

## 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
<b>Acciones</b>	<b>-3,09</b>	<b>-5,57</b>	<b>-9,68</b>	<b>6,14</b>	<b>1,43</b>	<b>5,17</b>	<b>1,71</b>	<b>-0,68</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-5,12</b>
Pharol	0,12	-1,54	-1,51	0,20	0,72	2,91	1,49	-1,20					1,01
Freeport McMoran	-0,27	-0,19	-0,57	1,07	0,05	0,60	0,15	0,17					0,89
Cameco	-0,12	0,14	-0,15	0,68	0,08	-0,04							0,49
Deutsche Telekom	0,00	0,04	-0,17	0,21	0,11	0,14	-0,08	0,07					0,27
Telefonica Deutschland	0,05	-0,15	-0,03	0,17	0,11	0,02							0,16
Engie			-0,01	0,04	0,08	0,02							0,12
Royal Dutch Shell			0,08					0,00					0,08
AB Inbev		-0,07	-0,02	0,07	0,04	0,04							0,06
BP PLC			0,11				-0,01	0,06					0,05
Fresenius SE		0,00	0,04										0,03
EDP Energias			0,03										0,02
EDF			0,01	0,02									0,01
Galp			0,01					0,00					0,01
China Mobile								0,01					0,00
Eutelsat Communications								0,00					0,00
Exxon Mobile								0,00					0,00
Glencore			0,00										0,00
Naturgy Energy Group								0,00					0,00
Repsol								0,01					0,00
Veolia Enviroment								0,00					0,00
Solocal Group	-0,05	0,02											-0,02
BT Group		0,00	-0,06	0,03	0,01			0,01					-0,03
Koninklijke KPN	-0,05	-0,24	0,15	0,01	0,10	0,18	-0,16	-0,01					-0,03
Pangaea Oncology	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,03	-0,05	0,05					-0,04
Telefonica		-0,01	-0,10	0,01	0,02	0,04	-0,02	-0,08					-0,10
Rolls Royce	0,00	-0,03	-0,15	0,00	-0,04	0,08							-0,14
Vodafone	0,03	-0,20	-0,21	0,03	0,32	0,05	-0,15	-0,07					-0,20
Buenaventura	-0,23	-0,36	-1,30	0,09	0,15	0,40	0,59	0,44					-0,21
OI	0,18	-0,07	-1,79	0,30	0,39	1,01							-0,21
Mosaic	-0,05	-0,11	-0,26	0,04	0,03	0,11							-0,24
Telecom Italia	-0,26	0,07	-0,64	-0,06	-0,26	0,30	-0,08	0,48					-0,38
Ivanhoe Mines	-0,13	-0,07	-0,19										-0,39
Orange	-0,03	-0,07	-0,08	0,00	-0,04	0,01	-0,18	-0,19					-0,54
Thyssenkrupp	-0,10	-0,33	-1,00	0,54	0,02	0,26	0,04	-0,09					-0,63
CIR	0,12	-0,21	-0,60	-0,09	0,03	0,04	-0,22	0,15					-0,77
Technicolor	-0,10	-0,77	-0,11										-0,90
Consol Energy	-2,18	-1,41	-1,16	2,76	-0,46	-0,97	0,39	-0,49					-3,49
<b>Derivados</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,5</b>					<b>-10,9</b>
<b>Divisa y Renta Fija</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>					<b>-1,1</b>
<b>TOTAL RESULTADO CARTERA</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,4</b>					<b>-17,2</b>

Si en algún momento pueden pensar que estamos ante un episodio de “burbuja” en lo que se refiere a comportamiento del Nasdaq, creo que es una buena oportunidad invertir en Pangea como forma de protegerse frente a una eventual caída severa de ese índice (espero un descenso hacia la zona de 9.750 puntos, frente a los 12.400 puntos actuales).

Actualmente, la posición corta del Nasdaq se sitúa en el 55%, mientras que en la cartera de acciones se ha incrementado el peso del sector ‘telecos’ y se ha monetizado parte de la posición en cobre y oro que se mantenía a través de Freeport, reduciendo, también, el peso de Buenaventura.

