

AGF – Abante Pangea

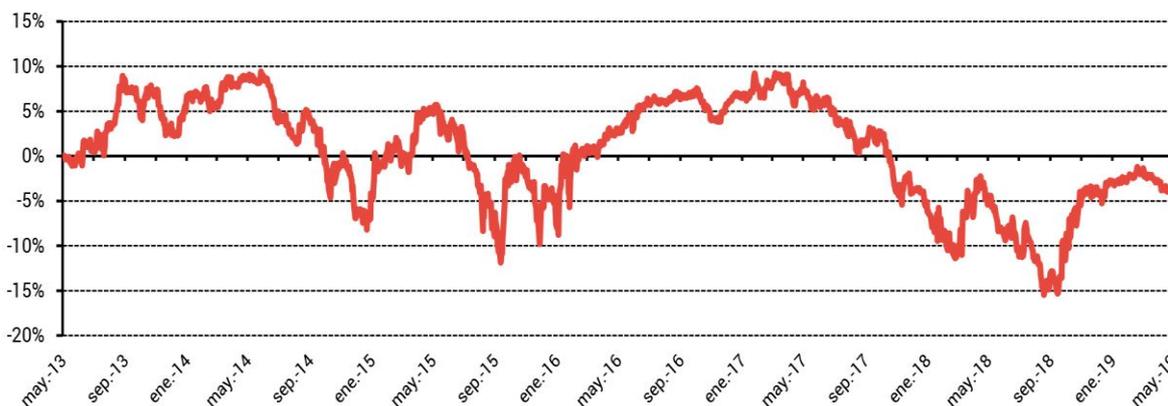
Alberto Espelosín, gestor de **Abante Pangea**, comenta en su carta mensual las caídas que han tenido las bolsas en el mes de mayo -el mercado europeo se ha dejado cerca de un 6% y el Nasdaq 100, un 8,5%- y el **buen comportamiento que ha tenido el fondo**, que sigue manteniendo una **rentabilidad positiva en lo que llevamos de año**.

“El potencial de la cartera de contado es muy alto, con infravaloraciones superiores al 30% en la mayor parte de los valores”, explica el gestor. En este sentido, señala que el mayor peso del fondo sigue estando en el sector de las **telecomunicaciones**, al tiempo que resalta el valor de las **minerías de cobre**: “El cobre es, sin duda, el metal a tener los próximos años por el previsible déficit de oferta que se estima a partir del año 2021 o 2022”.

En lo relativo a la composición de la cartera, Espelosín enumera las **incorporaciones** de mayo, **Freeport-McMoRan, Royal Mail y Boskalis**, y la **nueva entrada en TUI**, a niveles de 8,2 euros -vendió en la zona de 9,6 euros-.

Por último, el gestor pone el foco en las últimas actuaciones de los **bancos centrales**, con el nuevo mensaje de la Reserva Federal, que alude a próximas **bajadas de tipos de interés** en Estados Unidos: “Hemos pasado de estar contentos por las subidas de tipos y la normalización, a estar también contentos por las bajadas de tipos que la Fed ha prometido”, comenta.

