

AGF – Abante Pangea

**Alberto Espelosín**, gestor de **Abante Pangea** hace balance en su carta mensual del comportamiento que han tenido los **mercados**, haciendo especial hincapié en las últimas salidas a bolsa que se han producido en **Estados Unidos** y de la evolución que han tenido las compañías tecnológicas respecto a los índices.

“Es interesante ver que el MSCI World, excluyendo las llamadas **FANG 6**, que son Facebook, Amazon, Netflix, Google, Apple y Microsoft, no ha hecho nada desde enero de 2018, mientras que las **FANG 6 han subido un 35%**. Por tanto, son solo estos valores los que han subido, lo que hace que el margen de seguridad a estos niveles sea inexistente y que **en el fondo exista una posición muy ventajosa**”, señala el gestor.

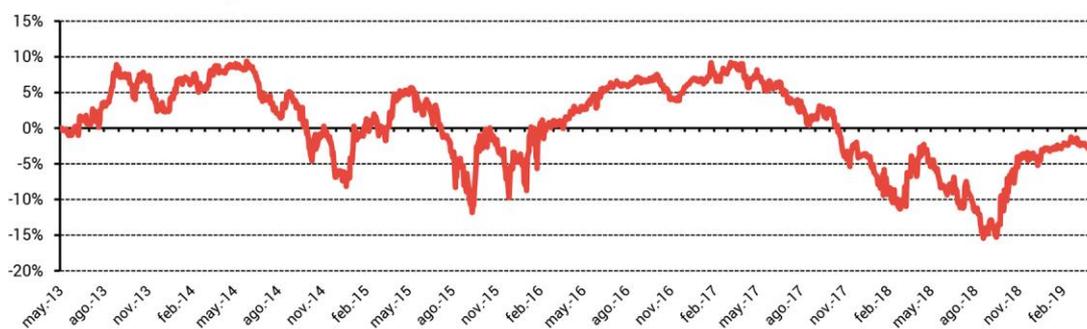
En este sentido, Espelosín recuerda que Pangea es un **fondo mixto flexible** que puede ser una gran oportunidad para las carteras que demandan una alternativa entre los fondos de renta fija que darán 0% y los fondos puros de renta variable con riesgo 100% bolsa, y que **en los últimos tres años ha batido al mercado, generando alfa**. “Estar largo de valores europeos sólidos y corto de un mercado estadounidense que roza la locura en términos de flujo de fondos y valoración, es una buena opción de valor”, comenta el gestor.

Respecto a la composición de la cartera, explica la situación de sus dos mayores posiciones -Pharol y CIR-, al tiempo que recuerda **el fuerte posicionamiento en ‘telecos’** y el peso que está ganando en las mineras de oro, que se “está incrementando ante la expectativa de que podamos ver el oro en la zona de los 1.500 dólares antes de final de año”. También destaca sus posiciones en otras compañías como Bayer, AbInbev, Engie, Mosaic, Maersk y SSE, que “conforman una cartera de calidad a precios extremadamente baratos en comparación con los índices.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-abr-19  
Valor liquidativo 9,627€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2019	0,86%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%								
2018	-1,0%	-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%
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

