

JAM ON THE PEAK

Alberto Espelosín, Abante Pangea
Enero 2022



SP500 (4793)

Resistencia 4.850/5.000
 Final Fantasy 5.300
 Perdida 4.280 → 3.900
 Rango distribución 4.700-4.300

NASDAQ 100 (16279)

$R_1 \Rightarrow 16.700$ $R_2 = 17.500$
 Final de ciclo
 Perdida 15.500 (inicio caída a 14.400 → 14.000 → 12.800)

EURO STOXX 50 (4370)

Ruptura 4.400 → final TOP 4.700
 Rango distribución 4.300/3.950
 objetivo caída 3.600

DAX 35 (8775)

Ruptura 9.100 → 10.080
 Puntos perdidos 7.900 pts
 Soporte Relevante 8.200

STOXX 600 (494)

500 cifras psicológicas.
 Perdida 459 → 390
 STOXX CÍCLICAS → Fuerte caída en relativo vs Defensivos

MSCI EMERGING (1234)

$R_1 \Rightarrow 1320$ $R_2 \Rightarrow 1420$
 Perdida 1180 → caída hacia Zona 1000 pts. Fin ciclo

NIKKEI 225 (29330)

$R_1 \Rightarrow 32000$ $R_2 \Rightarrow 34700$
 Posible final onda 5
 Alto riesgo caída 20.800

SHANGHAI COMPOSITE (3595)

Ruptura 3700 → 4080 TOP
 Perdida 3.300 → 3000

MSCI WORLD GROWTH (4809)

Rango distribución TOP 4980-4600
 Perdida de 4400 → alto riesgo de caída a 3.900

GOLD (1816)

Soporte relevante 1676-1580
 Rango oscilación 1650-1800
 Ruptura 2100 inicio vally zone 3.500\$

PETROLEO BRENT (79\$)

Ruptura 85\$ muy peligroso por subida a 120\$ → IIR y nuevo rango 100-80
 Caída por debajo 65 → Soporte muy relevante abre camino +45

EURUSD (1,1302)

Rango 1,20 - 1,12 con objetivo de caída a 1,05.
 Resistencia alista 1,18

TIPOS BCF 0%
 Joven...

FED

QE ∞ + manejo expectativas
 TAPERING y volatilidad QE
 ⇒ continuación PER

USA Bono 10Y (1,64)

$R_1 \Rightarrow 1,80\%$ $R_2 \Rightarrow 2,10\%$
 Tiempo deuda TOP 2/2,10
 Perdida 1,40 → 1,14
 Largo plazo → 0,50%

BUND (-0,10%)

Entrada al 0% → 0,15%
 Perdida de -0,40% → pasará a -0,60%

BITCOIN (46840)

