

Abante Pangea

Alberto Espelosín comienza su carta mensual analizando los nuevos máximos históricos que marcó el Nasdaq 100 a comienzos de marzo, cuando llegó a los 7.124 puntos, tras las caídas generalizadas de febrero. Así, explica que, en lo que llevamos de 2018, el índice estadounidense sube un 11%, frente a la caída del 2,4% que registra Europa.

El gestor también destaca que **Abante Pangea**, en términos relativos, lo ha hecho bien en febrero, puesto que la caída del 1,38% del Nasdaq, permitió **sumar un punto positivo**, mientras que Europa se dejó mucho más, un 4,7%. “He de reconocer que me encuentro preocupado, pero no por el fondo, sino por no ser capaz de transmitir mejor a los inversores mi mensaje: creo tener la cartera adecuada, con una alta generación de dividendos y un *cash-flow* de valores con potenciales de subida de más del 25% y estoy corto de un índice que creo que, como mínimo, va a caer un 25%”, explica.

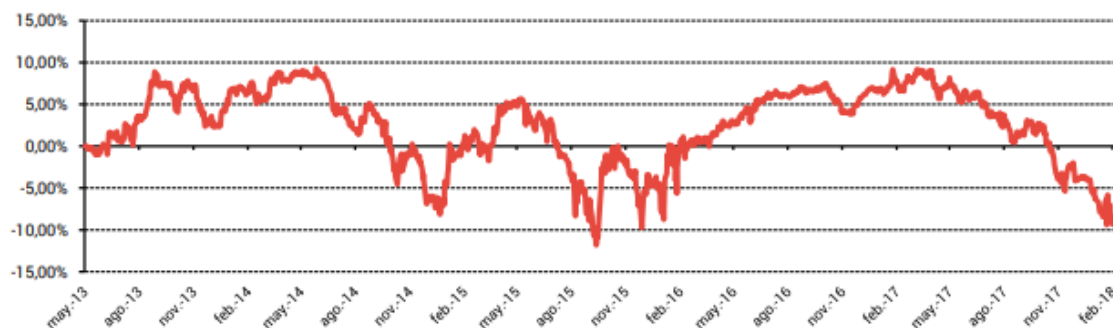
Espelosín, que recuerda que el mayor peso de su cartera se encuentra en el sector farmacéutico y de las ‘telecos’, destaca que nos hallamos ante un final de ciclo de la bolsa. Así, explica también cuál es la hoja de ruta que va a seguir el fondo en 2018: **“Voy a ir abandonando el riesgo de mercado y me voy a concentrar solo en la selección de valores, que es donde realmente he generado alfa en estos últimos tres años”**.

“Frente a los excesos de expectativas de Estados Unidos, **Europa ofrece una oportunidad extraordinaria de inversión**, y es en eso en lo que estoy invirtiendo”. Destaca la oportunidad que ve dentro de Europa en ‘telecos’, farmacéuticas y consumo y habla de las compañías europeas que tiene en cartera, que ofrecen un gran potencial a medio plazo (más que Estados Unidos), y que son de gran calidad, con altos dividendos y buena generación de *free cash-flow*.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 28-feb-18
Valor liquidativo 9,059€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2018	-6,01%	-1,05%										
2017	-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	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	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	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

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2018 ABANTE PANGEA FUND													
	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	TOTAL
Acciones	-0,75	-2,61	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,35
TDC	0,13	0,58											0,71
Nokia	0,00	0,25											0,25
Telecom Italia	0,03	0,13											0,16
Buenaventura	0,06	0,03											0,09
Centrica	-0,02	0,09											0,07
Telefonaktiebolaget Ericsson	-0,08	0,13											0,06
C&C Group	0,15	-0,09											0,06
Almirall	0,06	-0,01											0,05
Goldcorp	0,21	-0,17											0,04
LafargeHolcim	0,04												0,04
Koninklijke Ahold	-0,04	0,07											0,04
Carrefour	0,03	0,00											0,03
Telefonica		0,03											0,03
Glaxosmithkline	0,02	0,01											0,03
Bae Systems	0,04	-0,02											0,02
Ceconomy	0,02												0,02
Metro Wholesale	0,14	-0,13											0,00
New Gold		0,00											0,00
Agnico Eagle Mines		0,00											0,00
Pangaea Oncology	-0,01	0,01											-0,01
Enagas	-0,01	0,01											-0,01
Logista	0,02	-0,04											-0,02
Serco	-0,02	0,00											-0,02
Barrick Gold		-0,02											-0,02
Endesa	-0,02	-0,01											-0,03
Tesco	0,01	-0,04											-0,04
AB	-0,03	-0,03											-0,06
CIR	0,00	-0,08											-0,08
A.P. Moller-Maersk	-0,01	-0,08											-0,08
Orange	0,01	-0,12											-0,11
Pharol	-0,15	0,03											-0,12
H&M	-0,10	-0,02											-0,13
Bayer	0,02	-0,17											-0,15
Sanofi	-0,01	-0,15											-0,16
Arytza	-0,19	-0,02											-0,21
Merck	-0,06	-0,24											-0,31
Deutsche Telekom	-0,11	-0,21											-0,32
Imperial Brands	-0,13	-0,18											-0,32
Koninklijke KPN	-0,04	-0,28											-0,33
B.T. Group	-0,14	-0,20											-0,34
Marie Brizard	-0,03	-0,38											-0,41
Technicolor	0,10	-0,86											-0,75
Shire	-0,64	-0,38											-1,02
DERIVADOS	-4,1	1,5											-2,6
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,2	0,1											-0,1
TOTAL RESULTADO CARTERA	-5,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0

Por primera vez en muchos años, voy a hacer una carta mensual sin gráficos. Me saltaré el argumento de que un gráfico vale más que mil palabras. De hecho, les invito a que lean las últimas seis cartas y vean que, al final, la corrección o susto era inevitable y, también, para que valoren el trabajo realizado, aunque los resultados no sean los esperados.