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2019	0,46%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%	-0,39%							
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
Acciones	3,35	1,41	0,93	-0,28	-2,52	0,00	2,96						
Ceconomy	0,37	0,26	-0,03	0,08									0,67
C&C Group	0,46	-0,20	0,06	0,07	0,07								0,55
Anheuser-Busch Inbev	0,34	0,08	0,09	0,05	-0,05								0,54
Arytza	0,06	0,06	0,28	0,00									0,42
CIR	0,36	0,33	0,01	0,02	-0,32								0,37
Koninklijke KPN	0,11	0,03	0,09	-0,01	0,00								0,24
OI	0,09	0,11			-0,01								0,21
Ivanhoe Mines	0,11	0,15	-0,05	0,01	0,00								0,20
Imperial Brands	0,09	0,04	0,03										0,16
Technicolor	0,04	-0,03	0,20	0,05	-0,11								0,15
Deutsche Telekom	-0,09	0,04	0,11	0,02	0,02								0,12
Bayer	0,26	0,14	-0,17	0,09	-0,19								0,12
AP Moller-Maersk	0,07	0,04	-0,04	0,15	-0,12								0,12
Buenaventura	0,02	0,05	0,02	0,01	0,01								0,11
Fresenius SE	0,05	0,09	0,00	0,01	-0,04								0,11
Barrick Gold	0,05	0,00	0,02		0,01								0,08
Goldcorp	0,06	0,01	0,01										0,08
Solocal Group		0,00	0,02	0,05									0,07
Shire	0,08												0,07
Takeda Pharma	0,08												0,07
TUI			-0,03	0,08	0,00								0,06
Newmont Goldcorp				-0,01	0,04								0,06
Bae Systems	0,01	0,01	0,02	0,02	-0,01								0,04
Covestro	0,04												0,04
Grupo Mexico SAB	0,03												0,03
Newmont Mining	0,02	0,01											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	0,00								0,02
Nokia					0,02								0,02
Norsk Hydro			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
Engie	0,00		0,00	0,00	0,00								0,01
Sanofi				0,01									0,01
Benteau			0,00	0,01									0,01
Bpost			0,00										0,00
Maersk Drilling				0,00									0,00
Fresnillo			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
Eutelsat Communications			-0,01	0,01	0,00								0,00
Renault SA		0,00											0,00
New Gold	0,39	-0,26	0,00	0,01	-0,15								0,00
Koninklijke Boskalis					0,00								0,00
Freeport McMoran					0,00								0,00
Royal Mail					-0,02								-0,02
Orange	-0,14	-0,04	0,19	-0,07	0,02								-0,02
SSE				0,01	-0,04								-0,03
Pangaea Oncology	0,00	-0,02	-0,01	0,00	0,00								-0,04
Turquoise Hill			0,00	-0,01	-0,06								-0,08
Telefonica Deutschland	-0,01	-0,05	-0,02	0,04	-0,04								-0,08
BT Group			0,00	0,01	-0,11								-0,10
Mosaic				-0,01	-0,11								-0,12
Hecla Mining	0,01	0,01	0,00	0,00	-0,14								-0,13
Telecom Italia	0,03	0,35	0,08	-0,22	-0,32								-0,13
Thyssenkrupp	0,00	-0,08	-0,04	0,02	-0,07								-0,15
Vodafone	-0,10	-0,03	0,07	0,02	-0,15								-0,19
Consol Energy			0,01	0,00	-0,21								-0,20
Pharol	0,40	0,30	0,02	-0,85	-0,44								-0,67
Derivados	-1,6	-0,7	-0,9	-1,2	2,2								-2,3
Divisa y Renta Fija	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0								-0,2
TOTAL RESULTADO CARTERA	1,8	0,6	0,1	-1,7	-0,4	0,0	0,4						

En un entorno de caídas del mercado europeo del 6% y del 8,5% en el Nasdaq, Abante Pangea ha tenido un comportamiento positivo, con apenas un descenso del 0,25%, manteniendo así una rentabilidad positiva en el año cercana al 1%. El fondo ha estado invertido con una exposición neta larga de renta variable en la zona del 15% y una cartera de contado en el 33%.

El principal peso de la cartera sigue en telecomunicaciones, que, de momento, es el peor sector del año. A pesar de ello, el fondo muestra una importante solidez, en un escenario en el que las convicciones fundamentales de contado no se manifiestan en el corto plazo. El potencial de la cartera de contado es muy alto, con infravaloraciones superiores al 30% en la mayor parte de las acciones.

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.

Entre los valores que han entrado en cartera en mayo, destaca la incorporación de Freeport-McMoRan, Royal Mail, Boskalis y la nueva entrada en TUI, a niveles de 8,2 euros; posición que vendí en la zona de 9,6 euros.