Se han comprado 330.000 acciones de Vodafone a un cambio medio de 114 peniques y con una estimación de precio objetivo por encima de 200 peniques, tomando en consideración una generación estable de *free cash-flow* de 5.000 millones de euros y aplicando un múltiplo de 16x a ese indicador. Además, se ha incrementado la posición en Orange, aprovechando las caídas de los meses de verano, con la compra de 58.000 acciones a un cambio medio de 9,55 euros.

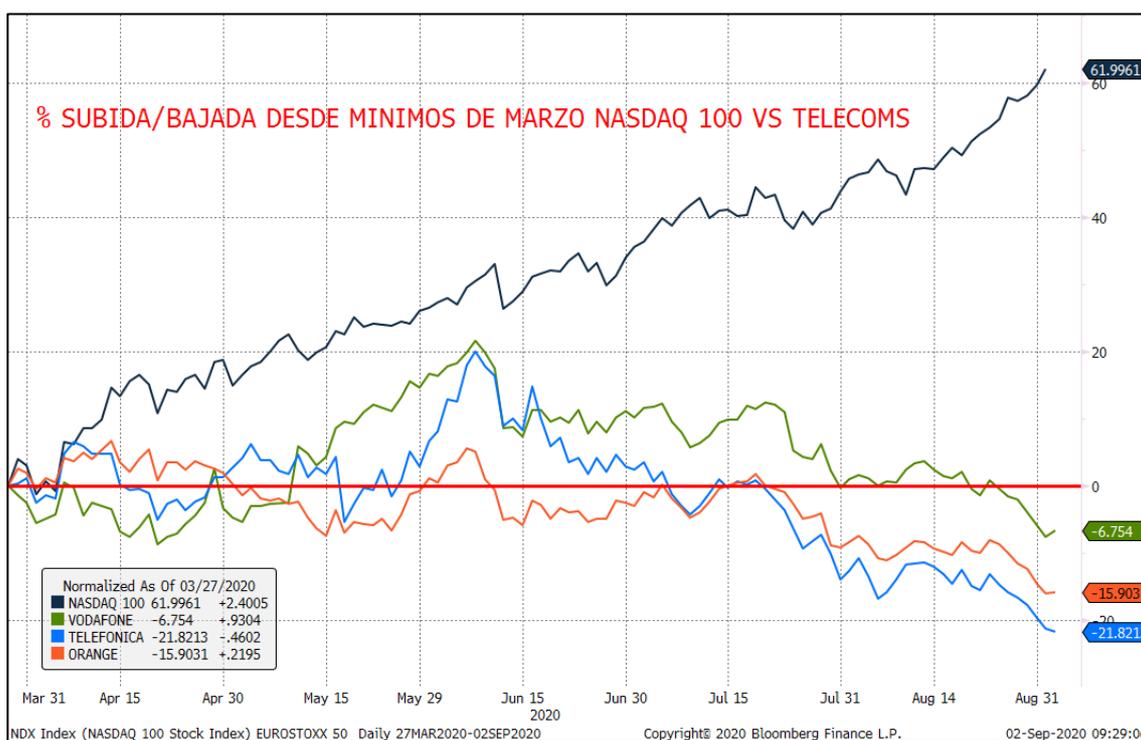
Aprovechando la fuerte caída por las dudas de la economía española, la deuda de la compañía y la caída de las divisas latinoamericanas, el fondo ha comprado 170.000 acciones de Telefónica a un cambio medio de 3,4 euros ya que, a pesar de todos los aspectos negativos que se quieran exacerbar en el corto plazo, una generación estable de FCF de 2.500 millones de euros y la excelente digitalización de redes justifica un FCF de 15x (6,7% FCF *yield* con tipos al 0%,) lo que supone una valoración de 37.500 millones de euros y un valor en bolsa de 7 euros la acción, frente a los 3,4 euros actuales.