En las siguientes cartas, seguiré con la dinámica habitual de exponer todos los gráficos, que creo que es lo que más les gusta a ustedes. Pero, hay veces que el convencimiento cognitivo es mejor expresarlo con letras que con imágenes.



A pesar de que repasaremos lo que ha sucedido durante febrero, la carta la estoy redactando al cierre de la sesión del pasado 9 de marzo, cuando el Nasdaq 100 batió un nuevo récord histórico, en los 7.124 puntos. Así, en lo que llevamos de año, acumula una subida del 11,02%, mientras que Europa registra una caída del 2,4%, por lo que se pueden imaginar que nos encontramos, otra vez, ante una situación complicada de *performance* entre Estados Unidos y Europa. En este escenario, en aquellos fondos como Abante Pangea, que están largos de defensivas europeas y cubiertos con venta de futuros del Nasdaq, hay que destacar que las 'telecos' europeas están perdiendo un 5,07% y que las farmacéuticas europeas se están dejando un 4,76% en lo que va de ejercicio, y esto, aunque sea inverosímil, es lo que está haciendo el mercado.

Con los factores de producción que tenemos en Occidente, no podemos, ni mantener el Estado de Bienestar, ni pagar la deuda acumulada. Esa es la razón por la cual es necesario mantener el sistema subvencionado con nuestras *fiat currencies* (dinero fiduciario) y tipos cero para no entrar en recesión en un mundo en el que la deflación de costes laborales unitarios provocada por la globalización seguirá haciendo difícil normalizar los tipos, más aún cuando en los próximos años nos enfrentamos a los auténticos retos económicos que son la digitalización que sustituye al factor trabajo y el envejecimiento poblacional. Cuando el mercado reconozca que no hay salida sin deflación o inflación por *helicopter money* (medidas de expansión monetaria) o rotura de los sistemas monetarios porque la inequidad mundo real frente al financiero hace que la sociedad rompa el estatus a través de políticas radicales, en ese momento, pasaremos de la expansión de multiplicadores de valoración a una severa contracción de multiplicadores.

El párrafo anterior lo he incluido en todas las cartas mensuales desde hace tiempo; les ruego que lo analicen con calma y vean cómo es lo que está sucediendo poco a poco. Y, aunque muchas de las cosas aún no han comenzado a producirse, si lo leen con calma, entenderán el porqué de tantas otras que ya están en marcha. Así, comprenderán por qué Japón sigue a la desesperada comprando bonos y bolsa de forma compulsiva, sin conseguir levantar los tipos, y ni generar inflación; o por qué el Banco Central Europeo, agobiado por la apreciación del euro, ha dejado la puerta abierta a más QE (expansión cuantitativa) en el futuro, es decir, básicamente a seguir imprimiendo billetes si fuese necesario. También entenderán la guerra comercial, o por qué un hombre como Donald Trump puede ser presidente, así como los resultados de las elecciones en Italia o la posibilidad real de que los chinos devalúen el yuan de manera notable.

En el largo plazo, la macro y la sociología son aplastantemente certeras, y todo acabará o con una deflación que hará que vean el bono estadounidense por debajo del 1,5% o con una inflación que provoque una subida de tipos que, con 217 trillones de dólares de deuda en el mundo (89 trillones de dólares en 2002), nos someta a una recesión en 2019, con una contracción de multiplicadores muy severa.



La expansión del PER (*Price-to-earnings ratio* o la relación entre el precio y los beneficios de la compañía) ha muerto y los bancos centrales se encuentran en un callejón sin salida. Como dijo el presidente francés, Emmanuel Macron, en una excelente entrevista que le hicieron, hasta un *Frexit* sería posible en Francia si se votara. Con la lectura de ese párrafo anterior que repito mes tras mes entenderán, también, el porqué de la existencia de Jean-Luc Melenchon, Marine Le Pen, Pablo Iglesias, Carles Puigdemont, el partido Alternativa para Alemania y los radicales holandeses y austriacos, o por qué el primer ministro griego, Alexis Tsipras, parece ahora de derechas. Es decir, todas esas hordas de políticos que intentan contarle una película que no es real al factor trabajo. Aunque los políticos racionales que hay ahora tampoco cuentan lo que realmente es, y es que hay un techo de deuda encima de nosotros que es impagable y que hace imposible normalizar los tipos sin destruir el Estado del Bienestar, ese melón no lo quiere abrir nadie.

Y, por eso, los egoísmos entre países se van a incrementar. Porque lo que realmente importa es cómo afrontar el envejecimiento y el pago de las pensiones con el *stock* de deuda acumulado que tenemos, y cómo hacer que los robots no se coman los salarios de la gente normal de 'Main Street' y no de 'Wall Street'. Y ahí es donde la situación puede derivar hacia la deflación japonesa sostenible o hacia la inflación por rotura de sistemas monetarios.