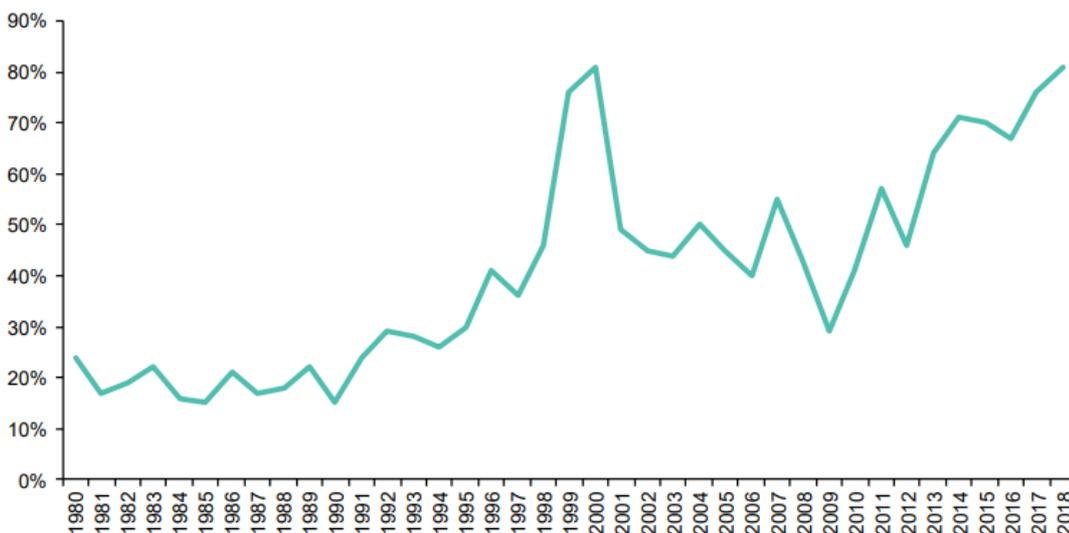
APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2018 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-19	feb.-19	mar.-19	abr.-19	may.-19	jun.-19	jul.-19	ago.-19	sep.-19	oct.-19	nov.-19	dic.-19	TOTAL
<b>Acciones</b>	<b>3,35</b>	<b>1,41</b>	<b>0,93</b>	<b>-0,28</b>	<b>0,00</b>	<b>5,40</b>							
CIR	0,36	0,33	0,01	0,02									0,65
Ceconomy	0,37	0,26	-0,03	0,08									0,62
Anheuser-Busch Inbev	0,34	0,08	0,09	0,05									0,55
C&C Group	0,46	-0,20	0,06	0,07									0,44
Arytza	0,06	0,06	0,28	0,00									0,39
Bayer	0,26	0,14	-0,17	0,09									0,29
Technicolor	0,04	-0,03	0,20	0,05									0,28
AP Moller-Maersk	0,07	0,04	-0,04	0,15									0,22
Koninklijke KPN	0,11	0,03	0,09	-0,01									0,22
Takeda Pharma	0,08												0,21
OI	0,09	0,11											0,21
New Gold	0,39	-0,26	0,00	0,01									0,20
Ivanhoe Mines	0,11	0,15	-0,05	0,01									0,19
Telecom Italia	0,03	0,35	0,08	-0,22									0,17
Imperial Brands	0,09	0,04	0,03										0,15
Fresenius SE	0,05	0,09	0,00	0,01									0,13
Buenaventura	0,02	0,05	0,02	0,01									0,10
Deutsche Telekom	-0,09	0,04	0,11	0,02									0,09
Consol Energy			0,01	0,00									0,09
Goldcorp	0,06	0,01	0,01										0,07
Barrick Gold	0,05	0,00	0,02										0,07
Solocal Group		0,00	0,02	0,05									0,07
TUI			-0,03	0,08									0,06
Bae Systems	0,01	0,01	0,02	0,02									0,05
Covestro	0,04												0,04
Grupo Mexico SAB	0,03												0,03
Post NL	0,02												0,02
E.On	0,02												0,02
Publicis				0,02									0,02
Kuehne + Nagel			0,00	0,01									0,02
Newmont Goldcorp				-0,01									0,01
Norsk Hydro			0,00	0,01									0,01
BT Group			0,00	0,01									0,01
Danone	0,01	0,01											0,01
Capgemini	0,01												0,01
British American Tobacco	0,01	0,00											0,01
Hecla Mining	0,01	0,01	0,00	0,00									0,01
SSE				0,01									0,01
Sanofi				0,01									0,01
Bentley			0,00	0,01									0,00
Bpost			0,00										0,00
Maersk Drilling				0,00									0,00
Engie	0,00		0,00	0,00									0,00
Deutsche Post	0,00												0,00
Sogefi	0,00												0,00
Sol SPA		0,00											0,00
Fresnillo			0,00	0,00									0,00
Renault SA		0,00											0,00
Newmont Mining	0,02	0,01											0,00
Shire	0,08												0,00
Eutelsat Communications			-0,01	0,01									0,00
Mosaic				-0,01									-0,01
Vodafone	-0,10	-0,03	0,07	0,02									-0,01
Turquoise Hill			0,00	-0,01									-0,01
Orange	-0,14	-0,04	0,19	-0,07									-0,01
Pangaea Oncology	0,00	-0,02	-0,01	0,00									-0,03
Telefonica Deutschland	-0,01	-0,05	-0,02	0,04									-0,04
Thyssenkrupp	0,00	-0,08	-0,04	0,02									-0,08
Pharol	0,40	0,30	0,02	-0,85									-0,21
<b>Derivados</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>									<b>-4,5</b>
<b>Divisa y Renta Fija</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>									<b>-0,1</b>
<b>TOTAL RESULTADO CARTERA</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>							

A pesar de que la liquidez mundial se está viendo reducida y de que los datos macro siguen siendo pobres, la evolución del mercado en el último mes sigue respondiendo a un modelo que descuenta una recuperación de los beneficios en la segunda parte del año. Así, aceptando esta tendencia como válida, los índices han continuado subiendo, aunque el volumen ha sido escaso y existe cierta sobrecompra en los mercados, que se debería traducir en un escenario de lateralización bajista los próximos meses.

