	29,7	33,0	35,1	37,1	40,2	41,0	41,7	42,7	43,7	44,0	44,0
EBITDA, Adj	5.094,0	8.514,0	12.302,0	15.584,0	27.762,0	39.999,0	50.041,4	62.182,7	74.304,7	91.113,5	102.460,7
Margin %	5,7	8,0	9,0	8,8	11,9	14,3	15,0	15,9	16,4	17,7	17,7
Net Income, Adj	-132,5	599,3	2.376,2	2.247,9	10.078,5	11.584,8	20.456,2	28.002,3	34.216,7	47.202,4	52.306,0
Margin %	-0,1	0,6	1,7	1,3	4,3	4,1	6,1	7,2	7,6	9,2	9,0
EPS, Adj	-0,29	1,26	4,91	4,56	20,15	23,00	40,07	52,93	68,50	89,36	97,91
Growth % YoY	—	—	290,7	-7,2	342,2	14,2	74,2	32,1	29,4	30,5	9,6
Cash from Operations	6.842,0	11.920,0	16.443,0	18.434,0	30.723,0	38.514,0					
Capital Expenditures	-4.893,0	-4.589,0	-6.737,0	-11.955,0	-13.427,0	-16.861,0	-17.819,5	-20.269,3	-24.493,6	-26.991,0	-30.051,3
Free Cash Flow	1.949,0	7.331,0	9.706,0	6.479,0	17.296,0	21.653,0	32.560,7	40.605,5	52.047,2	65.583,3	87.305,6

En cambio, las ‘telecos’ siguen siendo para mí un paradigma de cómo un sector que ofrece una excelente rentabilidad por dividendo del 4,5% no es apreciado por el mercado, ni que el mercado pueda apreciar el valor de las infraestructuras que muchas de ellas no han monetizado, y viendo cómo cotizan las compañías de redes es inexplicable entender el valor. Entre el ejercicio de valoración de antes y ver, por otro lado, la posibilidad de comprar activos reales a precios descuento, como **Orange y Deutsche Telekom**, creo que no hay color. En estas compañías hay clientes a precios de descuento y con un FCF (*free cash flow*) que cubre de sobra unos dividendos por encima de un 4,5%. Incluso en ‘telecos’ que están en proceso de cambio y que no son *yielders* se dan casos de valoración relativa que son una auténtica ganga.

Un buen ejemplo es **Telecom Italia**, cuyo *market cap* es de 10.138 millones euros, cuando su 60% en Inwit (torres móviles) vale 3.342 millones de euros en bolsa, al igual que la cotizada TIM Brasil, que vale 5.744 millones. Es decir, dos activos cotizados valen 9.086 millones de euros, frente a los 10.138 millones de euros de toda la compañía. O lo que es lo mismo, por 1.052 millones de euros te compras una red de fibra en Italia, 31,3 millones de líneas de móviles y 17,3 millones de líneas fijas. Así es, no se asombren, pero es así. Por ello a mí me sale que Telecom Italia puede valer 0,80 euros (+44% de potencial subida) y, en cambio, por Amazon no pagaría más de 1.500 dólares (-25% sobre su valor actual) aunque fuera muy optimista, y lo sería, ya que pagaría 22x del año 2022.

En el caso de la principal posición del fondo, **Pharol**, creo que es posible multiplicar por 2,5 veces su valor. Desde el punto de vista operativo, en OI (5,5% de Pharol) están pasando todos los sucesos que hemos esperado los últimos años. La salida de Eurico Teles y la entrada de Rodrigo Abreu es un punto de inflexión, al igual que la venta de activos que se ha plasmado con la importante venta del 25% de Unitel en Angola por un valor prácticamente igual que todo el *market cap* de la compañía. El plan de

venta de activos continúa hacia adelante y las inversiones en fibra también. Tanto Tim Brasil, como Telefónica y América Móvil están interesados en poder participar en esta compañía una vez que en junio salga de la recuperación judicial en la mayor quita de la historia de Brasil. Poder comprar un operador así, con la mayor red de fibra de Brasil y con una cuota de móviles por encima del 20%, por 5.893 millones de reales cuando TIM Brasil vale 40.552 millones de reales y Telefónica Brasil 96.414 millones de reales, me parece una ganga difícil de explicar.

Creo que cuando uno escucha que la parte de móviles de **OI** podría ser vendida en una banda entre 14.000 y 16.000 millones de reales y que las sinergias en cualquier operación corporativa rondarían los 10.000 millones de reales, piensa que quizás me haya vuelto loco o quizás lo haya hecho el mercado, que, dedicado a la gestión pasiva, se está perdiendo una oportunidad histórica de inversión. Siendo pesimista, creo que OI puede valer 15.000 millones de reales si el EBITDA con las nuevas inversiones en fibra vuelve a la zona de 6.000 millones de reales y Rodrigo Abreu ejecuta su plan estratégico.

Todo esto para Pharol supone un importante potencial de revalorización a lo que hay que añadir la posible recuperación de un 5/6% del bono de Rio Forte, los 20 millones de caja neta y el 5,5% de autocartera. Son cuatro años de trabajo sobre Pharol/OI y creo que en 25 años de carrera no he visto una cosa que me haya dado tantos disgustos pero que, a su vez, me haya dado tanta infravaloración desde el análisis fundamental.

Las manifestaciones de burbujas y las gangas fuera de la moda

En esta dualidad en la que me encuentro entre las compañías en las que invierto y la locura manía manipulada en la que se ha envuelto el mercado estadounidense, creo que merece la pena dedicar unas palabras a **Tesla**.

No es fácil explicar por qué Tesla vale ya más que Volkswagen (105.729 millones de euros, frente a 81.887 millones de euros), cuando una vende 365.000 coches y la otra, 10,5 millones de coches. Es muy complicado explicar cómo puede valer esa cifra la pura expectativa de que venda 1,2 millones de coches en 2025 con un margen EBIT del 12,5%, cuando BMW (incluyendo Rolls-Royce y Mini) vende hoy 2,5 millones de coches y con una caja neta de 15.400 millones de euros vale 41.450 millones euros, y haciendo coches desde el 7 de marzo de 1916 y pagando impuestos del 30%. Hay veces que viendo el gráfico de Tesla, que ha subido desde 176 dólares en junio de 2019 a los 650 dólares actuales, no entiendo qué razonamiento hace quién compra esto, y dudo de que esto no vaya a acabar sin una caída del 50 o el 60%.