Recomiendo, para la Selectividad, que se analice ese párrafo en el examen de comentario de texto, para que nuestros hijos entiendan el entorno social, económico y político en el que van a desarrollar su carrera profesional. Así, podrán tomar decisiones que pueden ser críticas, en cuanto al tipo de estudios, trabajo y localización que quieren para desarrollar su proyecto personal de vida.

Febrero, en relativo, ha sido un buen mes para Abante Pangea y para nuestra estrategia

He de reconocer que me encuentro preocupado, pero no por el fondo, sino por no ser capaz de transmitir mejor a los inversores mi mensaje: creo tener la cartera adecuada, con una alta generación de dividendos y un *cash-flow* de valores con potenciales de subida de más del 25%, y corto de un índice que creo que, como mínimo, va a caer un 25%.

Puede que la gente no lo crea, pero si nos durmiéramos durante tres años y nos levantásemos al cabo de ese tiempo, nos sorprendería ver dónde están las defensivas europeas y donde se encuentra la burbuja del Nasdaq. En este sentido, también me hallo preocupado por la poca honestidad del mercado, que está encubriendo cosas que todos sabemos que van a acabar mal y los perjudicados serán siempre los mismos. Además, me preocupa ver que el análisis fundamental está siendo traicionado por los propios bancos centrales, que ya no saben qué hacer para salir del callejón sin salida en el que han metido al mundo, contando cosas e interviniendo en el mercado, al más puro intervencionismo comunista. En cualquier caso, felicito a Daniel Pinto, alto directivo de JP Morgan, por atreverse a decir que el mercado estadounidense podría corregir entre un 20 y un 40% en dos o tres años.



En cuanto a la evolución de Abante Pangea, hay que destacar que, en términos relativos, lo ha hecho bien: a pesar de que nos hemos beneficiado de la caída de un 1,38% que sufrió el Nasdaq -lo que nos aportó un punto positivo-, Europa cayó mucho más; en concreto, se dejó un 4,7%. Además, los sectores que más pesan en nuestra cartera, 'telecos' y 'farma', se dejaron un 4,4% y un 7,2%, respectivamente. Así, caer solo un punto en un mes en el que Europa he perdido casi 5%, tiene su mérito en términos relativos.

Con todo, el resultado podría haber sido mucho mejor, positivo incluso, si en el mínimo del Nasdaq, en la zona de 6.150, hubiera quitado toda la cobertura y me hubiera quedado expuesto al 60% en renta variable. Pero eso no pudo ser, ya que, en la sesión del 9 de febrero, en la que se tocaron los mínimos de 6.164 puntos, el índice solo estuvo en ese nivel durante unos minutos, para después rebotar, ese mismo día, hasta los 6.400 y, desde ahí, sin parar, hasta los máximos de 7.124 puntos en los que cerró el pasado viernes 9 de marzo.

Ya les expresé en anteriores cartas mi intención de ir abandonando el riesgo de mercado y concentrarme solo en la selección de valores, que es donde realmente he generado alfa en estos últimos tres años. Esta sigue siendo la hoja de ruta principal del fondo en 2018. Y, aunque su implementación no se puede hacer de forma alocada, este objetivo sigue siendo prioritario.

Me explico, creo que estamos ante un final de ciclo de la bolsa, el cual está ya agotado. Además, el mercado nos ha dado ya un primer aviso serio de que podríamos ver en muchos índices el final de un ciclo alcista que está durando nueve años. De hecho, lo más probable es que la quinta onda de Elliot ya esté completada y que la primera caída que hemos visto forma parte del ABC que viene: la onda A sería la bajista que tuvimos a comienzos de febrero; la B, la recuperación que estamos teniendo en marzo -muy potente en Estados Unidos y preocupantemente débil en Europa-, y nos faltaría la C, que probablemente vaya por debajo de los mínimos que vimos en la corrección de este mes.

Es decir, creo que, aunque el Nasdaq ha superado máximos y puede que el recuento de ABC ya no valga, las ondas B son ultracomplejas y hay un elevado grado de probabilidades de que el Nasdaq vuelva a la zona de mínimos de 6.164 y los perfore para buscar un hueco que hay en el nivel de los 6.040 puntos, y la media de 200 sesiones diaria está en 6.197, que es el nivel en el que me tengo que fijar para saber el posible suelo del Nasdaq. Considero, aunque no sé el día, ni la hora, puesto que no sé qué es el *momentum*, que este año veremos el nivel de los 5.850 puntos, mientras que en largo plazo podemos hablar de los 4.818, que es la línea de tendencia de largo plazo.

Así que, para implementar mi estrategia de reducir el riesgo de mercado, necesito ver, al menos durante dos o tres semanas, el índice en la zona de los 6.000 puntos. Ni los techos ni los suelos se forman en minutos, llevan meses su construcción, básicamente porque capitular aquí no tiene



sentido y creo firmemente en monetizar el corto del Nasdaq para mis clientes. Para mí, lo contrario sería no ser honesto intelectualmente, ni conmigo ni con ustedes, y sería traicionar muchas horas de trabajo.