Estamos ante una oportunidad de comprar barato Pangea y hacerlo, además, en máxima divergencia entre la parte larga y corta del fondo, ya que desde marzo las 'telecos' han tenido un comportamiento errático frente a la subida sin ajuste a fundamentales del Nasdaq. Sigo pensando que el grueso de la cartera de acciones tiene un potencial enorme y con un margen de seguridad elevado, mientras que en el Nasdaq es cuestión de tiempo ver como la '*split*-mania' se ajusta a la realidad.

Como pueden ver en la tabla inicial, el impacto de la posición de derivados es menor de lo que corresponde a la subida del 38% del Nasdaq en el año y al equivalente al 42% -de media- de posición corta que se ha tenido en el año. La caída por derivados ha sido del 10,9%, cuando debería haber sido de 16 puntos.

Respecto al dólar, creo que merece la pena empezar a comprar el billete verde si avanza hacia el rango de 1,20 y 1,25, ya que estimo que debería apreciarse hacia la zona de 1,15 frente al euro, sobre todo porque en otoño Europa tendrá que emitir mucho más de lo estimado para mantener la paz social.

La fuerte subida del Nasdaq y la caída de las 'telecos' ha tenido un impacto negativo desde los niveles mínimos de marzo, pero creo que en la última parte del año va a ser, al contrario.



Como expuse en cartas anteriores, considero que el sector de las ‘telecos’ es una de las mayores fuentes de valor a largo plazo en Europa y con un potencial de subida de más del 60%, viendo -sobre todo- cómo están los fondos de infraestructuras y *private equity* pagando por las redes, amén de tener usuarios reales que pagan unos ingresos mensuales estables.

Este verano no dejaba de asombrarme cómo el mercado sigue pagando por Netflix 245.000 millones de dólares con 200 millones de usuarios actuales y con una previsión de 300 millones de usuarios para 2024 -pagando, de media cada uno, 11 dólares-, mientras que hay compañías como Orange que con 262 millones de usuarios en la actualidad y con un FCF real solo vale 24.445 millones euros. Es lo que tienen las burbujas, pero al igual que puse en la presentación de estrategia, creo que el G4 Telecoms en el que estoy invertido tiene un FCF real a día de hoy de 21.000 millones euros, frente al FCF negativo de 1.296 millones de dólares que tiene Netflix. Incluso en 2024, Netflix generará 3.838 millones de dólares, frente a los 35.900 millones de las ‘telecos’, increíble pero cierto y, aun así, nada parecido a lo de Tesla, que no pierdo ni un minuto para comentar lo que creo que es el mejor corto de la historia de la bolsa comparable a los tulipanes de Holanda y donde creo que el potencial de bajada en la compañía aeroespacial eléctrica automovilística supera el 70%.

La distinta generación de FCF del G4 Telecoms y Netflix vs sus diferencias de valoración es una de las polarizaciones de valor y precio que más tranquilidad me dan como inversor para estar largo de telecoms y corto de Nasdaq. Y esa generación de FCF en las telecoms incluye niveles máximos de capex, regulación y competencia.

G4 TELECOMS					
In Millions of EUR	FY 2020 Est	FY 2021 Est	FY 2022 Est	FY 2023 Est	FY 2024 Est
Revenue, Adj	213.643,9	220.298,8	218.878,5	220.899,8	228.658,8
EBITDA, Adj	71.644,1	73.244,4	74.782,2	75.014,6	77.605,5
Capital Expenditures	-36.377,3	-35.474,6	-35.323,1	-32.963,1	-32.524,7
Free Cash Flow	21.939,5	22.842,0	24.100,6	33.071,3	35.917,0