Por su parte, las `telecos´ europeas ofrecen un margen de seguridad muy elevado. Gran parte de los valores que tengo en cartera tienen dividendos superiores al 5%, con valoraciones en términos de *FCF Yield* por encima del 7%. Por ello, creo que van a ser una fuente de rentabilidad muy importante en los meses venideros, una vez que la subasta de 5G en Alemania finalice.

Con el *bund* dando una rentabilidad negativa del 0,20% a 10 años, creo que el *FCF* sostenible de estas compañías, que permite pagar dividendos anuales del 5%, tiene un valor muy elevado, lo que hace que el sector pueda tener una subida del 21%. Merece la pena ver el potencial en el gráfico adjunto. Si el soporte relevante que viene desde el año 2000 aguanta, se formará una figura de suelo muy relevante (Hombro-Cabeza-Hombro invertido) que, de superar la zona de los 263 puntos (242 actual), podría provocar una subida hacia la zona de los 293 puntos.



El valor oculto del oro rojo

El cobre es, sin duda, el metal a tener los próximos años por el previsible déficit de oferta que se estima a partir del año 2021 o 2022. Su sobreutilización, escasez de minas descubiertas los últimos años, barreras de entrada con costes de capital altos, bajos niveles de reciclabilidad, necesidad de alimentar los vehículos eléctricos, electrificación de redes, economía verde y una demanda creciente con el PIB mundial de forma anual, son razones para pensar que el precio del cobre debería situarse por encima de los 5.900 dólares a los que cotiza hoy.

Además, al contrario que en el oro, no hay componente de subjetividad monetaria tan alto como en el cisne amarillo, en el que, aunque creo que lo veremos en los 2.000 dólares, es necesario que se produzcan ciertas dosis de caos económico o monetario.

El cobre depende más de cuestiones puras de oferta y demanda. Los valores relacionados con el cobre que Pangea está comprando y que seguirá comprando a medida que vayan cayendo son: Freeport

McMoRan, Ivanhoe Mines, Turquoise Hill y Buenaventura. Una mina de cobre o cualquier materia prima tiene valor en la medida en que esa reserva pueda ser extraída a un retorno sobre el capital que compense el coste de capital, por lo que la evolución del precio es la clave para determinar el *break-even* de la explotación y ver la rentabilidad que se puede obtener. Tener unas reservas enormes de una materia prima no tiene ningún valor si nunca lo vas a poder monetizar porque los precios no son rentables o hay exceso de esa materia prima en el mundo.

Con el cobre lo que sucede es que es escaso y la previsible tendencia de precios hace que el valor de las reservas sea un elemento importante, a la vez que el grado de pureza de cobre contenido en la roca determina en gran medida la rentabilidad. Y no solo hay que ver las reservas, sino también ver los posibles recursos que, una vez pasados los procedimientos técnicos de aprobación, pueden pasar a ser reservas. La capacidad de conversión de recursos a reservas es otro de los elementos de valor que hay que tener en cuenta cuando se analiza una minera.

En el cobre es difícil saber cuándo se pondrá de manifiesto el valor oculto, pero después de que las mineras de cobre hayan caído más de un 70 y 80%, y analizando el coste de las reservas y recursos de alguna minera, podemos hacernos una idea del enorme margen de seguridad de comprar a estos niveles en términos relativos frente al mercado.

Buenaventura, minera peruana y controlada por la familia Benavides, es un buen ejemplo de valor a largo plazo si tenemos en cuenta que el valor actual de la compañía es de 4.170 millones de dólares, pero el valor de las reservas es sustancialmente mayor. En la siguiente tabla se pueden ver las potenciales ventas de las reservas actuales a los precios de hoy de los distintos metales.