A mí, en los 24 años que llevo como profesional, los inversores me han pedido siempre que opine con honestidad, aplicando el análisis fundamental, y este lo que me dice es que, a pesar del 'invierno-infierno' que estoy pasando, el valor del Nasdaq es irreal y que seguir perseverando en la cartera defensiva en Europa y corta del Nasdaq es lo que debo hacer. Además, tengo que ser capaz de transmitirlo a los clientes, contándoles la macro y la valoración real de los índices, aunque no sea una visión optimista, y no por ello soy un *bearish*, apocalíptico, pesimista y ser extraño, simplemente sigo un modelo que continúa siendo el racional de toda la vida, pero que ahora, con las máquinas y el intervencionismo de los bancos centrales, provoca que las distorsiones sean espectaculares y que, en nuestro caso, vaya muy en contra. Con todo, estoy convencido, aunque es imposible conocer el momento en el que el análisis racional nos dará la razón, que tarde o temprano llegará.

El mercado estadounidense está jugando con fuego de forma irracional, mientras que, en Europa, en algunos sectores, existe una oportunidad histórica de inversión. Es en eso en lo que estoy invirtiendo y, aunque los resultados hacen que los inversores puedan perder la confianza, les aseguro que existe la racionalidad en el trabajo que desarrollo. De hecho, creo que les sonará a carcajada, pero, puede que ya no valga para la gestión o que me haya vuelto tarumba o, quizás, puede que Pangea sea una oportunidad de compra clara si uno cree en la racionalidad y tiene paciencia, virtud que con la inmediatez de la tecnología ha desaparecido.

El inicio del 'invierno-infierno' desde julio de 2017 y la diferencia entre valor y precio

Pangea, después de un 2016 bueno, se torció a partir de julio de 2017 y, desde esa fecha hasta la actualidad, el Nasdaq ha subido un 26%, Europa ha caído un 0,62%, el Stoxx 600 Telecoms ha perdido un 7,8% y el Stoxx 600 Farma se ha dejado un 9,21%. Por ello, es obvio que, estando largo de defensivas europeas y corto del Nasdaq, el fondo haya entrado en una fase de pérdidas no esperada, ya que semejante diferencia de comportamiento no se había visto nunca.

Llegados a este punto, mi rango de probabilidades de volver a la media, es decir que el Nasdaq se vaya parando y que Europa reaccione, se incrementan de manera notable, y es que estoy de acuerdo con que algunas compañías del Nasdaq son excelentes, pero sus precios elevados son un claro riesgo, mientras que en Europa las compañías puede que no sean tan excelentes, pero los precios constituyen oportunidades únicas. La reversión a la media existirá y, por eso, les invito a que no pierdan la paciencia, puesto que, si compran Pangea o aguantan Pangea ahora, lo que están haciendo es comprar realidades de *cash flow* de hoy a precios de ganga, y no puras expectativas y



supuestos ilusorios, que son los que cotizan en muchas compañías del Nasdaq, en puro estado de especulación y disfrazado bajo el argumento de que *this time is different* (esta vez es diferente).

Un hombre mandó a cada uno de sus cuatro hijos a pasar cada una de las estaciones del año a una casa de campo maravillosa, para luego tomar la decisión de venderla o no. El primero fue en invierno y volvió espantado del frío y la tristeza del lugar sin flores ni animales; el segundo fue en primavera y volvió feliz de ver cómo de los almendros salían flores, los días cálidos y los pájaros volvían a cantar; el tercero fue en verano, vino feliz, ¡qué exuberancia de flores y colores! ¡qué largo el día, qué baños en el río! y, el último, fue en otoño y vino enamorado de los atardeceres con las caídas de las hojas y los multicolores amarillos, rojizos y marrones. Se reunieron los cuatro hermanos con el padre y tres de ellos querían, evidentemente, mantener la casa de campo y solo uno la quería vender. El padre, con inteligencia, les dijo a todos: no os dais cuenta de que la finca es la misma, pero con distintas perspectivas y estaciones y que a todo invierno le sigue una primavera etc. Todo depende de la estación que te toque pasar para hacer un juicio de una realidad.

Esto, si lo trasladamos al mundo de las finanzas, quiere decir que hay periodos muy oscuros, pero la realidad del análisis fundamental racional hace que los ciclos existan. Mis sectores y yo estamos ahora en el invierno y el Nasdaq está en el verano, pero, inevitablemente, volverá la primavera para mi cartera y para el Nasdaq, el invierno. Es el poder de los ciclos, aunque sean dolorosos de aguantar o no saber disfrutar. No se puede juzgar una vida solo por una estación en la que te toca estar.

La subida del Nasdaq 100 se basa en dos compañías y la regulación y el exceso de expectativas que acabará con su ciclo alcista

En el año, Facebook ha subido un 4,9%; Amazon, un 35%; Google, un 11%; Netflix, un 72,6%; Apple, un 6,3% y Microsoft, un 12,8%. Viendo estos comportamientos de las FAANG (las grandes compañías tecnológicas de Estados Unidos) y de alguna más, no deja de llamar la atención que todo se base en la apoteósica subida de Netflix y en el avance inexorable de Amazon, que parece ser que se va a quedar y meter en todos los sectores de nuestra vida, convirtiéndose en una 'máquina de destruir trabajos'.

Mi opinión, en general, de estas compañías es que la acumulación de poder es tan grande y el monopolio tan salvaje, que la regulación va a empezar a cebarse con ellas de una forma u otra. Y en Europa, esto nos encanta y, sino que se lo pregunten a las 'telecos' -sin "su canuto de infraestructuras" no existiría ninguna y las han machacado en regulación-. De hecho, lo estamos empezando a ver con cada una de las FAANG. Hasta Trump, que dice cosas curiosas, ha dicho que la red 5G la haga el Estado para que sea el Estado el que controle tu vida y no Google.