Superar 70.000 → 100.000
 Perdida 40.000 → 30.000
 con objetivo 13.000\$ →

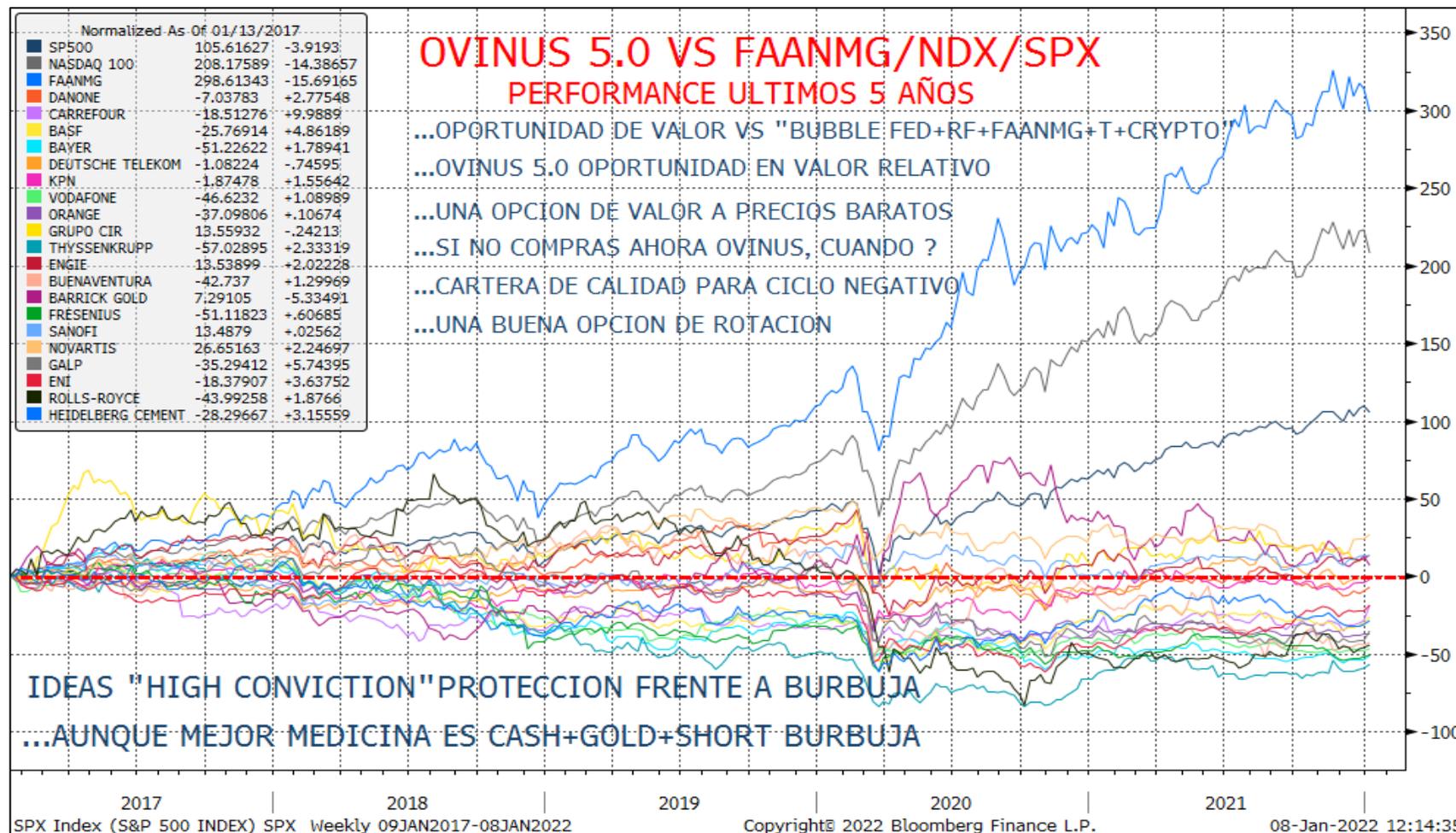
DEUTSCHE TELEKOM 16,5 → 30€
 KPN → 2,77 → 4€
 VODAFONE 114 → 180€
 BARRICK → 18,7 → 32\$
 01 → 0,72 BRL → 2,30 BRL