Les dejo las cifras de consenso de mercado. Pueden ver que, evidentemente, una hoja de cálculo lo aguanta todo: si llegamos a 2023 con un BPA de 30 dólares estaremos pagando hoy 21,7x de 2023 por una expectativa, frente a un PER hoy de BMW de 7x o el PER 10x de hoy de Daimler.

Tesla Inc (TSLA US)												
In Millions of USD	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020 Est	FY 2021 Est	FY 2022 Est	FY 2023 Est
12 Months Ending	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023
Market Capitalization	3.868,4	18.516,5	27.954,2	31.543,3	34.524,0	52.554,9	57.442,3	117.261,9				
- Cash & Equivalents	201,9	845,9	1.905,7	1.196,9	3.393,2	3.367,9	3.685,6	6.268,0				
+ Preferred & Other	0,0	0,0	0,0	0,0	1.152,2	1.395,1	1.390,4	1.492,0				
+ Total Debt	466,7	606,9	2.488,1	2.715,6	6.854,5	10.214,8	11.971,4	13.419,0				
Enterprise Value	4.133,2	18.277,4	28.536,5	33.062,0	39.137,5	60.796,9	67.118,4	125.904,9				
Revenue, Adj	413,3	2.013,5	3.198,4	4.046,0	7.000,1	11.758,8	21.461,3	24.578,1	32.223,0	41.884,1	53.012,1	62.862,5
Growth % YoY	102,3	387,2	58,8	26,5	73,0	68,0	82,5	14,5	32,1	30,0	26,6	18,6
Gross Profit, Adj	30,1	456,3	881,7	923,5	1.599,3	2.222,5	4.042,0	4.068,8	6.257,4	9.000,5	11.362,1	
Margin %	7,3	22,7	27,6	22,8	22,8	18,9	18,8	16,6	19,4	21,5	21,4	
EBITDA, Adj	-365,5	44,8	45,2	-294,0	338,7	167,4	1.809,6	2.653,4	4.295,6	6.152,2	7.913,8	8.758,1
Margin %	-88,4	2,2	1,4	-7,3	4,8	1,4	8,4	10,8	13,3	14,7	14,9	13,9
Net Income, Adj	-396,2	-57,6	-294,0	-888,7	-725,3	-1.834,9	-741,8	-690,4	1.415,3	2.689,5	4.130,8	5.909,3
Margin %	-95,9	-2,9	-9,2	-22,0	-10,4	-15,6	-3,5	-2,8	4,4	6,4	7,8	9,4
EPS, Adj	-3,69	-0,48	-2,36	-6,93	-5,03	-11,07	-4,35	-4,05	7,96	14,86	21,53	30,46
Growth % YoY	-45,8	86,9	-388,8	-193,6	27,4	-120,1	60,7	10,4		86,7	44,9	41,4
Cash from Operations	-266,1	258,0	-57,3	-524,5	-123,8	-60,7	2.097,8	2.405,0				
Capital Expenditures	-239,2	-264,2	-969,9	-1.634,9	-1.280,8	-3.414,8	-2.100,7	-1.327,0	-2.477,0	-2.760,0	-3.049,5	-3.533,7
Free Cash Flow	-505,3	-6,2	-1.027,2	-2.159,3	-1.404,6	-3.475,5	-2,9	1.078,0	1.502,0	3.241,8	4.854,9	7.417,8

Source: Bloomberg

Pero no crean que la locura es un mal que se cura rápido, a medida que sube hay gente que piensa todo lo contrario a lo que yo les he argumentado. Un ejemplo lo encontramos en las palabras de un ejecutivo de una gestora que ha subido el precio objetivo de Tesla a 1.000 dólares, es decir, que pagará un PER 33

del año 2023 -yo soy muy respetuoso con todos los profesionales, y por eso existe la oferta y la demanda-

Gary Black, a leading tobacco analyst for Bernstein in the 1990s and the former chief executive of Aegon Asset Management, lifted his price target on the stock to \$1,000 from \$800. Black uses his Twitter account to broadcast his views on the controversial car maker, whose market value now exceeds \$115 billion, second in the industry only to Toyota Motor (TM).

Para los curiosos, les dejo las cuentas de **Toyota**. Pueden ver que cotiza a PER 7,5x de 2024 y PER 10x hoy, como la industria, y que vende también 10 millones de unidades.

Toyota Motor Corp (7203 JT)													
In Billions of JPY 12 Months Ending	FY 2012 03/31/2012	FY 2013 03/31/2013	FY 2014 03/31/2014	FY 2015 03/31/2015	FY 2016 03/31/2016	FY 2017 03/31/2017	FY 2018 03/31/2018	FY 2019 03/31/2019	FY 2020 Est 03/31/2020	FY 2021 Est 03/31/2021	FY 2022 Est 03/31/2022	FY 2023 Est 03/31/2023	FY 2024 Est 03/31/2024
Market Capitalization	11.305,5	15.393,7	18.467,1	26.379,7	18.080,2	17.973,3	19.860,2	18.374,0					
- Cash & Equivalents	2.940,6	3.270,7	4.268,3	5.216,0	5.482,9	5.899,3	5.721,9	5.828,2					
+ Preferred & Other	516,2	624,8	749,8	859,2	1.341,3	1.154,1	1.186,1	1.217,1					
+ Total Debt	12.005,5	14.131,8	16.327,4	18.977,9	18.293,2	19.178,0	19.353,4	20.150,2					
Enterprise Value	20.886,7	26.879,6	31.276,0	41.000,8	32.231,8	32.406,1	34.677,8	33.913,1					
Revenue, Adj	18.583,7	22.064,2	25.691,9	27.234,5	28.403,1	27.597,2	29.379,5	30.225,7	30.109,2	30.618,9	31.249,4	32.701,3	32.495,0
<i>Growth %, YoY</i>	-2,2	18,7	16,4	6,0	4,3	-2,8	6,5	2,9	-0,4	1,7	2,1	4,6	-0,6
Gross Profit, Adj	2.195,1	3.423,2	4.938,0	5.392,8	5.797,7	4.862,9	5.490,4	5.443,9	5.413,9	5.531,6	5.619,3	5.796,3	
<i>Margin %</i>	11,8	15,5	19,2	19,8	20,4	17,6	18,7	18,0	18,0	18,1	18,0	17,7	
EBITDA, Adj	1.457,0	2.458,2	3.654,7	4.191,3	4.513,1	3.636,0	4.169,2	4.295,8	3.429,2	3.528,5	3.663,6	4.090,0	4.300,0
<i>Margin %</i>	7,8	11,1	14,2	15,4	15,9	13,2	14,2	14,2	11,4	11,5	11,7	12,5	13,2
Net Income, Adj	335,8	983,6	1.896,7	2.195,5	2.335,2	1.847,3	2.506,6	2.127,5	2.323,9	2.378,6	2.468,6	2.674,7	2.718,5
<i>Margin %</i>	1,8	4,5	7,4	8,1	8,2	6,7	8,5	7,0	7,7	7,8	7,9	8,2	8,4
EPS, Adj	106,82	310,54	598,13	694,67	744,45	607,73	841,09	733,98	827,28	856,84	892,35	947,93	1.000,00
<i>Growth %, YoY</i>	-22,9	190,7	92,6	16,1	7,2	-18,4	38,4	-12,7	12,7	3,6	4,1	6,2	5,5
Cash from Operations	1.452,4	2.451,3	3.646,0	3.685,8	4.460,9	3.414,2	4.210,0	3.766,6					
Capital Expenditures	-723,5	-854,6	-970,0	-1.146,3	-1.282,5	-1.223,9	-1.291,1	-1.452,7	-1.465,0	-1.479,4	-1.489,4	-1.460,3	-1.506,0
Free Cash Flow	728,9	1.596,8	2.676,0	2.539,4	3.178,3	2.190,4	2.918,9	2.313,9	2.602,1	3.868,8	3.912,8		