Mi humilde opinión es que dentro de este elenco de compañías hay *cash flow* real y caja neta positiva que existe hoy, pero que está amenazado por la regulación. Por otro lado, hay otras compañías que son modas pasajeras a precios de locos y otras que descuentan unas expectativas que no son reales.

Hace 17 años, en un comité, dije la estupidez de que Vodafone tendría en el largo plazo un ARPU (*Average Revenue Per User* o promedio de ingresos por cada usuario) de 100 libras para justificar precios en una época en la que me decían que era un nuevo paradigma, que era diferente, ¡qué pardillo era en el 2000! Muchas veces es complicado estar solo en el otro lado de la acera con un pensamiento distinto a la masa, como cuando dicen ahora que la deuda no es un problema porque es el ahorro del otro, pero sin contarte el final de la historia: eso es cierto hasta que llegas al prestatario de último *resort*, que es el Estado, cuya relación con la deuda es infinita, ya que el crea el dinero, pone el interés en el cero y por eso no es un problema. Eso, si además pretendes crecer en ese escenario como en un ciclo normal, que se expanda el multiplicador del PER y que no te angusties porque tu divisa sea impresa ilimitadamente con las consecuencias que a largo plazo tiene y, por supuesto, que no se te ocurra decir que para protegerte de esto no es mala idea comprar algo de oro y plata, porque te dirán que el oro no genera dividendos ni beneficios, eso sí, en los bancos centrales de Rusia y de China deben estar locos, ya que siguen comprando oro.

Análisis de las compañías tecnológicas:

- **Facebook:** 185 dólares por acción. Con una capitalización bursátil de 542.640 millones de dólares, mientras que el Ibex 35 en su conjunto vale 516.340 millones de euros y las 'telecos' europeas tienen un valor de mercado de 416.111 millones de euros. En 2017, la compañía de Mark Zuckerberg ganó 6,16 dólares de BPA (beneficio por acción), con ventas de 40.653 millones de dólares, frente a los 1.974 millones de dólares de 2010. Esto es un resultado fantástico, no tengo nada en contra.

Es una compañía de crecimiento espectacular, que ha cambiado el mundo, aunque, eso sí, se esperan 8,84 dólares de BPA en 2018, con lo que cotiza a PER 21 *forward* y se espera que en 2020 pase a tener unas ventas de 85.817 millones de dólares y un BPA de 12,19 dólares. Esto supondría cotizar a PER 15,1 en el año 2020, lo que puede parecer barato. Pero doblar ventas supone que la publicidad siga siendo la que es y justo hay un dato que es para reflexionar: en 2017 ha perdido 2,5 millones de usuarios de menos de 25 años y el tiempo de uso de esta red social está cayendo un 24%. De hecho, le pregunté a Alberto Espelosín Jr. y me confirmó que todos se están yendo a Instagram (tiempo consumo cayendo un 9%), que es de Facebook, pero que detesta la publicidad, y que eso de exponer públicamente la vida de todos está generando conflictos sociales y empieza a estar de moda la privacidad.



Cuidado, que Facebook es publicidad y doblar ventas en un escenario macro que en menos de 2 años dará alguna señal de recesión puede ser un problema. Son modas que vienen y van. Les aseguro que muchos padres empiezan a concienciar a sus hijos de lo peligroso que es exponer la vida de la familia en público. Los cambios de ciclo en publicidad son muy duros y Facebook es cada vez más sensible a eso.

- **Amazon:** 1.578 dólares por acción, con una capitalización bursátil de 763.909 millones de dólares. Es una compañía excelente y el primero que lo dice soy yo. Es increíble lo que han hecho, pero exceso de poder, exceso de intervención en sectores, investigación de las autoridades de la competencia, potenciales destructores de puestos de trabajo, regulación e inversiones para llegar a la última milla del cliente, son los retos de una compañía excelente a un mal precio. En 2017, la compañía de Jeff Bezos obtuvo unas ventas de 177.866 millones de dólares (en 2010 fueron 34.204), con un BPA de 4,56 dólares. Si tomamos el BPA esperado de 2018, de 16,7 dólares, con ventas de 235.000 millones de dólares, supondría cotizar a un PER en 2018 de 94 veces.

Pero vámonos más lejos y pensemos que las expectativas se cumplen y que Amazon consigue todo y que llegamos a unas ventas de 467.600 millones en 2022 (177.866 millones en 2017) y que el BPA de 2022 es de 66,93 dólares, lo que supondría cotizar a PER 23 en 2022. Para que todo esto suceda, deben darse supuestos que, en mi opinión, son de ciencia ficción, más aún en un negocio con un margen neto del 4 y el 5%. Así, hay que suponer que las autoridades le confieren el estatus de monopolio y que el resto de compañías no son capaces de acercarse a la última milla del cliente.

Si piensa que, en el fondo, Amazon es un supermercado y que debería cotizar, si le va todo perfecto, a 17 veces en el año 2022, porque ya crecer es complicado, el valor de la compañía en el 2022 debería ser PER 17, multiplicado por ese hipotético BPA de 66,9 dólares. Esto daría un valor de 902 dólares a la fecha actual, y si lo traemos el valor del año 2022 al día de hoy a un generoso tipo de capitalización del 6%. Es decir que Amazon podría valer 900 dólares, frente a los 1.578 dólares de hoy.