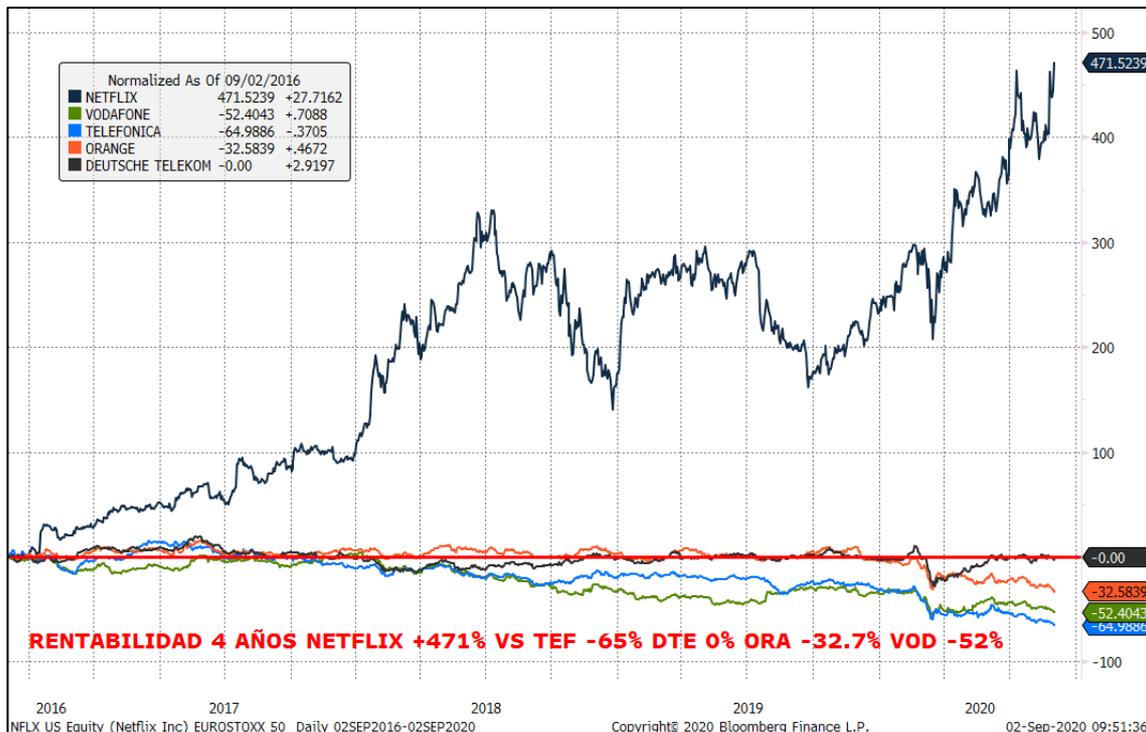
Source: Bloomberg

Netflix Inc (NFLX US) - Adj Highlights					
In Millions of EUR	FY 2020 Est	FY 2021 Est	FY 2022 Est	FY 2023 Est	FY 2024 Est
Revenue, Adj	22.627,2	26.741,1	31.128,5	36.223,8	40.891,0
EBITDA, Adj	4.174,3	5.547,8	7.405,3	9.407,3	11.311,9
Net Income, Adj	2.816,7	4.002,8	5.237,5	6.925,1	8.154,4
Capital Expenditures	-251,6	-269,3	-304,1	-301,2	-328,8
Free Cash Flow	-1.296,0	-1.868,9	-369,5	1.643,2	3.838,2

Source: Bloomberg

50

Analizando el *performance* de los últimos cuatro años de Netflix y el G4 Telecom y pensando en los cuatro próximos años, la diferencia a favor de las 'telecos' va a ser enorme y, por eso, creo que comprar Pangea a estos niveles tiene sentido -dentro de una cartera diversificada de renta variable- para protegerse de lo que puede ser una burbuja que nos puede explotar en cualquier momento de manera severa.



Acabando con las ‘telecos’, un buen ejemplo del dislate de valoración es lo que está sucediendo en OI en Brasil, donde Pharol tiene un 5,5%. Estamos viendo cómo todo el mundo quiere ahora pagar múltiplos que más que doblan el *market cap* de la compañía, con lo que sigo pensando que en Pharol existe una posibilidad muy real de verla por encima de 0,20 euros, asumiendo una valoración mínima de OI de 15.000 millones de reales, un mejor tipo de cambio real/euro en la zona de 5,5 y los efectos positivos de los litigios de Rio Forte y Deloitte.