Source: Bloomberg

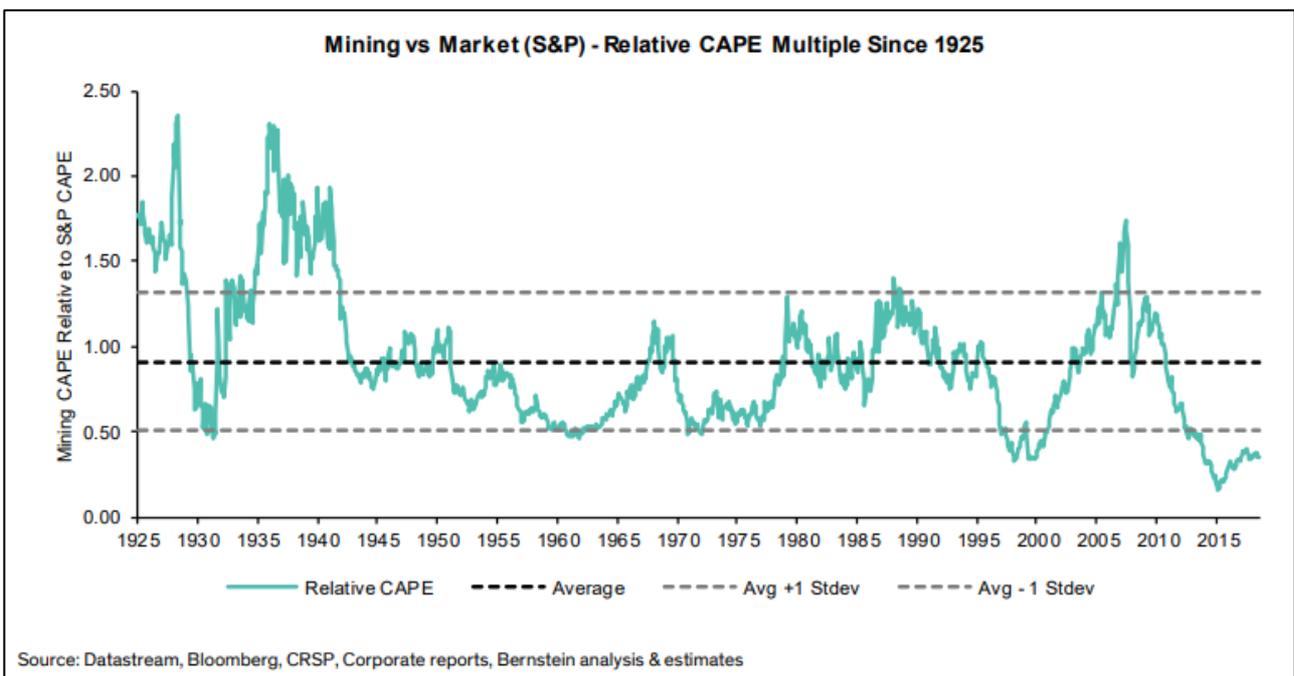
Esto es lo que hay, difícil de entender para un hombre como yo, que tiene un coche diésel con 190.000 kilómetros, que no da ningún problema y que, además, no se quema en carretera. Por si les interesa, tengo que decirles que es muy seguro, con airbags por todos los sitios, y con él no pretendo escalar socialmente. Si algún día me da por presumir de un 'carro', les aseguro que la gama de 'carros' eléctricos para fardar es ilimitada.

Por cierto, dentro del programa de bonus del Sr. Musk -2018-2038-, si el valor de Tesla está más de seis meses por encima de los 100.000 millones de dólares se activa una remuneración de 350 millones de dólares-. Les dejo un [artículo de Financial Times](#) en el que lo explican, por si lo quieren utilizar en sus conversaciones con sus superiores.

El descuento de las mineras y la especial situación del cobre

Otra de las dualidades a las que me enfrento en los últimos 12 meses es la fuerte caída de las mineras en términos relativos al mercado. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico del excelente analista de Bernstein Paul Gait, en términos de CAPE relativo con cifras desde 1925, nunca las mineras han estado tan baratas.

En la primera hoja de esta carta se puede ver el impacto negativo que algunas compañías de este sector han tenido en el mes, cifras que creo que no justifican el valor real ya que hoy estamos comprando en términos de EV/reservas en multiplicadores mínimos.



Tanto Buenaventura como Freeport McMoRan son, a estos precios, una fuente de valor muy importante en la que no se está apreciando ni la parte de oro que ambas tienen (FCX en menor medida y en la futura mina subterránea de Grasberg Indonesia) ni el potencial que el cobre tiene en el largo plazo dada la poca oferta que va a haber para satisfacer la demanda, como por los niveles de inventarios tan bajos que hay en estos momentos. El relato del coronavirus en los últimos días de enero ha tenido un impacto muy negativo en el cobre, que ha bajado hasta la zona de 5.567 dólares desde los 6.350 a los que cotizó a mediados de mes.