ZGZ 5/1/2022 10,37h

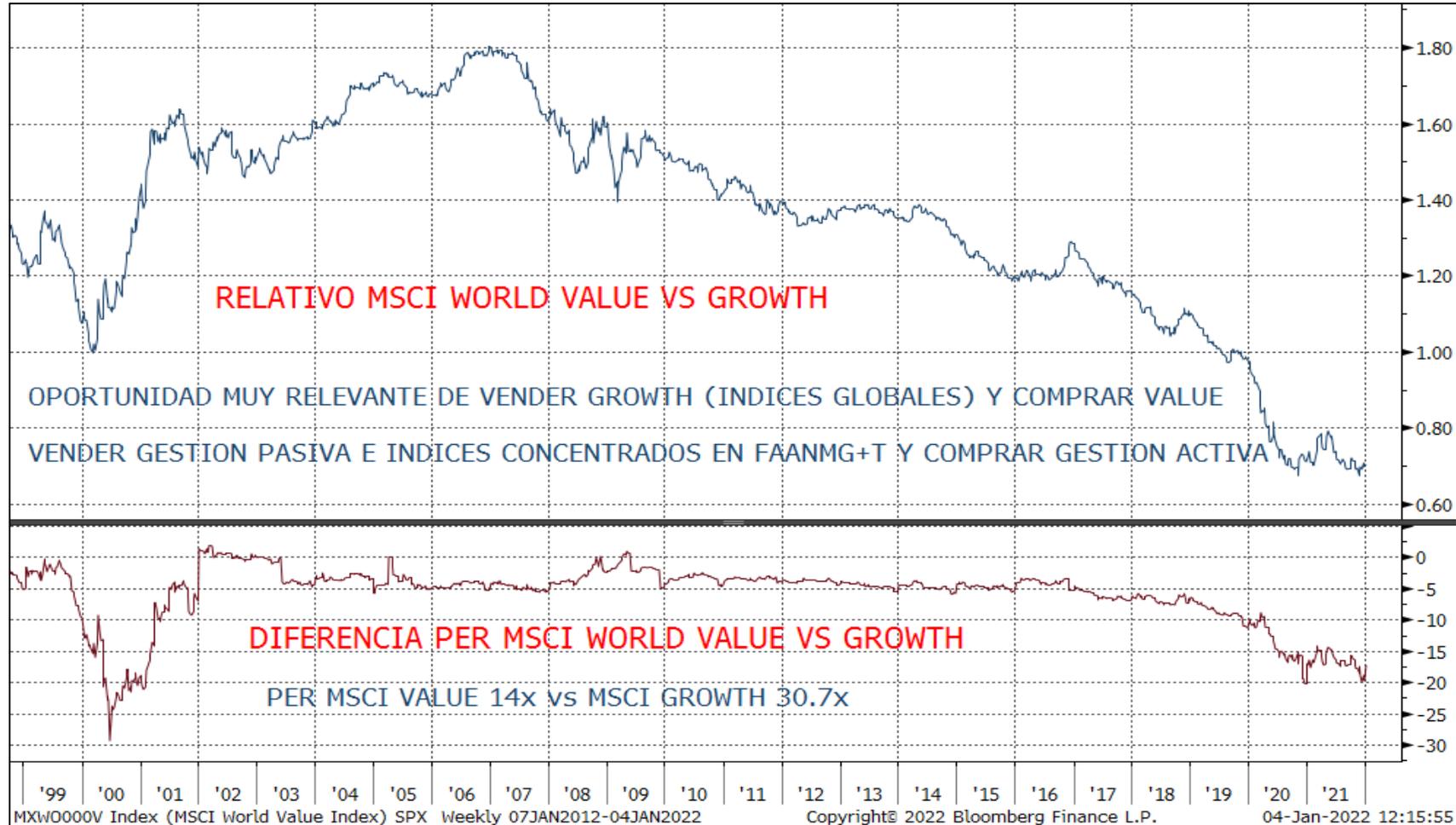
Tesis de Abante Pangea sobre contracción futura de PER que justifica una severa corrección de la bolsa americana, la he querido reflejar de una forma sencilla en el gráfico donde se puede ver que estamos en niveles de PER Shiller parecidos a la burbuja de 2000 pero con un efecto intervención en tipos de interés de la FED que ha generado una “burbuja de renta fija” con los corporate BAA Moodys en el 3,3% vs 8,5% en 2000 y sobre todo ahora con unas magnitudes macro que como pueden ver hacen de este PER actual un autentico “PER Burbuja No Sostenible”.



OVINUS 5.0 son algunos valores en los que está invertido Abante Pangea y otros estarán a medida que vayan entrando por precio. Valores grandes con negocios solidos, que generan FCF, con mucho valor oculto, con pocas expectativas reflejadas en cotización y un precio muy atractivo vs valoración normalizada. Si tuviera que estar invertido si o si, por tipo de fondo, en RV creo que es una cartera de calidad a precios únicos que en relativo los próximos 5Y puede batir tanto a índices europeos como americanos, que creo que caerán de manera severa.



No sólo creo que estar corto de bolsa americana puede ser muy rentable y beneficiarse de esa potencial caída, sino también creo que hay que estar invertido largo en valores “value” que estén a precios baratos frente al exceso de la temática growth y evitar el riesgo “concentración” en pocos valores (FAANMG+T) que componen el grueso de la inversión global y pasiva donde han sido trasvasados los clientes de renta fija en el mundo TINA. Hay para mi una oportunidad clara de rotar hacia “value” ahora que la diferencia de PER growth-value es de 16 puntos.



La necesidad de financiar una globalización descompensada entre Kapital y Trabajo, unido a un mayor envejecimiento que pone en crisis de financiación el Estado de Bienestar de Occidente, ha hecho que tengamos que pasar desde hace muchos años a un estadio de crecimiento económico menor subvencionado con deuda que es comprada por los bancos centrales y que se ha convertido en impagable. Los efectos de la demografía y digitalización aún están empezando con lo que la "trampa de deuda" asegura una menor "g" y menor "PER".

