

Abante Pangea

Alberto Espelosín comenta las cuestiones que han afectado a la evolución de los mercados en el último ejercicio y señala que **Abante Pangea** ha cerrado 2015 con una rentabilidad positiva del 2%, a pesar de que Pharol+OI ha detruido 7,57 puntos. Excluyendo este efecto, el fondo hubiera dado una rentabilidad del 9,57% invertido al 55% de media y con la cartera cubierta, lo que pone de manifiesto que la generación de valor a través de la selección de compañías ha sido muy alta.

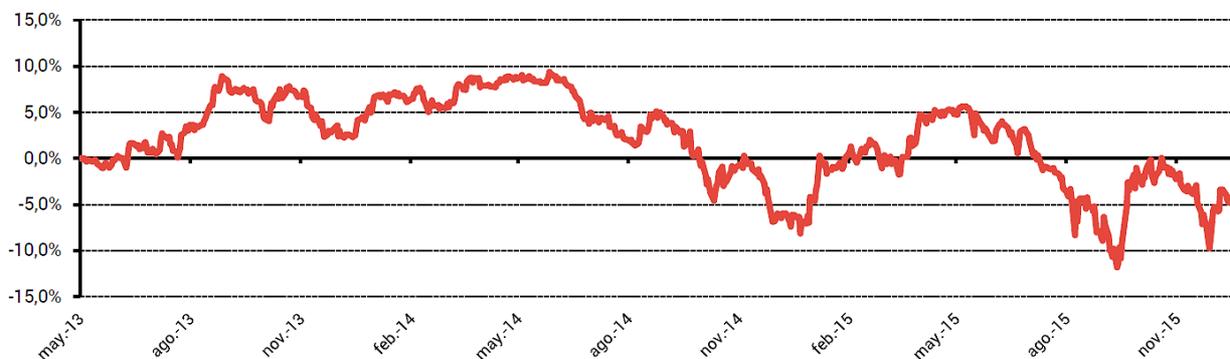
El gestor analiza, por otra parte, la posición en Pharol+OI y dice que cree “que hay un valor de reestructuración muy importante” en la acción. “Las negociaciones de la fusión de OI con TIM Brasil han empezado y nadie quiere perderse las sinergias de 20.000 millones de reales que puede haber (OI vale en bolsa 1.900 millones de reales con un EBITDA de 7.500 millones)”, añade.

Espelosín escribe que “el fondo se encuentra en una 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 teniendo algo más de exposición a mercado”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-Dec-15
Valor liquidativo 9,572€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
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%
2013	2,49%					-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%