Durante el mes de enero se compraron 20.000 acciones de Buenaventura a un cambio medio de 13,15 dólares, frente los 15,10 dólares con los que cerró 2019 y los 12,93 dólares del cierre de enero de 2020. En Freeport McMoRan se van a recomprar parte de las 54.000 acciones que se vendieron en diciembre a 13 dólares.

Si las previsiones de los analistas de mineras de cobre se cumplen en el medio plazo y podemos llegar a 8.200 dólares en 2022, el precio de FCX, tomado una regresión con el precio del cobre desde el año 2008 con un R2 de 0,71, sería de 42 dólares frente a los 11 dólares actuales. Esta es una de las razones por las que creo que comprar cobre, frente la posición corta de Nasdaq y S&P 500, ofrece muchísimo valor.

El que no se 'Consol' es porque no quiere

La cotización de la minera de carbón **Consol Energy** ha sido la que más ha quitado al comportamiento del fondo. A pesar de llevar ya una caída desde los 48 dólares de junio de 2018 hasta los 14,51 dólares de finales de 2019, enero ha sido un drama y las hordas de relatos 'Thunbergianos' ha hecho que caiga en un solo mes un 44%, lo que ha perjudicado mucho al fondo, haciéndole caer mucho más de lo normal.

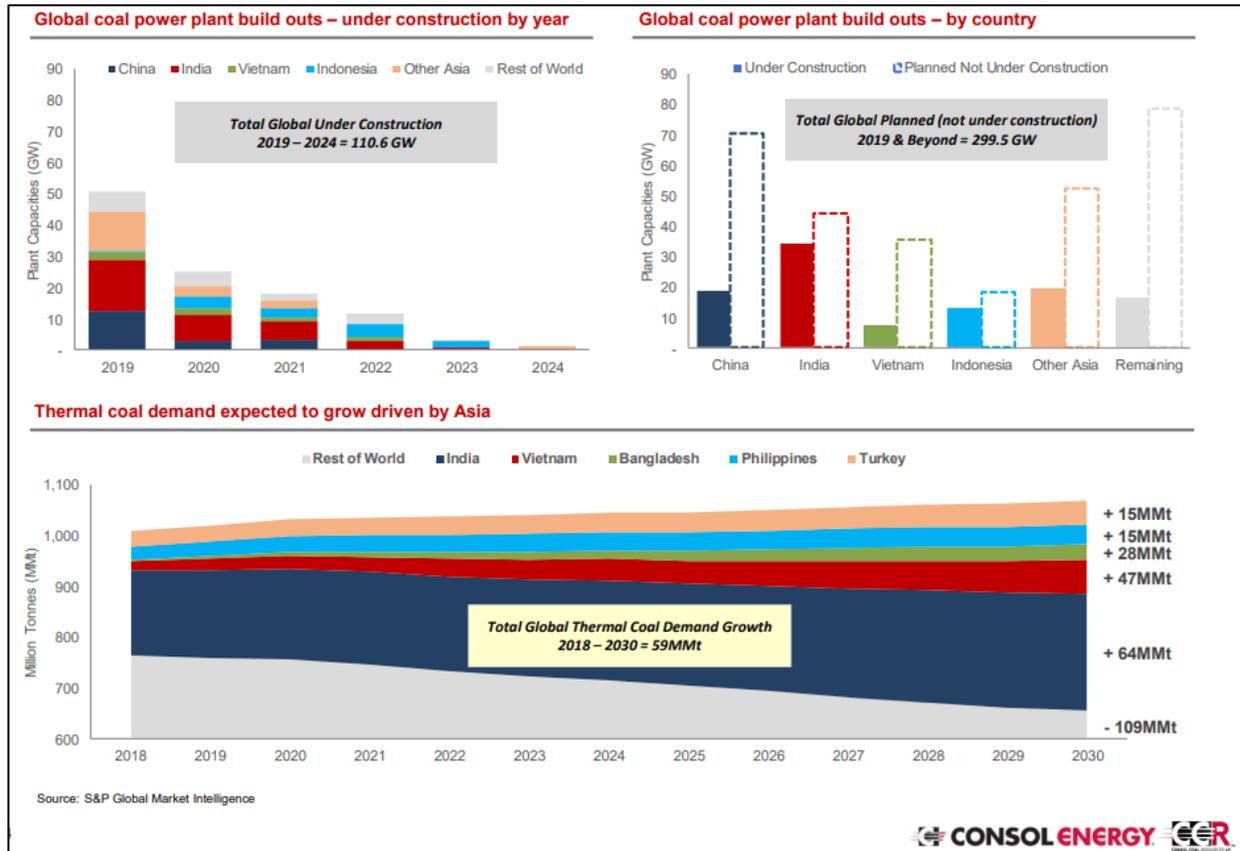
De primeras les digo que me parece una irracionalidad absoluta que uno de los productores más eficientes de Estados Unidos capitalice 210 millones de dólares cuando genera un EBITDA entre 390 y 420 millones de dólares y, como se puede ver en el siguiente gráfico, genera un *cash margin* de 13,8 dólares por tonelada.

Cuando uno mira el EBITDA de la infraestructura que es la terminal marítima de Baltimore que genera 42 millones de dólares y ve los 210 millones de *market cap* se hace difícil no comprar. Pangea, en el mes, ha comprado 82.800 acciones a un cambio medio de 10,7\$ frente al cierre de 2019 de 14,51 dólares y el cierre de enero 2020 de 8,13 dólares.