- **Apple:** 179,98 dólares por acción. Tiene una capitalización bursátil 913.000 millones de dólares, y seguro que a toda la maquina mediática le encantará verla llegar a capitalizar 1 trillón de dólares, la primera vez en la historia (otro éxito de Wall Street), pero no es oro todo lo que reluce.

Es cierto que en multiplicadores no es una compañía que se pueda decir que es cara. Pero los retos que tiene por delante no son pequeños: presión en precios, peores expectativas de ventas con precios ya algunas veces inasequibles, exceso de *stocks*, incremento de tasa impositiva, dos tercios del beneficio del *hardware*, mercado de segunda mano más amplio,

periodos más largos de reposición y posibles multas por el tema de obsolescencia de baterías y canibalización de productos. En términos de precio sobre *free-cash flow* libre, descontando la caja, está por encima de la media de los últimos seis años, al igual que en términos de PER *forward* descontada la caja. Así que en esta parte del ciclo y con las posibles caídas de precios del iPhone, es posible que tampoco sea un chollo. De hecho, uno de los analistas estadounidenses más reputados que yo leo, Toni Sacconaghi Jr., de Bersntein, ha hecho un *downgrade* de la compañía, cuyo precio objetivo sitúa en 170 dólares. En un magnífico informe expone las 15 cuestiones por las que hace la bajada de recomendación. Este informe es sensacional y te hace ver una realidad muy distinta a la que tenemos, aun así 'el sistema' intentarán el titular de 1 trillón de dólares.

- **Netflix:** 331.44 dólares por acción. Tiene una capitalización bursátil de 143.827 millones de dólares y ha subido un 72% en el año: una maravilla y un drama para los que de forma implícita estamos cortos del Nasdaq. Además, viene de subir un 155% en 2015, un 8,2% en 2016 y un 55% en 2017 en capitalización bursátil. El sumatorio del *market cap* de Deutsche Telekom, Telefónica y Orange es de 143.215 millones de euros. Y sin el 'canuto de infraestructuras', no se podría ver Netflix, ni enviar WhatsApps, ni nada de nada. Además, Netflix tiene, a cierre de 2017, un número de suscriptores, que no de usuarios -tu móvil es tuyo y con Netflix lo compartes con la familia-, de 117.582.000, mientras que las tres 'telecos' comentadas, que valen más o menos lo mismo que Netflix, tienen hoy 831.586.000 usuarios, con un ARPU medio de 24 euros.

Lo de Netflix, para mí, es inexplicable. Un analista que recientemente ha puesto de precio objetivo 340 dólares, ya sin potencial, lo ha hecho bajo las hipótesis de que en el 2030 será capaz de tener 318.506.000 usuarios. Es decir, que de aquí a 2030 haya 200 millones de suscriptores, lo que supone que se enganchen unos 400 o 450 millones de personas, y que el ARPU pase de 9,6 dólares en 2017 a 16,33 en 2030, con una subida anual del 4,7%, más del doble que la inflación, y que el margen operativo sea del 28%, y gastar en contenidos 25.000 millones de dólares en 2030.

También habría que asumir que iQiyi, el conocido como Netflix chino que saldrá a bolsa próximamente, no tiene éxito y que los de Walt Disney son muy malos, que HBO no sabe hacer películas y que solo Netflix es capaz de hacer películas perfectas y, con ello, conseguir en 2030 un BPA de 28,9 dólares, frente a los 4 dólares que se esperan para 2020. Es decir, que bajo este mundo en el que todo sale a la perfección absoluta hasta el 2030, cotiza a un PER 2020 de 82 veces y PER 2030 de 11, 4 veces. Si asumimos que el negocio estará maduro en 2030, porque al final es televisión, y cotiza a multiplicadores de mercado de 17x, siendo generoso con respecto a las teles, su valor en 2030 debería ser 28,9 dólares, que multiplicado por un PER de 17 veces nos da un valor de 491 dólares; cifra que, traída al día de hoy, a un tipo del 6%, nos da un valor de 244 dólares, por debajo de los 331 dólares actuales.



No les quiero asustar, pero si no son capaces de subir los precios a un ritmo del 4,7% anual durante 12 años, en un escenario de inflaciones bajas, y ponemos subidas de precios del 2%, el modelo se va a cifras muy por debajo de 200 dólares. O, si los suscriptores se reducen por el efecto piratería o por compartir claves, pero el valor en bolsa sigue subiendo todos los días, creo que veremos una burbuja extraordinaria que hará caer al valor, al menos, un 50%.

- **Tesla:** 327 dólares por acción (26,63 en 2010). Posee una capitalización bursátil de 55.265 millones de dólares, lo que compara, por ejemplo, con Renault que capitaliza 28.078, y Tesla es una máquina de quemar caja y puras expectativas de que todos, como robots, iremos con el mismo coche. Sepan que yo sigo confiando en que los ingenieros alemanes no son tontos y que a la gente le gusta llevar coches distintos, y que coches eléctricos habrá cientos, de todos los colores y sofisticaciones. Mientras tanto, seguimos quemando caja todos los días en la 'Teslafobia' generada por la sociedad consumista y, además, tengan en cuenta que su éxito depende que triunfe el modelo 3, que encontrará una competencia terrible.