Caídas del orden del 10 y 15%, desde los niveles actuales, devolverían a los índices estadounidenses a una situación de alta valoración, desde un escenario actual de excesiva valoración a precios que, aun pudiendo quedar un 5% de subida, no muestran más que un agotamiento de la tendencia alcista y una pérdida absoluta de margen de seguridad.

Para botón de muestra de la explosión de irracionalidad que estoy viendo en Estados Unidos, les dejo el siguiente gráfico del porcentaje de salidas a bolsa de compañías que no tienen beneficios y, como pueden ver, entre ahora y la burbuja del año 2000, hay poca diferencia. Si en marzo de 2017 fue Snapchat la que nos sorprendió con una subida del 44% el primer día de su OPV para fijar un precio de 24,48 dólares y una valoración de 26.071 millones de dólares -en la actualidad cotiza a 11,80 dólares, un 52% por debajo-, estos últimos meses, han salido al mercado Pinterest, con una valoración de 15.332 millones (con un EBITDA negativo de 25 millones estimado para 2019 y positivo de 90 millones para 2020) y UBER (pendiente de OPV), con una valoración implícita estimada de 7 veces las ventas estimadas.

EXHIBIT 6: **Percentage of IPOs with EPS<0**



Source: Initial Public Offerings: Updated Statistics, Jay R. Ritter, Cordell Professor of Finance, University of Florida, December 31, 2018

Es interesante ver que el MSCI World, excluyendo las llamadas *FANG 6* que son Facebook, Amazon, Netflix, Google, Apple y Microsoft, no ha hecho nada desde enero de 2018, mientras que las *FANG 6* han subido un 35%, por tanto, son solo estos valores los que han subido. Creo que el margen de seguridad a estos niveles es inexistente, lo que hace que en Pangea exista una posición muy ventajosa, dado que esperamos una caída de entre el 10 y el 15% en estos valores, que hace posible que el potencial de la parte corta sea de un 3 y 5% positiva, al estar con una posición corta, como máximo, del 30%. Por otro lado, la cartera de contado, invertida al 30%, sigue presentando un importante descuento en términos de valoración, con un potencial de subida de más del 25%.



En un mes de abril en el que la cartera de contado no ha presentado un buen comportamiento, explicado, en su mayor parte, por la caída de Pharol y en el que el Nasdaq 100 ha subido, se ha puesto de manifiesto la ventaja de la nueva regla de no utilizar una cobertura superior al 30%. Así, a pesar de la subida de ese índice, el fondo ha sufrido bastante menos que en situaciones pasadas en las que la cobertura podía alcanzar zonas del 75-80%. El fondo es ahora más predecible y muestra más solidez cuando las convicciones no se manifiestan en el muy corto plazo.

Con una cartera excesivamente infravalorada que tiene un alto potencial, junto con una sobrevaloración del mercado tecnológico, lo esperable para Pangea de aquí a final de año es obtener una rentabilidad positiva de entre el 3 y el 6%, aunque la cartera de contado la mantuviese en la zona del 30% y no la incrementase.

Pangea ocupa un hueco en las carteras en las que creo que se va a producir más demanda, puesto que en un escenario prolongado de tipos cero, debe existir una alternativa entre los fondos de renta fija que

darán 0% y los fondos puros de renta variable con riesgo 100% bolsa. Un fondo mixto flexible que ocupe ese gran camino de riesgo entre el 0 y 100% y que en los últimos tres años ha batido al mercado y ha generado alfa.

La cartera de contado se caracteriza por tener las dos mayores posiciones en dos *holdings* financieros (Pharol y CIR), ambos con caja neta positiva y un descuento de más del 35% en CIR y del 70% en Pharol. El fuerte posicionamiento en 'telecos' garantiza un dividendo superior al 5%, mientras que, por otro lado, el peso de las mineras de oro se está incrementado ante la expectativa de que podamos ver al metal precioso en la zona de los 1.500 dólares antes de final de año. Otras compañías de calidad como Bayer, AbInbev, Engie, Mosaic, Maersk, SSE, conforman una cartera de calidad a precios extremadamente baratos en comparación con los índices.