RESERVAS DE METALES DE BUENAVENTURA 2018					
Oro		Miles Onzas	Miles Onzas	P Au \$/oz	Valor Ventas miles \$
Tambomayo	100%	408	408		
Orcopampa	100%	306	306		
La Zanja	53%	48	25		
Coimolache	40%	670	269		
Yanacocha	44%	7.000	3.056		
Total			4.064	1.305	5.303.005
Plata		Miles Onzas	Miles Onzas	P Ag \$/oz	
Uchucchauca	100%	92.000	92.000		
Julcani	100%	5.000	5.000		
Total			97.000	15	1.416.200
Zinc		Miles TM	TM	P Zn \$/TM	
Colquijirca	61%	502	308		
Total		502	308	2.562	789.096
Cobre		Miles TM	TM	P Cu \$/TM	
Colquijirca	61%	266	163		
Cerro Verde	20%	15.000	2.937		
Total			3.100	5.830	18.075.354

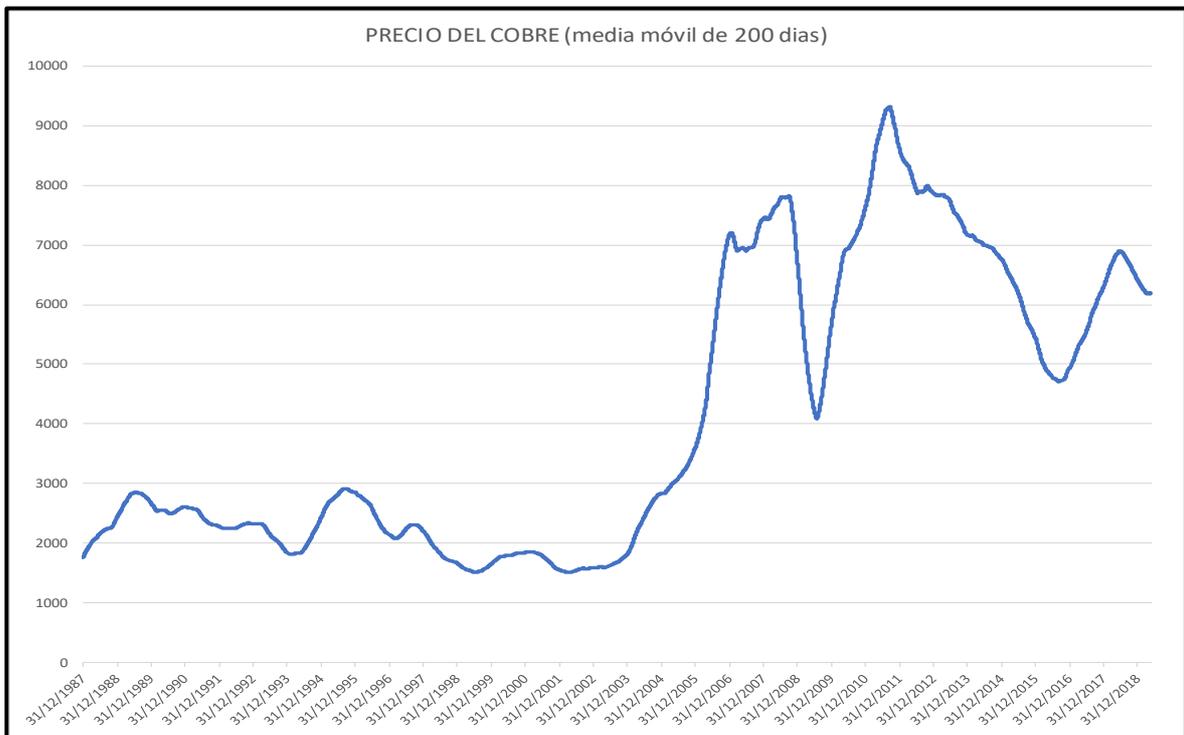
A ese valor de las ventas hay que determinar el margen neto de beneficios y el multiplicador que estaríamos dispuestos a pagar por ellos. Por ejemplo, con las reservas de oro, si asumimos un margen conservador neto del 10%, nos daría unos posibles beneficios de 500 millones de dólares con las reservas actuales, y si a eso le aplicamos un PER por debajo de 10, tendríamos solo el *market cap* actual de la compañía.