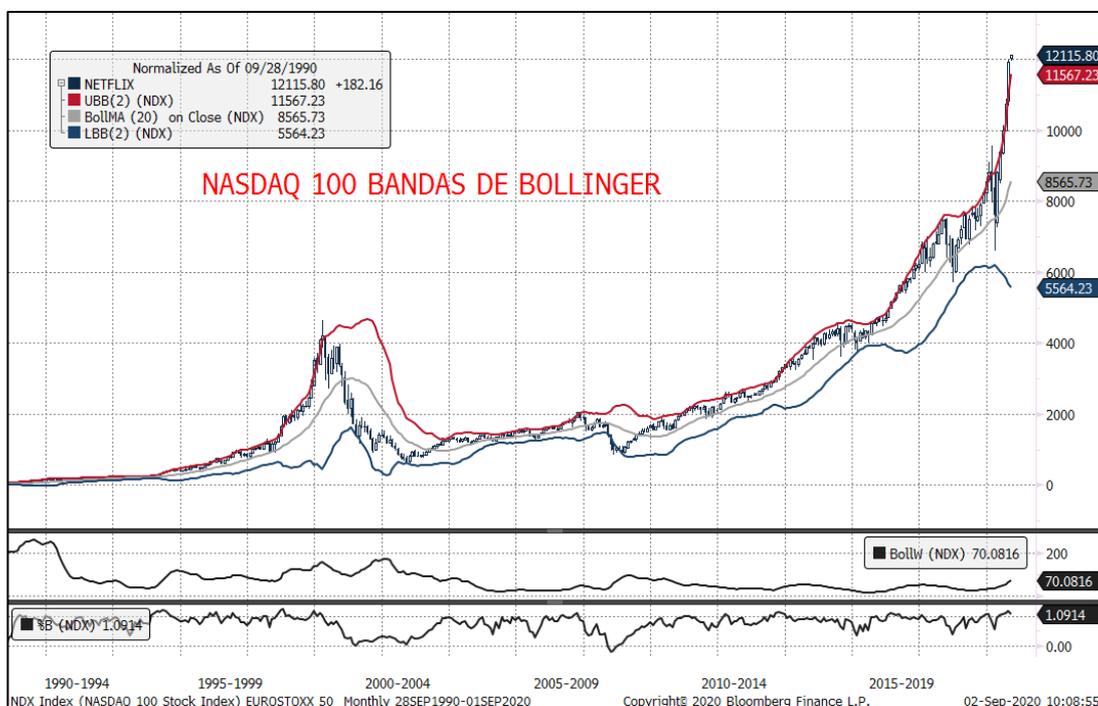
Con respecto a CIR, a los precios actuales puedes comprar gratis el negocio de clínicas de KOS con un EBITDA superior a los 110 millones de euros (transacciones se pagan 8/10x EBITDA), frente al *market cap* de CIR de 509 millones y, además, hay que tener en cuenta un valor de activos inmobiliarios de al menos 270 millones en KOS.

En Consol Energy la mejora de los precios del gas vislumbra una mejor segunda parte del año, y a niveles de 5 dólares sigue presentando un potencial de doblar su valor, valorando solamente la infraestructura de la terminal marítima de Baltimore.