### La excelente oportunidad de Pharol ante la presencia de varios vendedores

En el último mes, Pharol ha experimentado una caída del 19%, sin que se haya producido ninguna noticia relevante, lo que ha afectado a la rentabilidad del fondo, ya que es el valor con más peso. Es de suponer, y es la única confirmación oficial, que Nelson Tanure ha reducido su posición ante, probablemente, las pocas opciones que tiene de tomar el control de la compañía. Así, ante esta situación, intuyo que se ha visto forzado a vender o puede que quizás, algo despechado, haya decidido vender a estos precios. También hay que tener en cuenta que Adar Capital Partners ha reducido algo su peso -en este caso puede que se deba más a la necesidad de distribuir capital en otros activos-.

Para mí no tiene sentido vender Pharol a estos niveles dado que, por primera vez desde la salida de OI de su reestructuración judicial y con una quita del 85%, cotiza con un importante descuento. Pangea, ante esta oportunidad, y con las horas de trabajado analizando esta compañía, ha comprado 5 millones de acciones en abril a un cambio medio de 0,1662 euros, frente al cierre del mes pasado, que fue de 0,1933, y de los 0,1566 de cierre de abril, por tanto, a un precio de compra muy bajo.

Para aquellos no familiarizados con Pharol, conviene explicar que, actualmente, cuenta con una participación del 5,5% en OI -130 millones de euros-, 20 millones de euros de caja neta y con la posibilidad de recuperación del bono de Rio Forte -entre 20 y 90 millones de euros-. Así, la suma de estos tres activos da entre 170 y 240 millones euros de valoración, mientras que su capitalización bursátil actual es de 140 millones de euros. Es decir, tiene un potencial de subida que oscila entre el 20 y 70% a los precios actuales y eso, además, sin poner la valoración real que estimo en OI.

Además de todo esto, existe un tema que no deja de ser curioso, y es la existencia de un crédito fiscal por valor de más de 4.000 millones de euros proveniente de las pérdidas de Portugal Telecom. Sí, 4.000 millones euros, no me he equivocado, pero su colocación o venta es difícil, ya que es complicado que el gobierno de Portugal admita que alguna compañía se beneficie de él, pero quién sabe si en parte se puede vender o Pharol puede ser opada, solo por este tema, por una tercera compañía.

Por tanto, a los precios actuales de OI, que capitaliza 10.474 millones de reales, y con un tipo de cambio de 4,41 reales por cada euro, ya existe un descuento del 20%. Además, recuerden que Pharol no tiene vocación de permanencia y un día se liquidará, con lo que el descuento de *holding* no es aplicable en mi opinión de análisis fundamental.

Lo tremendamente positivo es que OI tiene un potencial de valoración de hasta los 15.000 millones de reales, como mínimo, con lo que esto nos daría una valoración de la participación de Pharol de 187 millones euros que, junto a los otros activos, nos daría una valoración mínima de 227 millones de euros (un 62% más sobre precio actual) y una máxima de 297 millones de euros (un 112% más desde los precios actuales). Esta valoración máxima o mínima depende de la recuperación de Rio Forte.

### ¿Por qué puede valer OI 15.000 millones de reales?

OI tiene un EBITDA de cerca de 6.000 millones de reales, con una deuda de 12.000 millones, con lo que aplicar un EBITDA de 4,5 veces y concluir una valoración de 15.000 millones no parece una locura. Pero, con todo, la clave son los sucesivos eventos que puede haber en el futuro inmediato. Por un lado, está la posible venta del 25% de la participación de OI en la angoleña Unitel, que podría rondar los 3.800 millones de reales y, en segundo lugar, se encuentra la aprobación de la reforma del mercado de telecomunicaciones, con unos posibles ahorros anuales de 1.000 millones. En tercer lugar, tenemos que hablar de la venta de redes y centros de datos por valor de 1.300 millones y, por último, la posible venta de activos inmobiliarios por valor de 1.500 millones. Por tanto, la posible suma de estos eventos da un total 7.000 millones reales, frente a los 10.474 millones de valor actual.

Además de todo esto, en cuanto se apruebe la reforma de 'telecos' (PLC79), creo que las posibilidades de una operación corporativa se van a incrementar de manera notable. Todo el mundo sabe que OI es un activo estratégico de gran valor y que ahora que está saneado puede aportar mucho valor, tanto en sinergias como en presencia en todos los estados de Brasil. En un estudio de análisis realizado en Brasil por un *bróker*, asumiendo una operación de fusión con TIM, se estiman sinergias de 2.000 millones de reales, con lo que creo que el margen de seguridad de tener Pharol, de haber incrementado hasta el máximo permitido del 5% (autocontrol interno) desde el 3,6% anterior, es elevadísimo y hace que la fuente de retorno para el fondo sea muy elevada en los próximos trimestres, más aun cuando creo que el real brasileño podría irse a la zona de 4 respecto el euro, desde los 4,41 actuales.