Carta del Gestor

APORTACION RENTABILIDAD HISTORICA 2015 ABANTE PANGEA													
TOTAL ACCIONES	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-16	TOTAL
Galp Energia	1,19	0,18	0,14	-0,07	0,02	0,07	0,20	-0,13	0,02	0,03			1,64
Telecom Italia	-0,27	1,01	0,01	0,90	-0,02	-0,08	-0,06	0,03	-0,24	0,19	0,06	-0,21	1,34
Gazprom	0,24	0,38	-0,27	0,88									1,23
BG Group	0,07	0,79	0,03	0,19	0,01	-0,05	-0,03	-0,26	0,05	0,20	0,18	0,04	1,21
Carlsberg	0,51	0,21	0,06	-0,02	0,00	-0,17	0,05	-0,30	0,20	0,24	0,06	-0,12	0,73
CIR	0,49		-0,01	0,15	0,00		-0,16	0,01	-0,07	0,26	0,02	-0,02	0,67
Newmont Mining	0,15	0,30	0,07	0,12									0,64
KPN	0,34	-0,01	0,13	0,02	-0,01	0,01	0,00						0,49
Telefonica Deutschland	0,20	0,12	0,05		0,00	0,03	0,05		0,01			0,02	0,48
Sanofi	-0,03	0,27	-0,03	0,11	0,00	-0,13	0,06	-0,02	0,09	-0,08	0,10	0,12	0,47
D'ieteren	0,72	0,20	-0,02	-0,13	0,00	0,03	0,03	-0,21	-0,07	0,08	-0,07	-0,18	0,37
Tesco	0,21	0,02	0,15	0,00	0,00	0,00	-0,11	-0,10	0,05	0,13			0,37
Samsung Electronics	0,31												0,31
Arkema	-0,08	0,32	-0,03	-0,12	-0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,07	0,06	0,04	0,29
C&C Group	0,27	0,24	0,11	-0,01	0,00	-0,07	0,07	-0,17	-0,17	0,20	-0,14	-0,04	0,29
Telekom Austria							-0,13	0,16	0,02	0,23	0,05	-0,05	0,29
Kinross Gold	0,02	0,18	0,09	0,60	0,01	-0,21	-0,13	-0,17	-0,21	0,14	0,00	-0,04	0,28
Turquoise Hill Resources			-0,01	0,00	0,00	0,07	0,24	0,01	-0,03				0,28
Orange							0,15	-0,31	-0,43	0,67	0,13	-0,02	0,17
Engie	0,36	0,08	-0,19	0,31	0,00	-0,15	-1,06	0,20	-0,18	0,81	0,04	-0,09	0,12
Barrick Gold					0,00	0,03	0,06	0,01	0,01				0,11
Enel Green Power	0,06											0,05	0,11
EDF	0,08								0,01				0,08
Michelin	0,08												0,08
J. Sainsbury	-0,02	0,08											0,06
Sistema Jsc	0,01	0,05											0,06
Suedzucker	0,04	0,01	0,00										0,06
Nutreco		0,05											0,05
Logista	0,05	0,00											0,05
Lukoil Holding		0,01	0,04	0,01									0,05
Jazztel						-0,01	0,06	-0,06	-0,10	0,27	0,07	-0,19	0,04
Verbund					0,00	0,02	0,01		0,00	0,01			0,03
Refresco Gerber	0,03												0,03
Adidas		0,04	0,01	0,01			-0,03						0,03
Ansaldo			0,02										0,02
Centrica		0,02	0,01										0,02
Banco BPI						0,02							0,02
K+S		-0,05	0,08	-0,02	0,01								0,02
Deutsche Lufthansa						-0,01	0,02						0,01
Glaxosmithkline						-0,04	0,05						0,01
Lufthansa	0,00												0,00
Enel		0,00											0,00
Eldorado Gold		0,00	0,00										0,00
Air France											0,01	-0,01	0,00
Royal Gold					0,00								0,00
Italcement	-0,07	0,04	0,04	0,09	0,00	-0,11	-0,08	0,02	-0,06	0,03	-0,01	-0,04	-0,15
Ivanhoe Mines	0,02	0,29							-0,69	0,20			-0,18
Glencore		0,09	-0,11	-0,05	0,01	-0,40	0,11						-0,34
GDF Suez	0,10		-0,02	0,00	0,00	-0,14	-0,53	0,32	-0,22	0,32	-0,08	-0,16	-0,40
Goldcorp							-0,07	-0,14	-0,21	0,14	-0,07	-0,12	-0,46
Tim Participaciones	0,07	-0,01	0,01		-0,01	-0,05	0,00	-0,25	-0,14	0,11	0,02	-0,29	-0,55
Deoleo	-0,08	0,34	-0,03	0,14	0,00	-0,11	-0,44	0,16	-0,50	0,24	-0,02	-0,26	-0,56
Antofagasta			-0,01	0,03	0,00		-0,28	-0,19	-0,09	0,24	-0,39	-0,21	-0,90
Buenaventura		0,01	-0,03	0,06	0,00	-0,08	0,11	-0,45	-0,58	0,09	0,13	-0,19	-0,93
TDC	0,01	0,16	-0,05	0,03	-0,01	-0,33	0,04	-0,83	-2,24	2,39	-0,32	0,21	-0,95
E.ON	-0,13	0,06	-0,13	-0,17	-0,01	-0,32	-0,06	-1,56	-2,02	2,35	-0,77	0,79	-1,96
RWE	-0,65	0,14	-0,54	0,58	0,05	-0,39	-0,65	-1,25	-0,14	0,44	-0,07	-0,66	-3,13
OI	-1,80	0,50	-1,25	0,30	-0,07	-0,75	-0,60	-1,04	0,18	2,05	-0,82	-1,15	-4,44
Pharol													
Derivados	2,28	-4,32	-0,95	2,32	0,02	1,15	-0,79	3,16	2,37	-3,83	-0,05	2,02	3,39
Divisa y Renta Fija	-0,12	0,13	-0,19	0,45	0,16	-0,27	-0,28	-0,32	-0,27	-0,11	-0,27	0,20	-0,91
TOTAL RESULTADO CARTERA	5,22	2,43	-2,93	7,23	0,13	-2,41	-4,10	-3,64	-5,67	8,26	-2,07	-0,45	2,00

Durante todas y cada una de las cartas publicadas por Abante Pangea durante el año 2015, he intentado poner un párrafo que sistematizara lo que pensaba desde el punto de vista de estrategia. Muchas de las cuestiones sobre las que hemos hablado son hoy temas que preocupan al mercado. Trabajar la macro y la estrategia permite buscar el margen de seguridad para no cometer errores financiero graves.