En el caso del oro, para que se hagan una idea del valor subyacente de los recursos de BVN -que no reservas- que tiene la compañía, miren las cifras siguientes, en las que los recursos de la compañía se estiman en 11,4 millones de onzas, siendo muy destacable la futura importancia de Yanacocha-Conga. A los precios actuales de BVN, compras la potencialidad de 11,4 millones de onzas, con un valor 14.240 millones de ventas y 1.420 millones de posibles beneficios, a un margen neto del 10%.

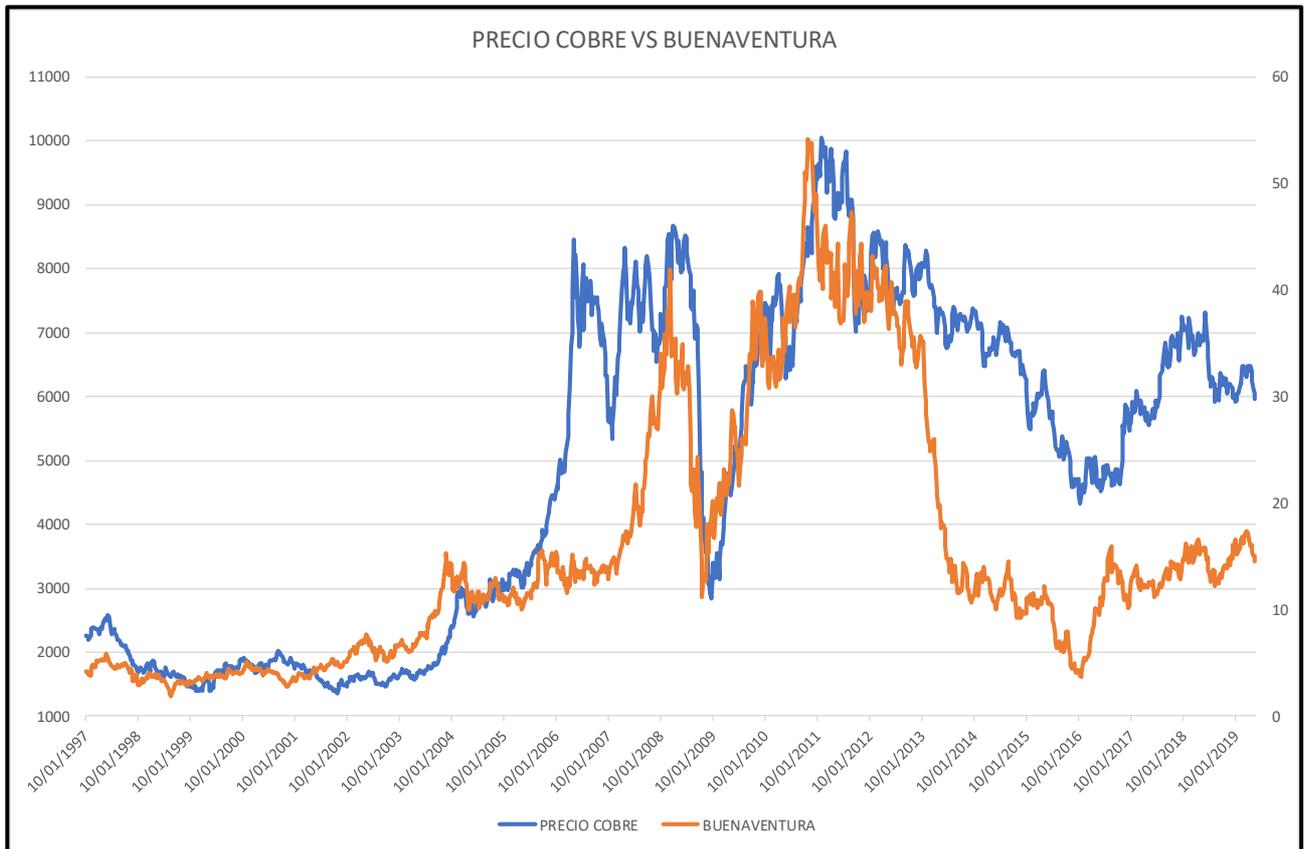
RECURSOS DE ORO DE BUENAVENTURA 2018					
Oro		Miles Onzas	Miles Onzas	P Au \$/oz	Valor Ventas miles \$
Tambomayo	100%	97	97		
Orcopampa	100%	187	187		
La Zanja	53%	336	178		
Coimolache	40%	158	63		
Yanacocha	44%	25.000	10.913		
Total			11.438	1.305	14.240.813