Por último, una de las piezas clave tal vez es el gobierno corporativo de la compañía, con Luis Palha da Silva a la cabeza, que es, quizás, una de las personas que mejor he visto luchar por los minoritarios en toda mi carrera profesional, y seguramente sin ninguna necesidad económica y más importante aún, con un sentido de la responsabilidad muy importante -todo el que no tuvo el equipo directivo de Portugal Telecom-.

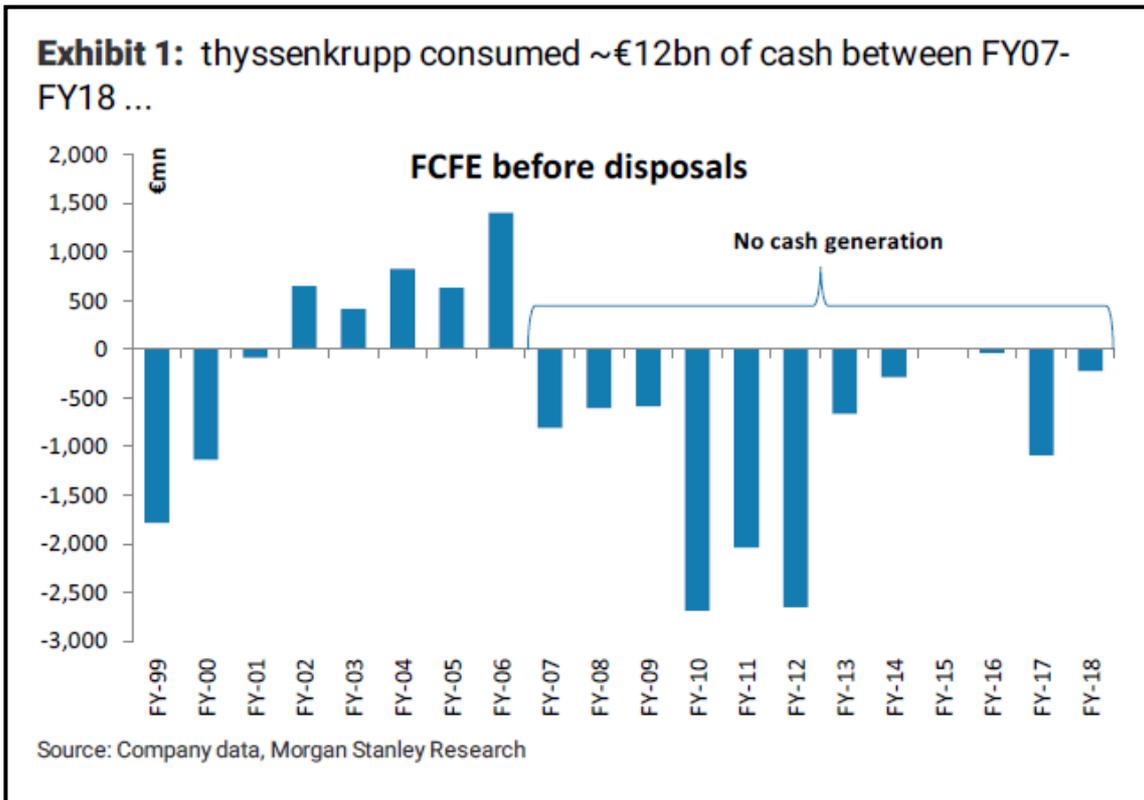
## La formación de posición en Thyssenkrupp y su potencial de subida de más del 30%

Actualmente, TKA tiene un peso en la cartera del 0,9%, comprado a un cambio medio de 13,31 euros, frente al cierre de 12,53 de abril. Los precios actuales suponen una capitalización bursátil de 7.350 millones euros, y hay que recordar que, tras la caída que sufrió la cotización, saltaron todas las alarmas en cuanto a la estrategia que debería seguir la compañía en los próximos años, dado el mal comportamiento de la acción, que lleva cayendo desde los 25 euros. Aquí es donde surge una primera oportunidad: una empresa con varios negocios, algunos excelentes y otros no, que cae más de un 50% desde 2017 y un 73% desde 2007, y que, a su vez, cotiza al mismo nivel que en 2003, con una zona de soporte muy relevante en la horquilla de entre 11-13 euros.