Cada viernes que me voy a la cama y veo los máximos del Nasdaq y el daño que le hace al fondo, lo único que hago es seguir estudiando estas compañías y, por muchas vueltas que les dé y por muy excelentes que me parezcan, creo que sus precios son irracionales y que no existe ningún margen de seguridad, por lo que mi obligación moral y profesional es seguir manteniendo la posición, a pesar de que en el corto plazo me esté haciendo tener un quebradero de cabeza notable.

Los fundamentales, a los inversores pacientes les suelen funcionar, por ello les pido que sean inversores pacientes y confíen en que volveremos en 2018 a ver el Nasdaq en los 6.000 puntos y podremos monetizar la posición y dedicarnos después al riesgo de acciones, dejando poco a poco el riesgo de mercado de lado. De esta forma, no doblamos riesgos como ha pasado estos últimos 8 meses. Si no estuviera convencido de mis valoraciones, capitularía. Pero creo estar en lo cierto, aunque el tiempo no lo pueda controlar. No quiero tirar tan rápido tantas horas de estudio y trabajo a la basura.

Europa, una oportunidad extraordinaria frente a los excesos de expectativas de Estados Unidos

Mientras tanto, la otra cara de la moneda es mi cartera de acciones, con la que me encuentro muy cómodo, tal y como les comenté en mi carta anterior, y poco a poco algunas ideas están empezando a funcionar. En general, son compañías grandes de calidad, con altos dividendos y buena generación de *free cash-flow*.

Dentro de Europa, creo que la oportunidad en 'telecos', farmacéuticas y consumo estable es muy buena y así lo expresé en los precios objetivo que tengo para mis compañías. Les pongo a continuación el extracto de las valoraciones del mes pasado. Este mes, desgraciadamente he



sufrido el *profit warning* de Technicolor, aunque creo que merece la pena que siga en cartera y su peso está por debajo del 1,5%, con lo que ya no existe impacto.

El precio objetivo que veo en las 20 principales posiciones del fondo, que de media cotizan con una rentabilidad por dividendo del 4% y con un *FCF Yield* del 7% son:

- Shire: 5.000 peniques (hoy: 3.327)
- Telecom Italia: 1,20 euros (hoy: 0,7252)
- Deutsche Telekom: 18 euros (hoy: 14,12)
- Merck GA: 115 euros (hoy: 89,22)
- Orange: 19 euros (hoy: 14,54)
- KPN: 3,20 euros (hoy: 2,82)
- Metro: 26 euros (hoy: 17,50)
- BT: 320 peniques (hoy: 257,20)
- Ahold: 24 euros (hoy: 17,97)
- C&C: 4,2 euros (hoy: 3,01)
- TDC: 50 coronas danesas (hoy: 40,01)
- Imperial Brands: 3.500 peniques (hoy: 2.898)
- Technicolor: 4,5 euros (hoy 3,01)
- Ericsson: 70 coronas suecas (hoy: 50,60)
- Bayer: 128 euros (hoy 105,42)
- Pharol: 0,30 euros (hoy: 0,2305)

Creo que esta cartera, a medio plazo, tiene mucho más potencial que la posible última pata de exuberancia que podría tener el Nasdaq si el cierre del viernes 9 de marzo no es una rotura en falso y se encamina hacia los 7.350 puntos (yo creo que lo del viernes es una salida en falso y un doble techo).

Aun así, confío en que batiremos al índice estadounidense, aunque se siga comportando irracionalmente, porque ya hemos visto algunas cosas buenas en los valores de la cartera, como la subida de Shire por los rumores de OPA de Pfizer o la OPA que tres fondos daneses y Macquarie han lanzado sobre TDC (Tele Denmark) a 50,25 coronas danesas, lo que ha sido una alegría y un espaldarazo para la tesis de inversión principal que son las 'telecos', que pesan un 22% en el fondo.

El caso de TDC y el valor de las 'telecos' europeas, con su revolución silenciosa

Que tres fondos de pensiones compren un operador dominante, no lo hacen por las sinergias industriales. De hecho, yo tenía TDC desde que valía 33 coronas danesas, por el convencimiento de que Telia lanzaría una OPA cuando vendiera activos. En esa fusión sí que hubiera habido sinergias industriales sustanciosas. Pero no, los fondos de pensiones lo han hecho, simplemente, porque ven un mundo a largo plazo con tipos cero, por el *stock* de deuda, por la digitalización de la economía y por el envejecimiento poblacional, y ahora las 'telecos', aunque no crecen mucho, dado que la presión regulatoria es menor y los dividendos y *free cash flow* que generan, son oro molido para los pensionistas que sufren tipos cero o negativos.



Al precio de la OPA de TDC, los fondos de pensiones han pagado EV/EBITDA de 8 veces, PER 20,8, FCF Yield del 6% y rentabilidad por dividendo del 2,7%. A primera vista, sin conocer el sector, puede decir que están pagando caro, pero no lo crean. Al final, esta compañía genera de forma estable y después de toda la paliza regulatoria y de competencia, un EBITDA de 8.200 millones de coronas danesas estable, con un FCF estable en 2.400 millones, con una deuda de 18.745 millones, que supone una ratio de deudas neta sobre EBITDA de 2,2 veces, que es muy holgado y con gran parte de la deuda a tipo fijo.