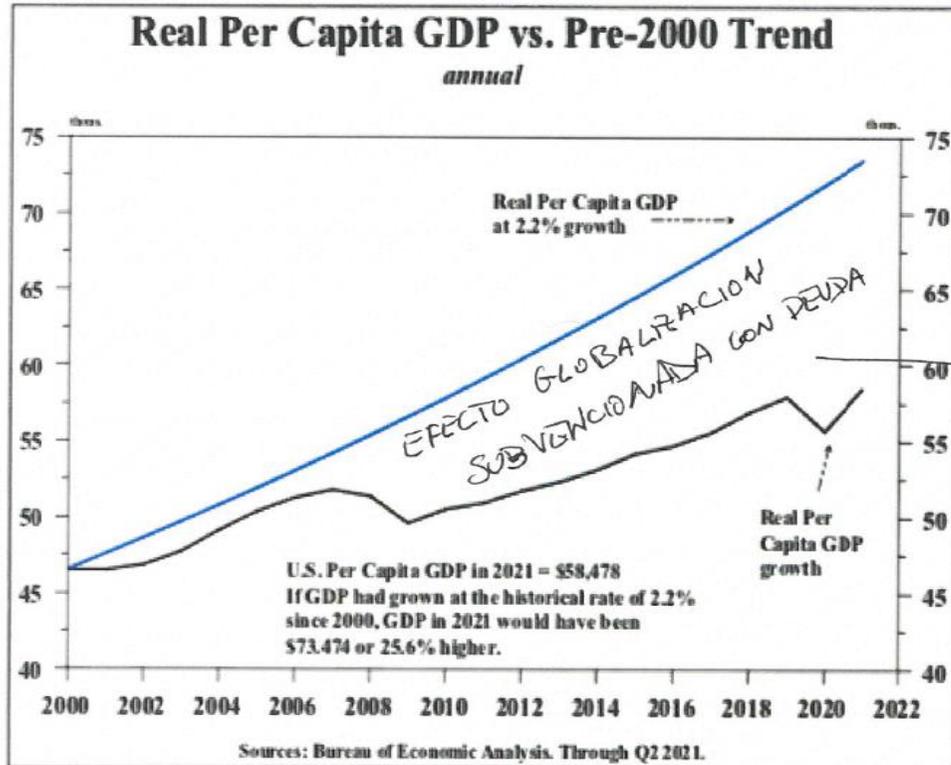
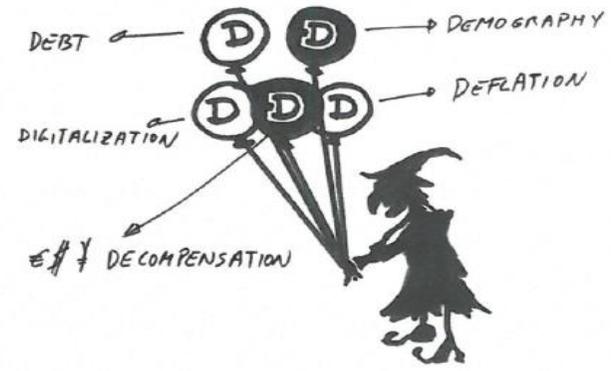