Earnings Results	For the Quarter Ended			Guidance	
	September 30, 2019	September 30, 2018	Change	CEIX 2019 ⁽⁵⁾	CCR 2019 ⁽⁵⁾
Pennsylvania Mining Complex					
Volumes (MM Tons)					
Production	6.5	6.4	0.1		
Sales	6.5	6.2	0.3	26.8 - 27.8	6.70 - 6.95
Operating Metrics (\$/Ton)					
Average Revenue per Ton Sold	\$46.59	\$47.21	(\$0.62)	\$47.00 - \$48.00	\$47.00 - \$48.00
Average Cash Cost of Coal Sold per Ton ⁽¹⁾	\$32.78	\$30.88	\$1.90	\$30.40 - \$31.40	\$30.40 - \$31.40
Average Cash Margin per Ton Sold ⁽¹⁾	\$13.81	\$16.33	(\$2.52)		
CONSOL Marine Terminal					
Volumes (MM Tons)					
Throughput Volume	2.4	2.7	(0.3)		
Financials (\$MM)					
Terminal Revenue	16	16	-		
Cash Operating and Other Costs	6	7	(1)		
CONSOL Marine Terminal Adjusted EBITDA ⁽²⁾	10	8	2	\$42 - \$45	
CEIX Financials (\$MM)					
Adjusted EBITDA ⁽²⁾	82	83	(1)	\$390 - \$420	
Capital Expenditures ⁽³⁾	49	41	8	\$155 - \$185	
Organic Free Cash Flow Net to CEIX Shareholders ⁽⁴⁾	3	6	(3)		
Dilutive Earnings per Share (\$/share)	\$0.16	\$0.20	(\$0.04)		
CCR Financials (\$MM)					
Adjusted EBITDA ⁽²⁾	20	22	(2)		\$95 - \$103
Capital Expenditures	11	8	3		\$34 - \$38
Organic Free Cash Flow ⁽⁴⁾	9	9	-		

Teniendo en cuenta la deuda de la compañía en 614 millones de dólares supone que, con un *market cap* de 210 millones, tenemos un EV de 824 millones y solo unas reservas en el complejo de Pennsylvania de 698 millones de toneladas, con lo que el mercado está designando un valor a cada tonelada de carbón de 1,18 dólares, frente a los 13 dólares de *cash margin* por tonelada. A mí me parece una infravaloración de esas que se ven pocas veces en la vida y, aunque la foto de enero ha sido muy mala para el fondo por culpa de este valor, creo que es una ganga difícil de no ver.

Comprarse a estos precios un productor que está en el primer cuartil de eficiencia y en una industria que decae en Europa pero que crece en emergentes, creo que es una oportunidad única. Además, pueden ver cómo la construcción de plantas en otras partes del mundo sigue su curso, y es que el carbón, en muchas partes del mundo, continúa siendo una propuesta razonable para el desarrollo de las naciones al igual que en su día lo fue en las nuestras.



El relato del carbón en Occidente suena mal, y es cierto que accionistas como BlackRock han anunciado que van a vender en los fondos de gestión activa las temáticas de carbón, aunque en el accionariado la mayor parte de BlackRock y Vanguard es gestión pasiva.

Quizás el mayor riesgo de esta compañía para los que hemos comprado es que venga una OPA a un precio que nos pueda hacer ganar un 50%, pero dejar de ganar un 200%. ¿Cuánto vale solo la Terminal Marítima de Baltimore que hace un EBITDA de 42 millones de dólares? Otro dato que me gustaría que tuvieran es que esta compañía genera un ROE del 12%.

Holder Name	Portfolio Name	Source	Opt	Position	% Out	Latest Chg	File Dt
1. Azvalor Asset Manage...		13G		4,081,268	15.76	246,938	11/05/19
2. BlackRock Inc		Research		4,072,584	15.72	30,718	09/30/19
3. Vanguard Group Inc/T...		ULT-AGG		3,017,007	11.65	-40,396	09/30/19
4. Lancaster Investment ...	LANCASTER INVEST...	13F		1,617,099	6.24	524,655	09/30/19
5. Dimensional Fund Advi...	DIMENSIONAL FUND...	13F		1,451,171	5.60	202,673	09/30/19
6. State Street Corp		ULT-AGG		1,332,503	5.14	147,468	09/30/19
7. Citadel Advisors LLC	CITADEL ADVISORS ...	13F		857,304	3.31	105,412	09/30/19
8. Mountain Lake Invest...	MOUNTAIN LAKE IN...	13F		850,000	3.28	285,000	09/30/19
9. MDO Management Co SA	Multiple Portfolios	MF-AGG		679,255	2.62	0	12/31/18
10. Greenlight Capital Inc	GREENLIGHT CAPIT...	13F		676,882	2.61	0	09/30/19
11. Charles Schwab Corp/...		ULT-AGG		479,369	1.85	64,313	09/30/19
12. Matarin Capital Manag...	MATARIN CAPITAL ...	13F		421,377	1.63	-18,560	09/30/19
13. BANK OF NEW YORK ME...		ULT-AGG		398,937	1.54	-6,989	09/30/19
14. Teachers Insurance & ...		ULT-AGG		387,585	1.50	-74,234	09/30/19
15. Geode Capital Manage...	GEODE CAPITAL MA...	13F		372,603	1.44	6,830	09/30/19
16. Federated Hermes Inc	FEDERATED INVESTO...	13F		372,053	1.44	31,898	09/30/19
17. Renaissance Technolog...	RENAISSANCE TECH...	13F		370,900	1.43	-237,300	09/30/19
18. Bank of America Corp	BANK OF AMERICA ...	13F	Y	369,659	1.43	179,731	09/30/19
19. Northern Trust Corp	NORTHERN TRUST C...	13F		365,003	1.41	5,527	09/30/19