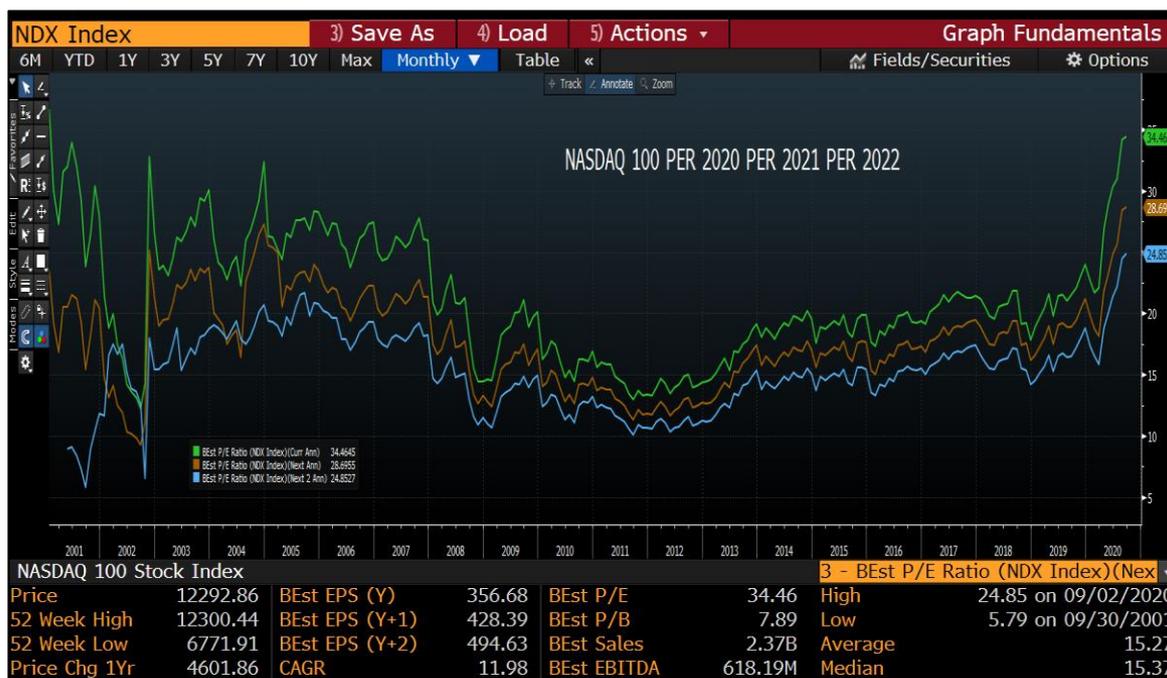
Les muestro el siguiente gráfico del Nasdaq, en el que, hace meses, hablaba de los niveles en los que, a pesar de la fuerte subida, el índice debería retroceder y, lejos de hacerlo, como pueden ver, se ha producido un último movimiento parabólico propio de las fisonomías de burbuja. La parte alta del penúltimo canal alcista desde 2008 se sitúa en la zona de 9.750, que creo que es donde el mercado va a corregir, siendo imposible que aguante la verticalidad del último movimiento provocado por la ‘split-mania’ de Apple y Tesla.



Por si alguien tiene duda de la sobrevaloración, les dejo un gráfico mensual con las bandas de Bollinger: la banda superior e inferior (rojo/azul) son dos desviaciones típicas de la media de 20 que viene reflejada en color gris. Como pueden ver, estamos igual de fuera de dos desviaciones típicas que en el año 2000, con lo que estadísticamente existe una probabilidad del 95,4% de regresar dentro de las bandas.



Desde el punto de vista de fundamentales, aspecto que en situación de burbuja importa poco, prima más la narrativa de que lo importante es el crecimiento, olvidando que lo que manda en el largo plazo es el precio a pesar de que los negocios sean algunos excelentes, la sobrevaloración también deja poco margen de alegría para los próximos años, ya que todo está más que descontado.



Como se muestra en el gráfico, el BPA estimado para 2020 es de 356 puntos para el Nasdaq 100 (326 en 2019 y 253 en 2018), es decir, no venimos de una tendencia negativa de beneficios que tenga un impacto en expansión de PER por mayores expectativas de beneficios. Y, como pueden ver, el consenso para 2021 es de 428 (+20,2%) y para 2022, 494 puntos (+15,4%), ahí es nada, no existe ninguna duda de que desde 2018 el BPA prácticamente doblará, lo cual hasta yo creo que puede pasar.

El problema, como se refleja en la imagen, está en el PER. Y es que, en la métrica de los tres años, el mercado está en niveles de valoración no vistos en 18 años, teniendo en cuenta una pendiente positiva de BPA. Por tanto, estamos en máximos de expectativas de BPA y máximos de PER, aspectos que no suelen darse y que, cuando se dan, suelen ser episodios de burbuja notables.