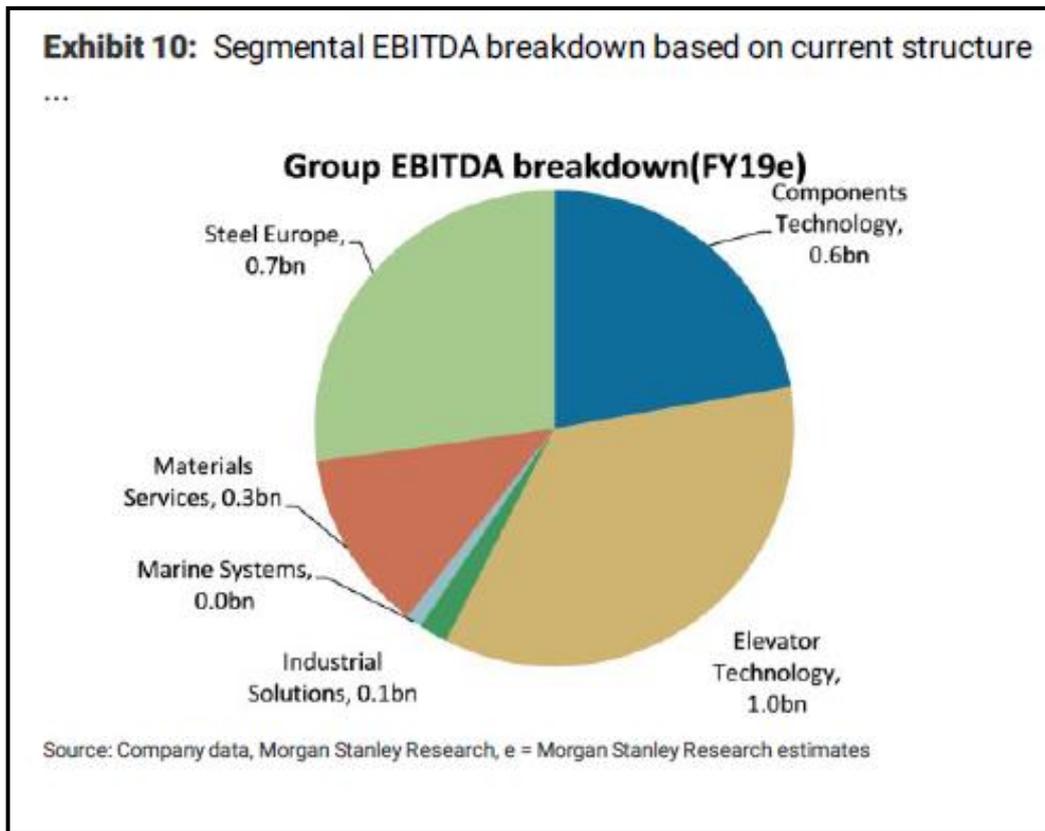
Así empezó: algo salta, me llama la atención, la compañía la conozco desde hace tiempo, el *performance* es un caos, existe una oportunidad si hay cambios estratégicos, el CEO tiene presión por cambiar y lo intenta haciendo la posible fusión de la división de acero con Tata Steel, pero la Unión Europea le pone pegas y el mercado desconfía, es decir, el momento en el que todo el mundo odia y olvida y masacra a una compañía por flujo de noticias, mientras se acerca a un punto en el que puede surgir la diferencia entre valor y precio, del que habla Howard Marks, eso es lo que yo interpreto como “*value investing* del siglo XXI”.



La bolsa es sencilla en el largo plazo, pero la presión del corto plazo hace que se vuelva complicada cuando metemos en la ecuación las emociones y nos apartamos de la máxima de que la bolsa y los valores se mueven por los beneficios empresariales que se generan. En el caso de TKA, la cuestión es clara, el desastre de comportamiento de la compañía en los últimos años se debe a su nula generación de *cash flow* en los últimos doce años, tal y como se ve en el siguiente gráfico.



Ya ven, es así de sencillo, TKA cae un 73% desde máximos porque no ha generado *FCF* en 12 años y se ha comido 12.000 millones de caja en este periodo. Por tanto, si compramos a estos niveles es porque debemos creer que existe capacidad de generar *FCF* en los próximos años o porque en la suma de partes hay algo que llame la atención. Y, viendo la composición del EBITDA estimado en 2019 de las distintas divisiones, vemos cómo existe una división de primera calidad, que es la de elevadores, que genera 1.000 millones euros, lo que aporta estabilidad y un ROCE (rentabilidad sobre el capital empleado) del 50%.



Teniendo en cuenta que los comparables de TKA en la parte de elevadores (Kone y Schindler) cotizan a multiplicadores de EV/EBITDA de 13 veces, pueden hacer cuentas para ver si TKA está barata con un EBITDA en esta división de 1.000 millones de euros y con un *market cap* total de 7.350 millones de euros -recordad que el EBITDA global de la compañía es de cerca de 2.000 millones-.