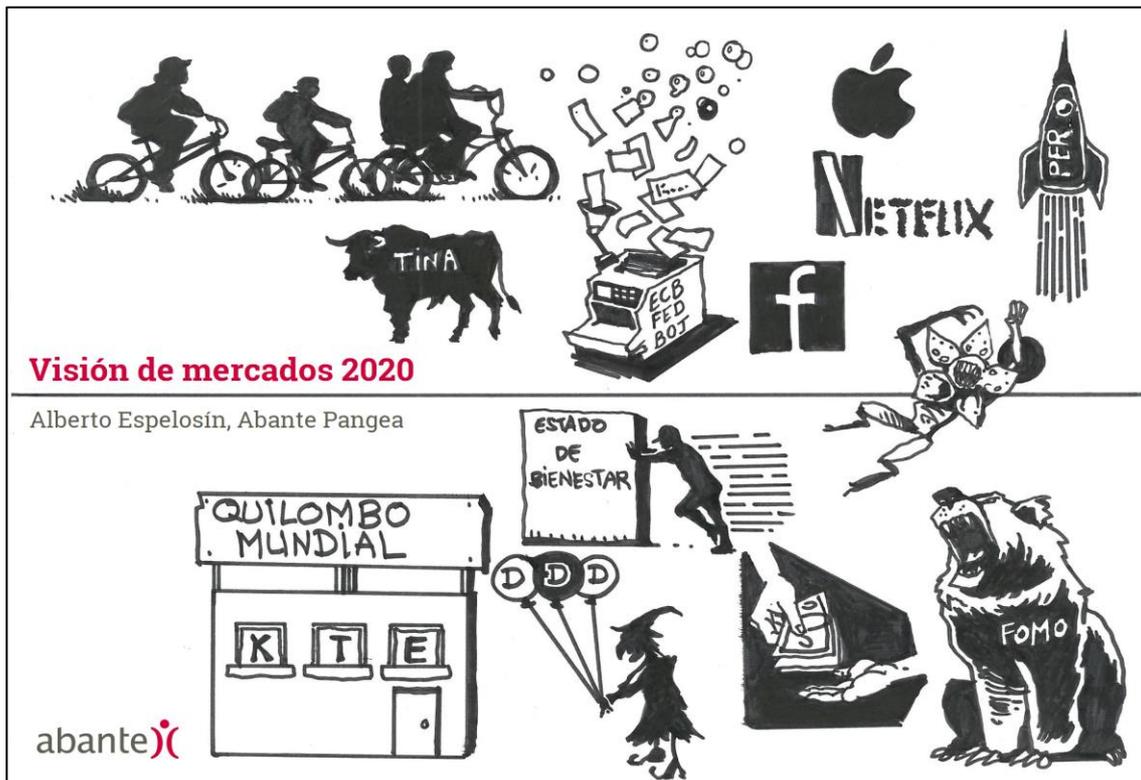
Los dos mundos a los que se enfrentan los inversores y el mundo al revés

He intentado explicar en la carta el volumen de valor que veo en la cartera de acciones y lo caro que veo la parte corta del fondo. Está siendo muy lento, pero no tengo duda del enorme potencial de la cartera de renta variable y en los beneficios que podemos dar con la parte corta de Estados Unidos.

Creo que Pangea tiene muchas opciones en 2020 y en un entorno en el que creo que las cinco principales posiciones del fondo tienen un potencial mínimo de subida del 50%, mientras que la parte corta de la cobertura tiene una potencial caída del 20%. Por ello, en los términos actuales de inversión en renta variable - aproximadamente en la zona del 33%- y con gran parte de esta posición cubierta con el Nasdaq y el S&P 500, creo que el fondo tiene una amplia capacidad de batir al mercado y dar rentabilidades positivas en entornos de mercado que pueden ser muy inciertos.

Pangea es una alternativa para aquellos inversores que no optan a 100% de renta variable, que no encuentran valor en la renta fija y que se quieren posicionar en bolsa con una volatilidad más controlada que la del mercado y con ciertas dosis de protección en esta fase del ciclo. El fondo tiene compañías que creo que están a punto de tener eventos que hacen que las rentabilidades puedan ser muy positivas en los próximos meses.

En la presentación a inversores intenté presentar lo positivo en medio de esta dualidad y destacar el valor de estar posicionado como estoy. Para explicar los mundos a los que nos enfrentamos mostré un dibujo, simulando la serie *Stranger Things*, en el que se muestra un mundo idílico no sostenible sin subvención y un mundo más realista que se enfrenta a grandes retos y en el que se pueden dar retornos muy negativos en el mundo de la gestión pasiva ponderada en Estados Unidos.



Visión de mercados 2020

Alberto Espelosín, Abante Pangea

En el mundo de arriba, los bancos centrales imprimen creando burbujas y expansiones de PER excesivas, mientras que la rentabilidad se centra en las FAAMNG, que gozan de poca regulación, bajos impuestos y posiciones monopolísticas cotizando a niveles de PER por encima de 30x. A su vez, en el mundo de arriba, el argumento de los *bullish* se reduce a TINA (*There Is No Alternative*) al vivir en un mundo de tipos cero subvencionado por los bancos centrales para no entrar en recesión, y creo que “con subvención no hay recesión”.

En el mundo de abajo, los bajistas están con el síndrome FOMO (*Fear Of Missing Out*), francamente preocupados por cómo los de arriba juegan con los valores del Nasdaq. En el mundo de abajo, las deudas se pagan -no como en el de arriba-, el peso del Estado del Bienestar es enorme, la descompensación ‘quilombística’ del capital y trabajo (beneficios y salarios) está llevando a la entrada de radicales en la política, y la bruja de las “tres D” (deuda, deflación y demografía) nos avisa de que

pagar 20x PER forward por el S&P 500 puede ser una locura en el largo plazo y que la contracción de multiplicadores es y será lo normal. Les recuerdo que la media histórica del PER forward de S&P 500 es 14,7x.

Mantengo la posición corta de Estados Unidos porque pagar un PER 16x *forward* (14,7x media histórica), es ya ser generoso para la “bruja de las tres D”, sobre un BPA de 170 dólares (158 dólares en 2019, frente a 158 dólares en 2018), lo que sería pagar entre 2.720 y 2.750 por el S&P 500, una cantidad que creo que es la cifra que veremos en 2020, lo que supondrá un comportamiento del fondo muy positivo. Será en ese momento cuando probablemente tenga ya sentido hacer solo *stock picking*, que tan bien ha funcionado estos años.

Como pueden ver en el gráfico inferior, esto no supone negar el mercado alcista, sino irse simplemente a la media del canal alcista que viene desde 2009, tal y como lo expresé en esta transparencia del documento de estrategia de 2020. Les recomiendo que miren las estimaciones de 2019 y 2020 y vean, según la tabla oficial del S&P 500 Index, cómo se revisan a la baja de forma sistemática. Miren que el BPA de 2020 en 175 dólares estimado en la actualidad era de 186,36 dólares en marzo de 2019.



Última hora sobre Tesla y la historia de Volkswagen

Como pueden ver en el gráfico de Tesla que he puesto en la página 7 de esta carta, abajo a la derecha se puede ver que el precio de 650,57 dólares era el día 3 de febrero a las 11:56h, ahora les actualizo el gráfico- con fecha a 4 de febrero a las 10:42- ya que, en menos, de 24 horas Tesla ha cerrado a 780 dólares con una subida del 20%, llegando a un *market cap* de 140.591 millones de dólares y pulverizando todos los niveles del sector mundial. Es de no creer, pero es así. Me imagino que los CEO de BMW, VOW, Toyota, Porsche, Renault, Daimler, etc., deben tener la misma cara de póker que la que tengo yo en estos momentos.