Pero lo magnífico en BVN se encuentra en la parte del cobre y en su 20% de Cerro Verde, mina en el distrito de Uchumayo que, sin duda, es uno de los mejores depósitos del mundo de cobre y está operado por Freeport (FCX).

Como pueden ver en la tabla inicial, las reservas son 15 millones de TM y, a los precios actuales, les dejo que lo calculen para que entiendan por qué el valor real de BVN podría multiplicarse por 3 en el futuro, asumiendo márgenes EBITDA razonables del 35%. No les aburro con la parte de plata, ni con el zinc, ni con los 98 MW de la planta hydro de Huanza, la planta de manganeso de Río Seco o el negocio de seguros mineros.



Las incertidumbres sobre el crecimiento de la economía mundial y los efectos de la guerra comercial en China están afectando al cobre, pero repito que la clave vendrá dada por la escasez de oferta frente a una demanda creciente y con subidas del precio del cobre BVN que, al igual que todas las mineras de cobre, debe dispararse.



Haciendo el ejercicio de Cerro Verde en Freeport (FCX) y sumando la mina de Grasberg en Indonesia, verán también que la valoración de FCX de 14.300 millones de dólares es muy baja en comparación con el valor oculto y la calidad y tamaño de esas minas.

Para aquellos que quieran ver una mina excepcional en términos de pureza, y posiblemente, en los próximos años una de las mejores minas del mundo de cobre, les recomiendo que miren la mina Kamoakakula de Ivanhoe Mines, que se sitúa en el Congo y en cuyo capital ha entrado CITIC Metal (China) para financiar lo que puede ser la mina del siglo en términos de pureza.

Todas estas ideas de análisis fundamental que estoy repasando en las últimas cartas son la futura fuente de rentabilidad del fondo, con las que espero generar alfa suficiente frente al mercado.

La normalización de lo “no convencional”

Al cierre de esta carta, ha terminado un día especial y creo que tranquilizador para conocer el mundo en el que vamos a vivir. El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Jerome Powell, utilizó otro “whatever it takes” y nos invitó a que quitemos la palabra no convencional a las políticas de expansión de balance de los últimos años. Siempre tendremos un padre detrás que nos protegerá, así nos haremos fuertes y libres.

Powell: “Perhaps it is time to retire the term ‘unconventional’ when referring to tools that were used in the crisis. We know that tools like these are likely to be needed in some form in future ELB spells, which we hope will be rare”.



Ante esta frase de Powell, y con la despedida del Mario Draghi al frente del Banco Central Europeo, es de esperar que este último nos dejará una frase más *dovish* para no permitir que el tipo de cambio deteriore la economía europea.