¿Cómo veo el futuro? La reducción del apalancamiento, la aprobación del plan de venta de activos para la conformidad de la operación de fusión de Tata Steel y TKA, con las sinergias que conlleva, la mejora de capital circulante y el *spin-off* de divisiones, son los catalizadores que creo que deben hacer que lo que hoy estamos comprando pueda ser vendido, al menos, un 30% por encima.

La compañía, en su profundo proceso de reestructuración que está formándose, espera un *FCF* de 1.000 millones de euros en 2021. ¿Se imaginan que es verdad, con un *market cap* como el actual de solo 7.350 millones de euros, un *FCF yield* por encima del 10% para una suma de partes con un margen de seguridad desproporcionado?

La estrategia es seguir comprando en la zona de entre 11 y 13 euros, para subir hasta un peso del 2% en los próximos meses y guardar otros dos puntos por si algo sale mal poder comprar en la banda 10-8 euros. Así, la formación de la posición se va haciendo.

## La oportunidad de las mineras de oro en la ruptura de la tendencia bajista de corto del cisne amarillo que le puede llevar a los 1.500 dólares

Creo que, en un mundo endeudado, en el que existe tanto riesgo de inflación de activos como deflación de salarios en la sociedad, el oro es un valor seguro. De facto, creo que el oro es dinero y así se ve en la fuerte compra por parte de los bancos centrales, cuya demanda en el primer trimestre de 2019 se ha colocado en 146 toneladas, lo que supone el mejor primer trimestre de los últimos 6 años. La situación técnica del oro es interesante, por lo que creo que la zona de 1.250 dólares será respetada, aunque es evidente que existe un riesgo bajista de perderse, ya que sería posible llegar a la zona de 1.075 dólares. Por el contrario, creo que la ruptura de los 1.350 dólares puede ser el catalizador para ver al oro, en el medio plazo, en los 1.500 dólares y probar en los próximos dos años los máximos históricos.



## Las hamburguesas a base de plantas frente a comprar compañías sólidas con generación de Free Cash Flow, que permitan pagar dividendos por encima del 4%

Me gustaría explicar la última salida a bolsa en Estados Unidos, del pasado 2 de mayo, para entender la locura en la que estamos metidos en términos de valoración, y la razón por la cual estar largo en Pangea de valores europeos sólidos, con generación de caja y que pagan dividendos por encima del 4%, y corto de un mercado estadounidense que roza la locura en términos de flujo de fondos y valoración, es una buena opción de valor.

La compañía en cuestión se llama Beyond Meat (BYND US) y se dedica, principalmente, a hacer comida (hamburguesas y salchichas) a base de plantas, pero con el mismo sabor que el producto que imita. Fijó un precio de salida de 25 dólares y ya en el primer día subió un 163%, para, después, el 3 de mayo, subir un 1,6% y cerrar al cierre de esta carta en los 74,79 dólares, revalorizándose, así, un 12%, lo que supone una capitalización bursátil de 4.468 millones de dólares, una valoración que me maravilla, teniendo en cuenta que tiene ventas de 88 millones, con un EBITDA negativo de 21 millones y unas pérdidas de 29 millones.

Pero no seamos pesimistas, intentemos entender por qué compran a estos niveles, intentemos entender qué está descontando el mercado. Alguien que compra a estos precios lo está haciendo a EV/Ventas de 53 veces, e imagino que lo hace en la expectativa de que todos abandonemos las hamburguesas de carne picada y pasemos a hamburguesas hechas con plantas. Estamos hablando, ni más ni menos, que de la revolución de las hamburguesas, tal y como las conocemos.

<b>Beyond Meat Inc (BYND US) - Adj Highlights</b>				
<b>In Millions of USD 12 Months Ending</b>	<b>FY 2016 12/31/2016</b>	<b>FY 2017 12/31/2017</b>	<b>FY 2018 12/31/2018</b>	<b>Current/LTM 12/31/2018</b>
<b>Market Capitalization</b>	—	—	<b>4.468,8</b>	<b>4.468,8</b>
- Cash & Equivalents	17,0	39,0	54,3	54,3
+ Preferred & Other	93,8	148,2	199,5	199,5
+ Total Debt	3,1	5,1	25,5	25,5
<b>Enterprise Value</b>	—	—	<b>4.639,6</b>	<b>4.639,6</b>
<b>Revenue, Adj</b>	<b>16,2</b>	<b>32,6</b>	<b>87,9</b>	<b>87,9</b>
<i>Growth %, YoY</i>	—	101,3	169,9	169,9
<b>Gross Profit, Adj</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</b>
<i>Margin %</i>	-39,0	-6,7	20,0	20,0
<b>EBITDA, Adj</b>	<b>-22,7</b>	<b>-20,7</b>	<b>-21,6</b>	
<i>Margin %</i>	-140,2	-63,4	-24,5	
<b>Net Income, Adj</b>	<b>-25,1</b>	<b>-27,3</b>	<b>-28,7</b>	<b>-28,7</b>
<i>Margin %</i>	-155,4	-83,8	-32,6	-32,6
<b>EPS, Adj</b>	<b>-5,51</b>	<b>-5,01</b>	<b>-4,56</b>	
<i>Growth %, YoY</i>	—	9,1	8,8	
<b>Cash from Operations</b>	<b>-23,5</b>	<b>-25,3</b>	<b>-37,7</b>	
<b>Capital Expenditures</b>	<b>-5,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>-23,3</b>	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-28,5</b>	<b>-33,2</b>	<b>-61,0</b>	
<i>Source: Bloomberg</i>				