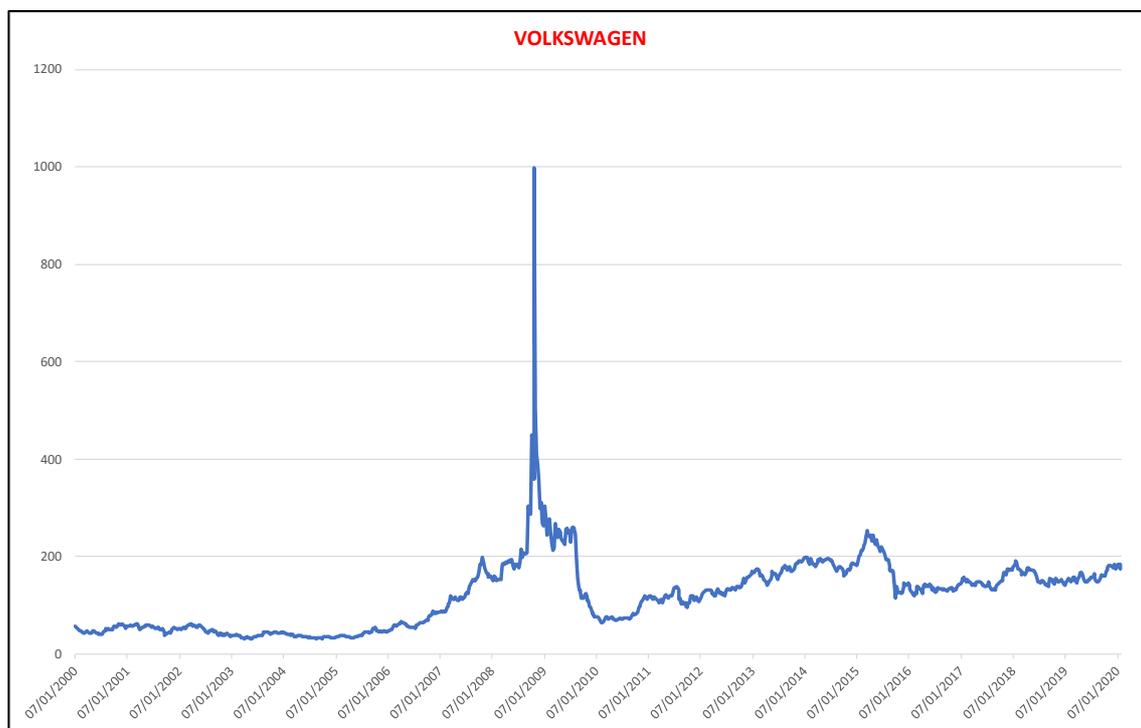


La verdad es que es difícil de creer y de justificar con los fundamentales y, probablemente, lo que ha pasado en la sesión del 3 de febrero es que lo que ha habido es un “cierre de cortos histórico”, es decir, compradores forzados que recompran los cortos que tienen por la imposibilidad de poner más garantías o también compradores forzados por opciones que se ven ahora obligados a comprar las acciones.

Pasar de 176 a 780 dólares en seis meses y valer 140.591 millones frente a los 45.300 millones de Daimler y los 41.884 millones de BMW, teniendo en cuenta la enorme diferencia de las alemanas frente a la estadounidense, en términos de unidades de coches vendidas, los márgenes y el FCF, solo es

posible por un efecto anormal como puede ser el peligroso juego de ponerse corto en un movimiento hiperparabólico en el que hay compradores forzados para cerrar sus cortos. Lo que suele pasar, aunque quizás ahora sea 'todo diferente', es que todo esto se corrige y ejemplos como estos los hemos visto en otros valores a lo largo de la historia.

Como botón de muestra, les pongo el descomunal cierre de cortos que se produjo en Volkswagen en los años 2007 y 2008, teniendo su clímax en la sesión del 31 de octubre: cuando abrió a 347 euros, hizo un máximo en 999 euros, un bajo en 323 euros y cerró en 496 euros. Como ven en el gráfico, después, en febrero, la acción bajó a la zona de 60 euros.



La historia de este *short squeeze* inimaginable la describe muy bien un artículo de 2008 de un buen colega de la industria de aquellos años, D. José Manuel Gómez Borrego. Les dejo su artículo del 3 de noviembre de 2008, para que, en esas tardes de domingo, disfruten de las paradojas de este mundo financiero en lo que todo, vestido de una forma u otra, se repite a través de la historia, aunque siempre te intenten convencer en TINA (*There Is No Alternative*) que TTID (*This Time Is Different*) es verdad esta vez.

Dada la mala fama de los supuestamente malvados hedge funds que especulan vendiendo en descubierto las acciones atesoradas por las ancianitas para arruinarlas, mucha gente parece estar encantada por las colosales pérdidas que algunos de estos "desaprensivos" gestores cosecharon la semana pasada con el

mayor estrangulamiento de posiciones cortas o “short-squeeze” de la historia protagonizado por las acciones de Volkswagen. Pues es un error alegrarse, y luego explicaré por qué, pero antes describiré el escenario en que se ha desarrollado la tragedia:

La acción se desarrolla sobre el telón de fondo de la voluntad de Porsche por hacerse con el control de Volkswagen (como ‘petite histoire’ o cotilleo financiero, cabe destacar que **Ferdinand Piëch**, nieto del fundador **Ferdinand Porsche**, además de pertenecer a la familia que controla la compañía, fue durante una década presidente y CEO de VW). Durante los últimos años, Porsche ha acumulado una participación en VW en el entorno del 30% habiendo señalado en numerosas ocasiones que su voluntad era la de eventualmente alcanzar el 50%. Sus periódicas compras en el mercado, sin prisa, pero sin pausa, han ido poniendo presión alcista sobre las acciones convirtiéndolas en unas de las más caras del sector. Por otro lado, el gobierno regional de la Baja Sajonia tiene una participación de 20% en VW y derecho de veto. Se trata por consiguiente de una compañía con un porcentaje de acciones cotizando libremente en el mercado o “free-float” relativamente pequeño.