Chart 2

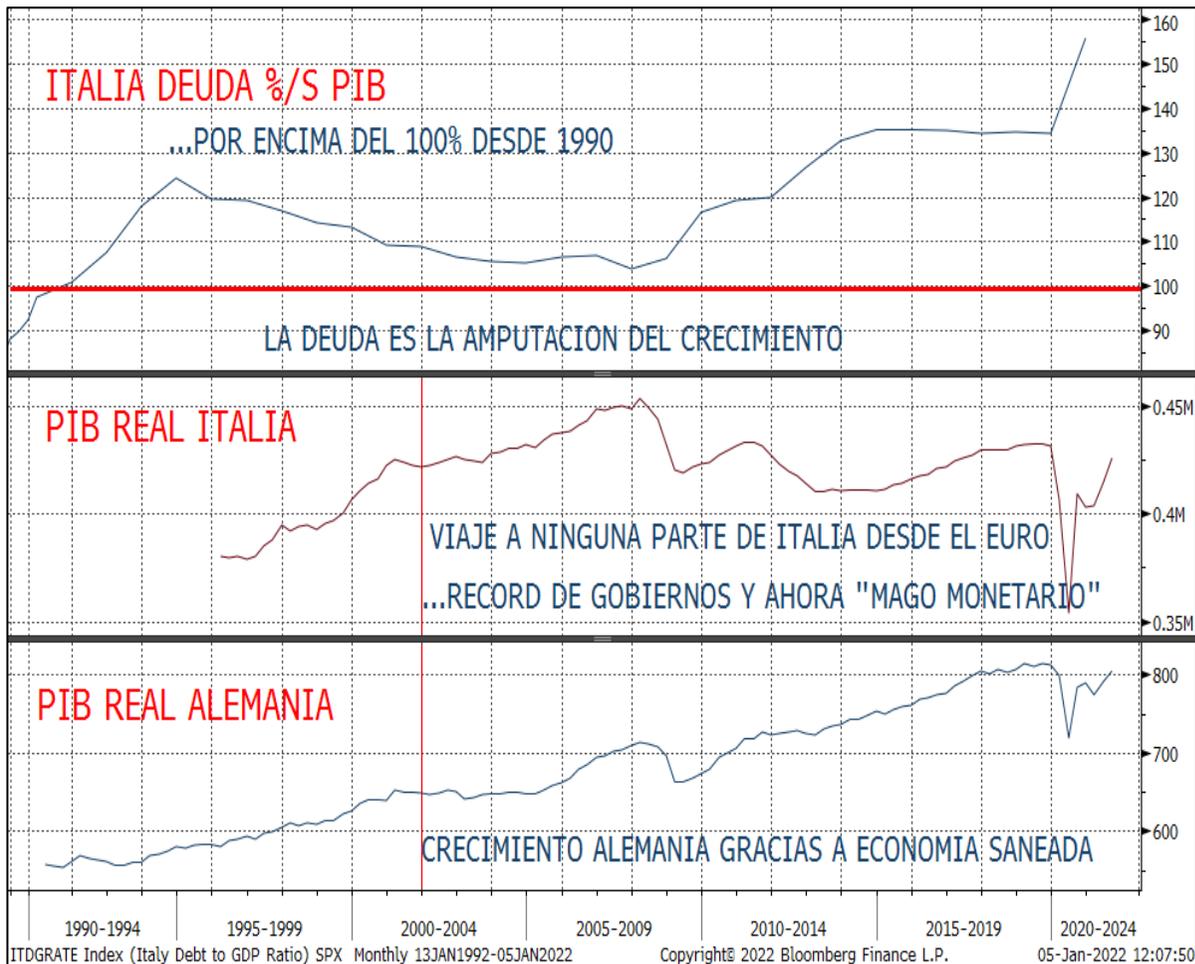


LA DEUDA ES LA AMPUTACION DEL CRECIMIENTO

TRAMPA DE DEUDA Y DILEMA FED + BCE

- * IF $IPC \uparrow$ → CAIDA PIB → CAIDA BTA → VUELTA A QE → RECONOCIMIENTO FALLO SISTEMA → STAGFLATION → COLAPSO PER
- * IF $IPC \downarrow$ → FED TAPERING → BONO 10Y 2/27 → ENTONCES PRESION DEFICIT → TIPOS MAS ALTOS → CAIDA DEMANDA → CAIDA PIB → CAIDA BTA → CRECIMIENTO BAJO → CAIDA G → MAS QE = CAIDA PER

Un ejemplo de errores del pasado y retos al futuro, y que pone de manifiesto que la “deuda es la amputación del crecimiento”, es Italia que lleva conviviendo con una deuda por encima del 100% desde 1990 y que su historia dentro del “euro” es un viaje a ninguna parte sin crecimiento. En el otro lado está Alemania donde una menor deuda ha permitido tener crecimiento aunque tenga retos demográficos importantes. Italia con una deuda impagable y condenada a vivir subvencionada del BCE, y ahora con la tasa de nacimientos mas baja desde 1861.