Así que, ¿qué harán los fondos de pensiones? Pues sencillo, con el *free cash flow* de 2.400 en vez de pagar 923 millones en dividendos y el resto cancelar deuda, lo que harán será doblar el dividendo hasta los 1.846 millones, con lo que la rentabilidad por dividendo pasará del 2,7% al 5,4% y aún podrán reducir 600 millones de deuda para situar la compañía en solo 2 veces deuda en 2020. Y, además, decidirán extraer valor de otra forma, que será poner en valor la red que es lo que parece que el mercado no se quiere dar cuenta. La red tiene un valor altísimo.

Si aplicamos estos multiplicadores que se ha hecho en TDC a las 'telecos' de cartera, muchas de ellas podrían subir más de un 50%, un sector que en relativo frente al Stoxx 600 está en mínimos históricos desde el año 1987.

En las 'telecos' europeas están pasando cosas maravillosas de forma silenciosa que creo que dan una oportunidad de libro:

- Todo el mundo las tiene como el patito feo que no monetizan la espectacular cifra de inversiones sobre ventas, que está entorno al 15%. Y todo el mundo asume que quien monetiza de verdad son las FAANG. Pero hay tres puntos clave: la red es de las 'telecos' y sin red no hay FAANG, tienen millones de clientes que pagan un ARPU estable y que ya ha tocado suelo en la mayor parte de los países, y están más que preparadas para la digitalización.
- El anuncio de que DTE y Orange han estado negociando una fusión en 2017 que al final no han llegado a un acuerdo, es una revolución si hubiera pasado, pero pasará en otras grandes.
- Con la entrada de Vivendi en Telecom Italia para crear una compañía con contenidos y ahora en el *spin off* de la red, nos damos cuenta de que el valor de la red en libros es equivalente al valor en bolsa de la compañía.



- Qué habrá pensado Carlos Slim, que de tonto no tiene un pelo, cuando ha visto los multiplicadores de la operación de TDC si los aplicará a KPN, compañía en la que entró en 3,20 y cotiza ahora a 2,55 y que podría llegar a pagarse 4 euros.
- Qué valor tiene el ahorro de costes que por jubilaciones va a tener Orange y que además paga un dividendo del 5% y un PER de 14.
- Para conciliar el sueño con los disgustos que me da la irracionalidad del Nasdaq, siempre pienso en el 5% que tengo en Deutsche Telekom, que con su *free cash flow anual* cubre más de tres veces un dividendo del 5,3% en un mundo de tipos cero. Y, además, para ya dormir a pierna suelta, pienso en su división estadounidense.
- Ahora que OI ha salido de la recuperación judicial, ¿a cuánto se va a pagar la concentración de operadores en Brasil?
- Me encanta José María Álvarez Pallete dirigiendo Telefónica, porque va a reducir deuda y solucionar los problemas de crecimiento en Europa para hacer ese dividendo estable de verdad.
- ¿Y qué les parece el plante de las 'telecos' europeas a los exorbitados precios de los contenidos del fútbol?

En fin, que por la parte de selección de valores creo que hay un potencial enorme en la cartera, con mucho margen de seguridad.

Les dejo para otro día el sector farmacéutico, que ofrece un descuento nunca visto en años, con unos niveles de deuda bajos y estables *cash flows* (prepárense para ver OPAS por parte de las estadounidenses sobre las europeas, en el momento que las primeras repatrien el dinero).

Sigan el precio del oro y, si pasa los 1.380 dólares, piensen que es muy factible verlo subir a 1.600

Creo que el oro es el activo a tener si pasa la zona 1.380 dólares la onza. Así, poco a poco, estoy comprando mineras -solo llevo un 4%, pero creo que el HUI Index puede subir más del 50% si el oro rompe esa estructura lateral en la que está metida-. Recuerden que este es un sector con demanda real estable, tanto por joyería como por parte de los bancos centrales. No pasen vergüenza de decir que compran oro e incluso la plata, que creo que está más barata.

Lo prometido al comienzo de la carta, ni un solo gráfico y únicamente texto, pero creo que me he expresado claro y con honestidad. El fondo tiene mucho trabajo detrás a pesar de estar sumido en



su invierno particular, pero creo que los fundamentales que aplico son correctos, aunque me he podido adelantar demasiado en el tiempo, pero no me cabe duda de que la primavera llegará.

Les agradezco mucho la confianza, a los inversores les pido paciencia y que entiendan con esta carta qué es lo que realmente subyace en el fondo. Es obvio que hasta que no se produzca la caída del Nasdaq no destacaremos, pero cuando se produce, como ha pasado en febrero, lo hemos hecho en relativo mejor, y eso que los valores no han apoyado y estoy seguro de que por sus sólidos fundamentales lo irán haciendo. Así que, espero que piensen al revés y vean lo escrito en esta carta cómo una oportunidad de inversión.

Disculpas porque la publicación de la carta se haya retrasado un poco, pero las dos mudanzas de edificio, el de Madrid en Plaza de Independencia 6 y el de Zaragoza, con su inauguración en Sanclemente 26, me han hecho tener menos tiempo. Les invito a que conozcan nuestras dos nuevas oficinas, que son para ustedes y allí me encontrarán cada semana en las dos y encantado de poder debatir y dialogar sobre el fondo y su estrategia, las veces que quieran y sean necesarias.

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 13/03/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