Pues bien. En este contexto de una acción de VW fundamentalmente cara y en el que no había temor a que Porsche fuera a hacer una OPA inminentemente (entre otras cosas porque el gobierno sajón no lo permitiría), se ha desarrollado el primer acto de este sainete: además de las obvias apuestas directamente cortas o bajistas en Volkswagen por lo cara que estaba, o cortas en relativo a una posición larga en acciones de compañías más baratas del sector (Daimler siendo la más habitual), en los últimos meses ha habido un par de estrategias muy populares entre los gestores de hedge funds por su aparentemente bajo nivel de riesgo:

1. Arbitraje de las acciones de la compañía: se trata de comprar acciones preferentes de VW (que no tienen derechos políticos) y tomar prestadas para vender acciones ordinarias de VW. Las acciones preferentes pagan un dividendo superior a las ordinarias, por lo que esta estrategia además ofrecía un “carry positivo” (lo que viene a significar que se autofinanciaba).
2. Creación de una posición sintética en el negocio de deportivos de lujo de Porsche: se compran acciones de Porsche (lo cual incluye comprar la participación de dicha compañía en VW) y se toman prestadas para vender acciones de VW. De esta forma, se neutraliza el efecto “coche del pueblo” en Porsche comprando su negocio original de forma muy barata.

La cosa empieza a complicarse en el segundo acto, con la quiebra de Lehman como desencadenante: Todas esas estrategias implicaban tomar prestadas acciones de Volkswagen, y no hay tantas disponibles porque ni Porsche ni el gobierno estaban por la labor de “alquilarlas”, así que eran generalmente los inversores

tradicionales los que a cambio de una sustancial prima las prestaban (sí, esos que tanto se quejan de la maldad de los especuladores que tiran el precio de sus acciones). Pues bien, con la quiebra de Lehman (operador muy activo en la actividad de préstamos de títulos), de repente se organiza un lío monumental y nadie sabe si tiene o debe lo que creía “tener en” o “deber a” Lehman, por lo que de entrada se ponen a comprar acciones en el mercado (los que están cortos por si tienen que devolverlas, y los que las tienen prestadas por si no las puede recuperar). Evidentemente, eso hace que las acciones suban a pesar de que todo el mercado se estaba descalabrando por aquellas fechas, y que todas las estrategias antes descritas entren en pérdidas considerables. La decisión de limitar pérdidas crea el círculo vicioso de generar nuevas “recompras”, nuevas subidas y más pérdidas...

Pasado este mal trago, parece que la situación se normaliza y los hedge funds más “fundamentales” deciden sacudirse este problema técnico y seguir apostando por su estrategia original (de hecho, las acciones caen durante la primera quincena de octubre). Pero hete aquí el trágico tercer acto: el domingo de la semana pasada, aprovechando un vacío legal alemán, Porsche anuncia que tras haber superado el 35% de VW, ha comprado opciones que le dan acceso a otro 35%!!!! Eso quiere decir que queda en el mercado disponible menos del 10% del capital! Y las posiciones cortas son del 13%!!!! ¡Horror! ¡¡¡No hay acciones para todos!!! Los hedge funds se lanzan el lunes y el martes pasado a comprar a cualquier precio y, con la colaboración de los fondos tradicionales que también compran al ver con espanto como el peso de VW crece en los índices (parecido a lo que nos pasó con Terra en marzo de 2000), ¡¡¡¡convierten al fabricante del “Escarabajo” por un rato en la compañía de mayor capitalización del Mundo!!!! Ver para creer.

Bueno, toda esta larguísima narración de la tragicomedia (que ya veremos cómo acaba, porque parece que Porsche no ha actuado del todo limpiamente...) es para explicar que en un mercado que funciona correctamente, la función del hedge fund que se pone corto de determinados títulos no solo no es negativa para el mercado, sino potencialmente muy positiva para introducir racionalidad en los precios. Además de ser una fuente de liquidez (muchas veces, al cerrar sus posiciones bajistas, se convierten en los únicos compradores cuando todo el mundo quiere vender), evitan que se creen burbujas insostenibles cuyo pinchazo resultaría letal. De hecho, como escribí hace poco aquí mismo, “se está vilipendiando a los hedge funds por haber puesto a los bancos contra la pared al haber especulado poniéndose corto de sus acciones o de los bonos ‘subprime’ en que estos invertían, cuando en realidad habría que estarles agradecidos por haber parado la espiral de locura crediticia en que se habían metido los propios bancos con el aplauso de sus accionistas, de los reguladores y de los políticos. ¿Hasta dónde hubieran llegado si se les hubiera dejado? ¿Cuánto más apalancamiento hubieran estado dispuestos a asumir? ¿Cuánto más duro habría sido el ajuste de haberse inflado la burbuja del crédito durante un par de años más?”.

En fin, parece muy democrático criticar a los pijos de Mayfair conductores de porsches (¡qué ironía!), y alegrarse por sus pérdidas en el "squeeze" de Volkswagen, pero no tiene nada de positivo: primero, porque no es justo que fenezcan a causa de la falta de transparencia que los reguladores permiten en Alemania. Segundo, porque son los únicos inversores que disponen de capital invertible dispuesto a asumir riesgo, que es lo que los mercados necesitan para volver a funcionar. Y tercero, porque una dislocación como esta puede provocar inesperados efectos en otras partes. Como ejemplo, el "default" ruso de 1998, que vía LTCM se cargó a los mercados emergentes y a casi a todos los demás, o la prohibición de julio pasado de ponerse corto de bancos que llevó al cierre desordenado de esas posiciones cortas, pero a la vez al de las posiciones largas en materias primas... El efecto mariposa...

José Manuel Gómez-Borrero, Director de Gestión Alternativa de N+1

Cierre de edición de carta mensual y la última hora sobre Tesla

Aunque parezca mentira, tengo que volver a actualizar el gráfico de Tesla, empecé la carta en 650 dólares el día 3 y la acabo hoy día 5 a las 12:27h a 887 dólares después de una sesión del día cuatro donde se movió cerca de un 35% del capital, se hizo un máximo de 968 dólares y cerró en 887 con un *market cap* de 159.888 millones de dólares. Sin comentarios, que Dios reparta suerte.



Les agradezco la lectura de la carta. Cada mes intento reflejar los resultados de forma clara en la primera tabla y explicar en profundidad en qué está invertido el fondo, para poder seguir potenciando un producto que en esta fase del ciclo creo que es una buena alternativa.

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](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto de un adecuado asesoramiento personalizado. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 06/02/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.