Empecé el mes de enero de 2015 con los siguientes párrafos:

El mundo empieza a abrir una brecha muy clara entre los emergentes, sin 'printing money' (impresión de dinero o políticas de expansión monetaria), y los desarrollados, con 'printing money', ahondando en unos desequilibrios cambiarios cada vez más importantes, que llevan a los desarrollados a las puertas de la mala deflación y a no poder salir con garantías de los nuevos experimentos monetarios, teniendo que adentrarse en la nueva frontera que viene marcada por los tipos de interés negativos. La creencia de que ello conllevará el restablecimiento de los mecanismos de transmisión entre los bancos centrales y la sociedad es poco sólida y lo único que provocará será la ampliación de la otra brecha existente entre la economía financiera y la economía real, con los riesgos políticos que ello conlleva.

La principal señal de vigilancia en la que sustento mis tesis de inversión es que nos encontramos ante la mayor burbuja de la historia de la renta fija. Su máxima expresión se refleja en que 1,4 trillones de euros de deuda de gobierno (9,3 trillones deuda total) devengan una rentabilidad negativa ante el mayor ejercicio de represión financiera al que se enfrenta la sociedad civil, poniendo en entredicho la utilidad de ahorrar dinero y trabajar por el activo. La lucha por salir de la deflación está provocando una situación que potencialmente puede derivar en cuantiosas pérdidas en instrumentos en los cuales los comunes mortales piensan que hay seguridad. Por otro lado, estas valoraciones irracionales hacen atractivos otros activos de más riesgo, que en el mejor de los casos están en 'fair value' (su valor justo).

Continué febrero de 2015 comentando lo siguiente:

La deuda es un incremento del consumo hoy a costa del consumo futuro, a menos que la deuda contraída genere unos ingresos que permitan pagar la misma. Pero la deuda no productiva a lo que lleva es a diferencias sociales y deflación. Si el Estado incrementa la deuda, que lo haga, pero en proyectos que generen rentabilidad a los salarios ahora que el capital ya ha maximizado los suyos.

Para el mes de marzo, con los almendros en flor y los mozos en amor continué...

No deja de asustarme la complacencia del mercado ante la mayor burbuja de tipos de interés de la historia, que se refleja en que un tercio de los bonos soberanos dan rentabilidad negativa como consecuencia del mayor ejercicio de represión financiera de la historia, lo que refleja la pérdida de control por parte de los bancos centrales. Los tipos negativos ponen en evidencia o que la deflación es mayor de la que esperamos o que alguna divisa sale del sistema monetario para depreciarse o que existe un comprador ineficiente que le da igual ganar o perder. Y este es el BCE.



Y en noviembre escribí este párrafo con el que también acabo el 2015:

Una evidente ralentización de la economía mundial, la preocupante falta de velocidad de circulación del dinero a pesar del mayor experimento monetario de la historia, la represión financiera que sufre el ahorro, la falta del reconocimiento público de la burbuja de crédito en China, la devaluación de las divisas emergentes que provocan más deflación en Occidente, el pico de márgenes en Estados Unidos, la complacencia ante la mayor burbuja de la historia de activos representada en la renta fija y una dislocación entre la economía real y financiera son razones para ser muy prudente en los próximos trimestres ante las posibles pérdidas que se pueden sufrir en los distintos activos, por lo que les recomiendo reducir sus niveles de riesgo.

Desde la parte de estrategia del fondo me encuentro muy satisfecho del trabajo realizado y de la posibilidad de haberme podido anticipar con claridad a las preocupaciones que ahora han hecho que la volatilidad se incremente y se agudicen las pérdidas en los mercados de renta variable.

Cuando empezó el fondo el día 17 de mayo de 2013, el Euro Stoxx 50 se situaba en 2.817 puntos. Hoy, al cierre de esta carta, después de dos años y medio, ha cerrado a 3.033, lo que supone un avance del 7,6%. EL MSCI World apenas ha subido un 4,2% en estos dos años y medio y el S&P 500 ha ganado un 16,5%, siendo el que mejor lo ha hecho gracias a las tecnológicas. Creo que algo de razón tenía en haber estado tan sumamente conservador y no apostar por la expansión de múltiplos. Merece la pena destacar las coberturas, donde la generación de alfa ha sido positiva y ha aportado dos puntos de rentabilidad, cuando le hubiera correspondido solo un 0,5%.