Estas reconfortantes palabras para el mundo endeudado coincidieron con el S&P 500 en la zona de los 2.723 puntos, que es la parte alta del ciclo alcista que ya dura 10 años. Los 2.650 es ahora un número que habría que añadir al mandato de la Fed. Por debajo de ese nivel, la Fed quizás se planteé, en esta línea paternalista, empezar a comprar bolsa.



Como ven, poco han cambiado las cosas y la alquimia monetaria está más burbujeante que nunca. En menos de lo que dura una estación del año hemos pasado de estar contentos por las subidas de tipos y la normalización, a estar también contentos por las bajadas de tipos que la FED ha prometido.

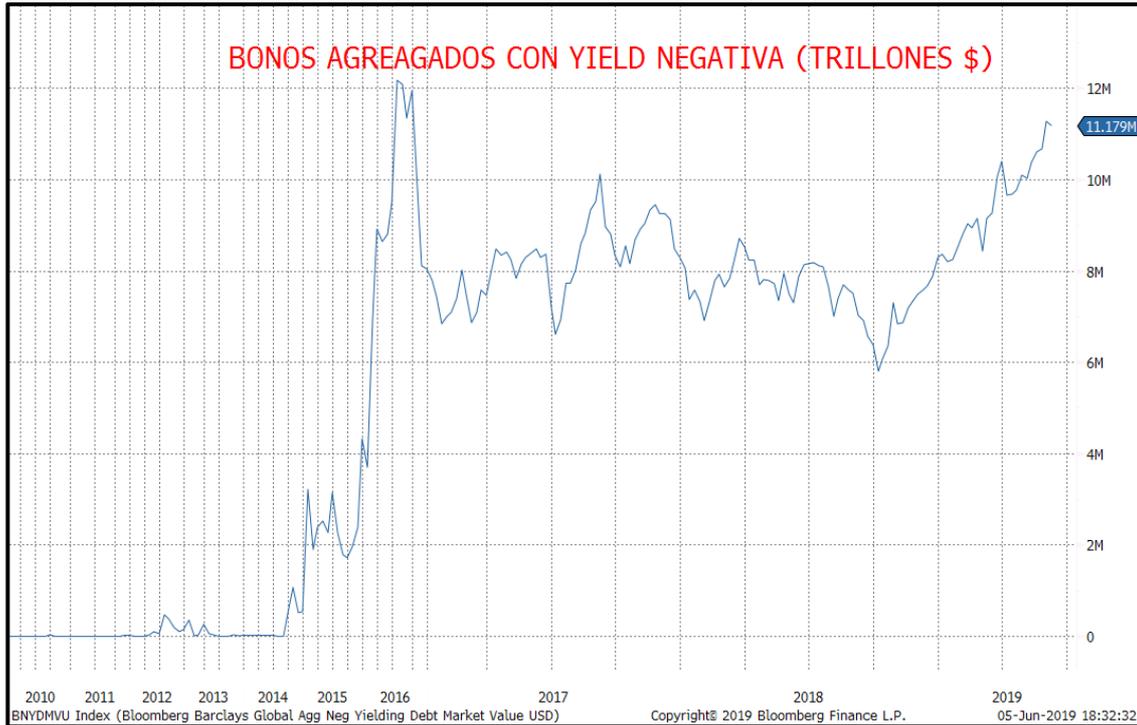
Lo importante es estar contento en cualquier circunstancia, sin preguntarnos si eso de imposibilidad de subir tipos es, en el fondo, una señal de trampa de deuda deflacionaria.

Les dejo, que me he apuntado a un máster de política monetaria y hoy nos van a explicar eso del bono a 10 años español al 0,63%. Como tengamos examen, suspendo seguro.



Pero, sobre todo, espero que el profesor no me pregunte por qué desde octubre de 2018 los bonos con *yield* negativa han pasado de 5,79 trillones de dólares a 11,17 trillones.

Y, por supuesto, rezo para que no me diga qué relación existe entre esa expansión de la deuda en negativo y el PER de la bolsa.



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](#)

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 07/06/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.