Tomando como referencia el año 2022, el mercado está cotizando a esa fecha a PER 24,8x vs una media de 15x en los últimos 18 años. En el año en curso el mercado cotiza a PER 34,4x vs media de 21x en el *forward* histórico. Si a los 494 esperados en 2022 le aplicamos una prima del 25% para alinearnos un poco con los 'perma-alcistas' nos daría un PER aplicable de 18,7x que daría un precio objetivo de 9.262 puntos para el Nasdaq 100. Ese es el precio que, aun asumiendo una prima del 25%, debe darse en los próximos 12 meses, y donde Pangea esperará para monetizar la posición corta.

Creo que el fondo se encuentra muy bien posicionado en estos momentos donde estimo que el Nasdaq, en algún momento del año, mostrará caídas de al menos el 20/25% y, por otro lado, en la cartera algunos

valores principales están teniendo eventos que pueden hacer que los próximos meses afloren el alto valor oculto que tienen.

No es hacer un ejercicio de optimismo contar lo que he escrito en la carta. Pienso realmente que es una oportunidad única estar invertido corto de algo que creo que está muy lejos de ser un precio racional y, por otro lado, creo que la parte larga -con las compañías en las que el fondo está invertido- tienen un margen de seguridad alto y un potencial enorme en valoración.

Así, considero que Pangea puede ser una excelente posición de diversificación en una cartera de fondos de renta variable, no solo como fuente de valor, sino como forma de protegerse de esa locura que se ha instaurado en el Nasdaq, donde la burbuja es palpable en las grandes y también en infinidad de compañías más desconocidas donde se están pagando locuras.

Existe la tendencia de decir que la burbuja del año 2000 fue peor, y discrepo completamente, ya que en aquella época al menos participaban todos los sectores, no como ahora, que solo es la tecnología. Por otro lado, los tipos eran bien distintos y las tasas impositivas, también.

La concentración en muy pocos valores, el riesgo regulatorio a medio plazo, la posición de monopolio que no será permitida de manera permanente y una más que evidente subida de impuestos hace de la cotización de expectativas actuales un peligro muy evidente de poner en riesgo el patrimonio. Viví de lleno la burbuja del 2000, y les aseguro que lo que veo hoy en día es lo mismo, pero con un impacto negativo en la sociedad mayor de lo que fue en ese momento, donde al menos la productividad de todos los sectores mejoró, al igual que la calidad del empleo.

Otro aspecto que me preocupa sobremanera es que esta burbuja en el Nasdaq convive con la mayor burbuja de todos los tiempos, que es la renta fija y que ha sido creada por los bancos centrales para sostener un Estado del Bienestar en globalización que no podemos pagar en Occidente sin devastar las divisas. Vean como, al final, el cisne amarillo -el oro- ha subido.

A nadie le preocupa la deuda, pero les aseguro que tanto la deuda como el déficit nos van a ahogar, y lo que viene por delante no es tontería ni para andar jugando con fuego. Por ello, creo que los fondos con visiones distintas a la gestión pasiva pueden y deben tener cabida. La diferencia entre *value* y *growth* es difícil sostener en estos niveles, con lo que creo que la divergencia jugará a favor del *value* en los próximos años.

El mundo solucionará la pandemia, pero la acumulación de la deuda que viene desde el año 2008 nos limitará el crecimiento, y los déficits de dos dígitos harán necesario que las FAANG empiecen a pagar lo que no han pagado y la contracción de PER sea una realidad. La descompensación entre capital y trabajo nos deja un otoño que va a ser muy complicado, y en el que el fondo dará rentabilidades positivas si baja el Nasdaq 100.

Les dejo el [link al vídeo de la última conferencia](#) que realicé antes del verano, en la que hablo de todos estos temas comentados en la carta mensual.

Para cualquier cuestión, no duden en ponerse en contacto con el equipo comercial e institucional para que podamos resolver o comentar la estrategia del fondo y sus acciones.

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. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 03/09/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.