Abante Pangea cierra 2015 con una rentabilidad positiva del 2% y, por fin, el S&P 500 ha bajado un 0,7%, algo es algo, y el Euro Stoxx 50 ha ganado un 3,85%. El resultado del fondo es muy positivo, ya que invertido de media al 55% en bolsa se ha obtenido una rentabilidad ligeramente superior al *benchmark* ajustado al 55%.

Lo que me da más fuerzas y satisfacción es que esta rentabilidad del 2% se ha conseguido a pesar de que Pharol+OI ha detraído 7,57 puntos; excluyendo este efecto, el fondo hubiera dado una rentabilidad del 9,57% invertido al 55% de media y con la cartera cubierta, lo que pone de manifiesto que la generación de valor a través de la selección de compañías ha sido muy alta. Y, como he dicho en otras cartas, mantengo esa posición en Pharol+OI porque creo que hay un valor de reestructuración muy importante que puede hacer que esos 7,57 puntos se reviertan.

Las negociaciones de la fusión de OI con TIM Brasil han empezado y nadie quiere perderse las sinergias de 20.000 millones de reales que puede haber (OI vale en bolsa 1.900 millones de reales con un EBITDA de 7.500 millones). El inversor ruso dispuesto a inyectar capital en OI para solucionar la deuda también está ahí, por lo que ahora, después de un trabajo ímprobo de gestión del fraude, del que se han iniciado demandas judiciales empezando por los auditores, he conseguido, como se refleja en la siguiente tabla, tener un cambio medio de la posición a 0,79 euros.

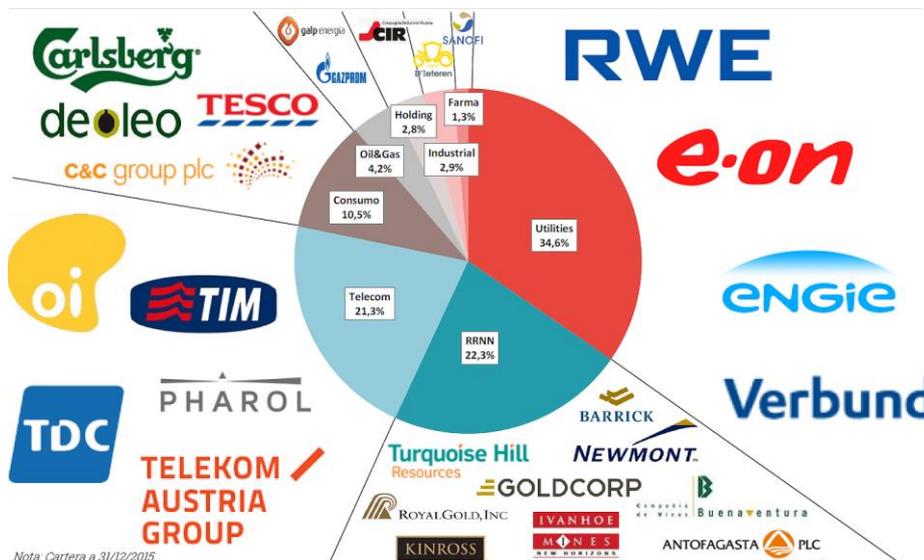


POSICION PANGEA PHAROL POST-JUNIO 2014		
AÑO 2015	TITULOS	PRECIO
COMPRAS	14.450.000	0,40
VENTAS	5.650.000	0,51
NETO Y CAMBIO MEDIO 2015	8.800.000	0,33
AÑO 2014 POST-JUNIO		
COMPRAS	10.090.351	1,56
VENTAS	4.040.351	1,69
NETO Y CAMBIO MEDIO POST-JUNIO 2014	6.050.000	1,47
POSICION PANGEA POST-JUNIO 2014	14.850.000	0,79

Este precio se podría alcanzar aun en el caso de que una hipotética ampliación de capital, que llevaría a cabo el inversor ruso Mikhail Fridman, se hiciera a precio de mercado sin contar las sinergias. Una fusión con ampliación de capital ultradilutiva, el peor escenario, dejaría una compañía fusionada de unos 13.000 millones de reales de EBITDA, con una deuda de 26.000 millones de reales, en el que la participación de OI sería del 3% si se amplía a 2,3 reales.