Si tenemos en cuenta que compañías de alimentación de primera calidad y con un reconocimiento de marca extraordinario como, Danone y Nestlé, tienen márgenes de EBITDA del 20%, que compañías líderes en algún segmento de alimentación, como Ebro Foods, tienen márgenes de EBITDA del 13%, debemos suponer que, al menos, si tan excelente es esta compañía para que el mercado la valore los primeros días como una compañía revolucionaria, debería alcanzar los mismos márgenes.

Aun así, creo que, quizás, uno debería mirar también a otras empresas de alimentación con márgenes EBITDA más cíclicos como las salmoneras, donde los mejores de la clase, como Marine Harvest, tienen variaciones de márgenes desde el 13% en 2017, al 37% en 2016 (de media sale también 20%).

Si aplicamos ese margen del 20% y asumimos que cotiza, cuando todo es perfecto, a 10 veces EBITDA sin deuda (Danone, con deuda, 12,5 veces y Nestlé, 13,5 veces), la compañía debería tener unas ventas de 2.234 millones de dólares, frente a los 90 millones que tiene hoy. Eso es lo que está descontando el precio de mercado actual, unas ventas que son 25 veces las de hoy, y que sea capaz de ser una compañía excelente con márgenes del 20% y que no se quede en márgenes del 10% de empresas también excelentes como Wessanen en Holanda, que se dedica a la comida saludable, como debe ser esa hamburguesa a base de plantas. No sé, qué quieren que les diga, no veo en el asador Bedua, en Zumaia, a la gente tomando chuletones a base a plantas.

Pero si me lo creyera y fuera todo verdad, lo que hay que hacer es no comprar Beyond Meat, que puede ser una compañía disruptiva excelente a precios que ya descuenta todo lo que puede pasar en los próximos 10 o 20 años, sino comprar, si nos vamos a alimentar con pescados y carnes en base a plantas pero con sabor de corvinas y chuletones, Bayer, dado que Monsanto, con tanta planta que necesitaremos, se va a hinchar a vender y, además, cotiza a PER 9 un negocio irrepitable en el que solo la parte de 'farma' de Bayer justifica hoy todo su *market cap*. Y, asimismo, te queda Monsanto, la división de *consumer health* y la de animales. Es decir, todo lo contrario, una compañía sólida no disruptiva a precio de saldo en bolsa.

Me encanta comprar Orange, Deutsche Telekom y Bayer a estos precios de ganga y quedarme con mis vacas, antes que tragar con las locuras de las salidas a bolsa de las compañías estadounidense, que cada vez me recuerdan más a la locura que vivimos en el año 2000.

## La frase del mes

Este mes tuve una reunión muy interesante con el CEO de una compañía tecnológica española con producto real y con beneficios reales. A pesar de crecer en ventas, a dos dígitos de forma constante y haber generado unas barreras de entrada altas y ser una compañía excelente, me impresionó la sensatez de su análisis macro.

La verdad es que fue una reunión para no olvidar, ya que la exposición macro la hizo el cliente y no yo. La frase, propiedad intelectual suya y que pasa a formar parte de esas frases que no se suelen olvidar nunca y con la que estoy completamente de acuerdo es:

“El endeudamiento es la amputación de la mejora”

Sigo pensando que merece la pena esperar con *cash* a una oportunidad mejor durante el año para incrementar los niveles de riesgo por encima del 30% en la cartera de contado y que le posición corta del Nasdaq la monetizaré en la zona que oscila entre los 6.100 y 6.400 puntos, desde los 7.800 puntos actuales, generando así, y en ambas partes, alta rentabilidad en el fondo.

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 08/05/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.