Con unas potenciales sinergias de 20.000 millones de reales se justificaría al menos seis veces EBITDA, lo que supondría 78.000 millones de valor. Si a este le sustraemos la deuda, obtenemos una valoración de 52.000 millones, lo que supone, para el 3% post-ampliación de capital y compañía fusionada, una valoración de la participación del 3% de 390 millones euros. Si a esto le sumamos la caja y el bono de Rio Forte, alcanzaría los 520 millones de euros o 0,59 euros por acción frente a los 0,25 actuales. Si se consigue negociar una ampliación a precios superiores para reflejar el valor de las sinergias, la posibilidad de llegar al cambio medio de Pangea de 0,79 euros es factible.

Durante el año se han ido trabajando posiciones en el fondo muy importantes –las pueden ver en el siguiente gráfico-. Todas, creo que tienen un denominador común, están compradas a muy buenos precios que ofrecen suficiente margen de seguridad para obtener rendimientos positivos por encima de mercado en los próximos años, tal y como ha ocurrido en los últimos dos ejercicios.



El fondo se encuentra en una 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 teniendo algo más de exposición a mercado.

Sin el ánimo de acertar, sino solo de marcar los niveles relevantes de los distintos activos que el fondo sigue, les dejo mi hoja de ruta para 2016, documento que hago todos los años.

<p><u>DBEX (9500)</u> BPA 16 (700-715) Rango 9200-10.600 Pérdida 9200 → 8800 ZV1: 10.800 ↓ ZV2: 11.200 ZC2</p>	<p><u>VAX (10780)</u> BPA 16 (810-830) Rango 11500-10.000 ZC sigue: 9300 ZV1: 11500 ZV2: 12000 Potencial caída hasta la zona de 16.000</p>	<p><u>NIKKEI (18916)</u> Rango 17500-20.000 ZV1: 20500 ZV2: 21.200 Potencial caída hasta la zona de 16.000</p>	<p><u>FTSE 100 (6108)</u> 6.400-5800 Rango muy relevante. Si OIL \$5 → 6700</p>	<p><u>BUND (0,56)</u> Rango 0,45% - 0,80% 0,30% REPULACION ↓ 1% BONO ESPAÑOL (1,80) Si hay GOBIERNO Rango 1,50-2,0 Si nuevas elecciones → 2,5 → 3,0</p>
<p><u>EUROSTOXX 50 (3289)</u> BPA 16 (230-240) Rango central 3100-3500 ZV1: 3650 ZV2: 3800 ZC1: 3000 ZC2: 2850</p>	<p><u>EURO/\$ (1,085)</u> Rango 1,15 - 1,03 Rentable → (1,20 límite) Si PARIDAD VENTA \$</p>	<p><u>SHANGHAI (3642)</u> 3100-13.400 Rango central. ZV1: 3600 ZV2: 3800 Potencial caída hasta zona 2.850.</p>	<p><u>CAC 40 (4653)</u> vigilar pérdidas de 4300 → 3.900 Rango 4400-4800</p>	<p><u>\$/YEN (121,40)</u> 125 TECHO pérdida 119 → a 116 y vuelta a 110.</p>
<p><u>SP500 (2006)</u> BPA 16 (109) Rango amplio: 2100-1850 Nro máximo: 2200/2300 Zdote 1850 → 1730 SIG SHORT 2016</p>	<p><u>OIL BRENT (36,3 \$)</u> 35/30 → SUELO RELEVANTE Y ZONA DE COMPRA REBOTE HACIA 55 \$</p>	<p><u>BOVESPA (43910)</u> SUELO RELEVANTE a 42.000-40.000 Si OIL \$5 → BIG SURPRISE 52.000</p>	<p><u>STOXX 600 OIL (237)</u> potencial suelo 245 Si OIL \$5 → 290</p>	<p><u>STOCKS</u> PHAROL (0,28) → 0,60 EON (8,64) → 10,50 RWE (11,39) → 13,80 BARRICK GOLD (7,23) → 10 TELEKOM AUSTRIA (5) → 6,5 ANTOPAKASTA (424) → 500 21/12/2015 → 10,48 AM PADILLA 32 MADRID</p>
	<p><u>GOLD (1072 \$)</u> PDA DEBADO DE 1000 \$ PUEDE SER UNA OPCIÓN DE COMPRA RELEVANTE REBOTE A 1300 \$</p>	<p><u>RTS RUSIA (968)</u> ZC: 720/740 Si OIL \$5 → REBOTE A 900</p>	<p><u>STOXX 600 RESOURCES SXP (238)</u> ULTRA SOPORTE 224 OPORTUNIDAD COMPRA REBOTE A 285-295</p>	
			<p><u>TIPOS FED</u> 0,75/1% y luego vuelta a QE</p>	
			<p><u>TIPOS BCE</u> 0%</p>	

Un saludo,

Alberto Espelosin

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](#)



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com