La suma del déficit público y cuenta corriente deja en USA una foto que es la máxima realidad a la que nos enfrentamos y que pone de manifiesto la debilidad de la moneda en la que se financia gran parte del mundo pero es obvio que no hay relevo ya que la “zombificación” de Europa y Japón es superior. Por otro lado China está muy lejos de ser una economía con una divisa creíble y “fiat currency”, en un mercado de divisas que estuviera abierto. La necesidad de financiar ese déficit hace inviable salir de la trampa de “tipos 0%” y subvención bancos centrales.



A la espera de que el petróleo de una tregua por debajo de los 60\$, la FED deben esperar para intentar normalizar o dar señales de reducir el balance de la FED (excesivo tal y como se ve en las operaciones repo overnight y que sólo alimenta la burbuja de activos), pero la realidad es que es un viaje a ninguna parte ya que el stock de deuda ya hace inviable que esta economía pueda soportar tipos por encima del 2/2,5% en el bono a 10Y sin causar una caída de la economía que haga necesario volver a hacer QE. 10Y bajará en largo plazo al 0,5/0%. "Corner de Deuda".



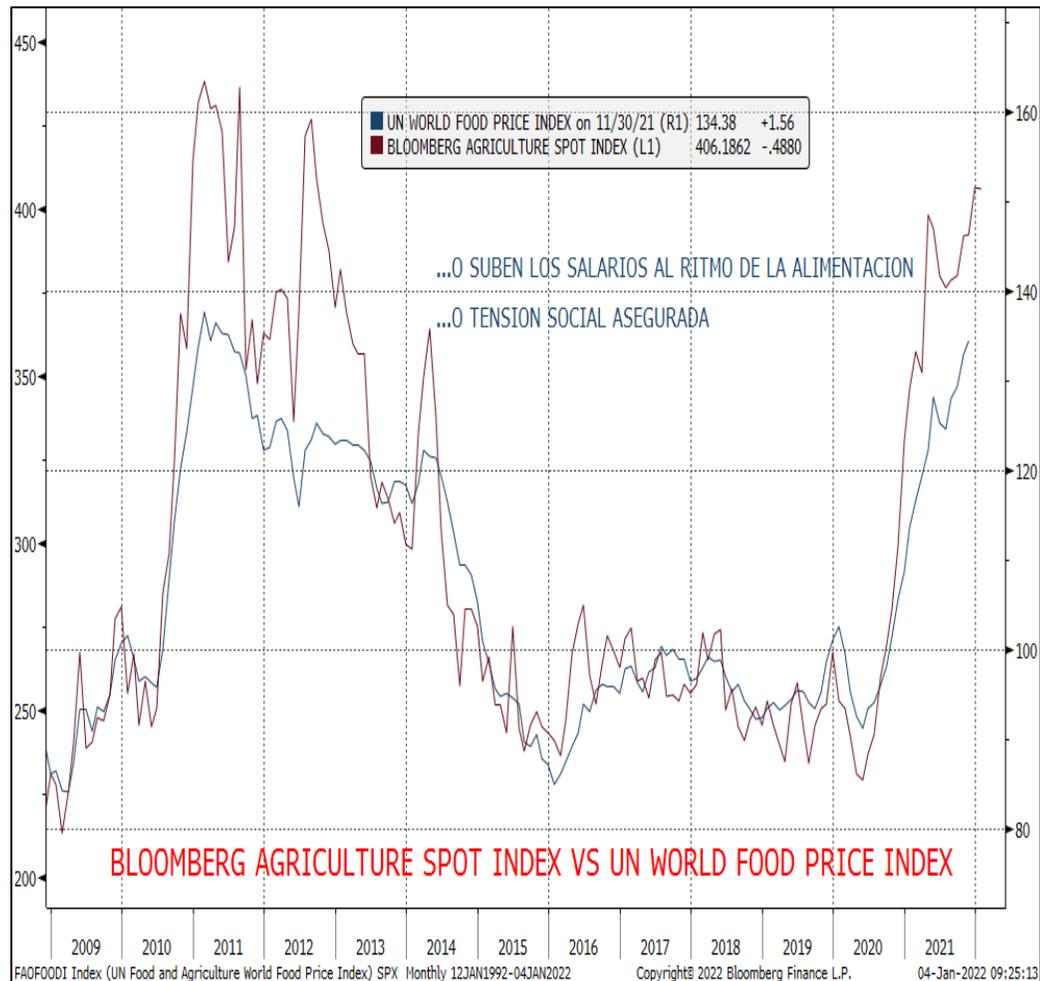
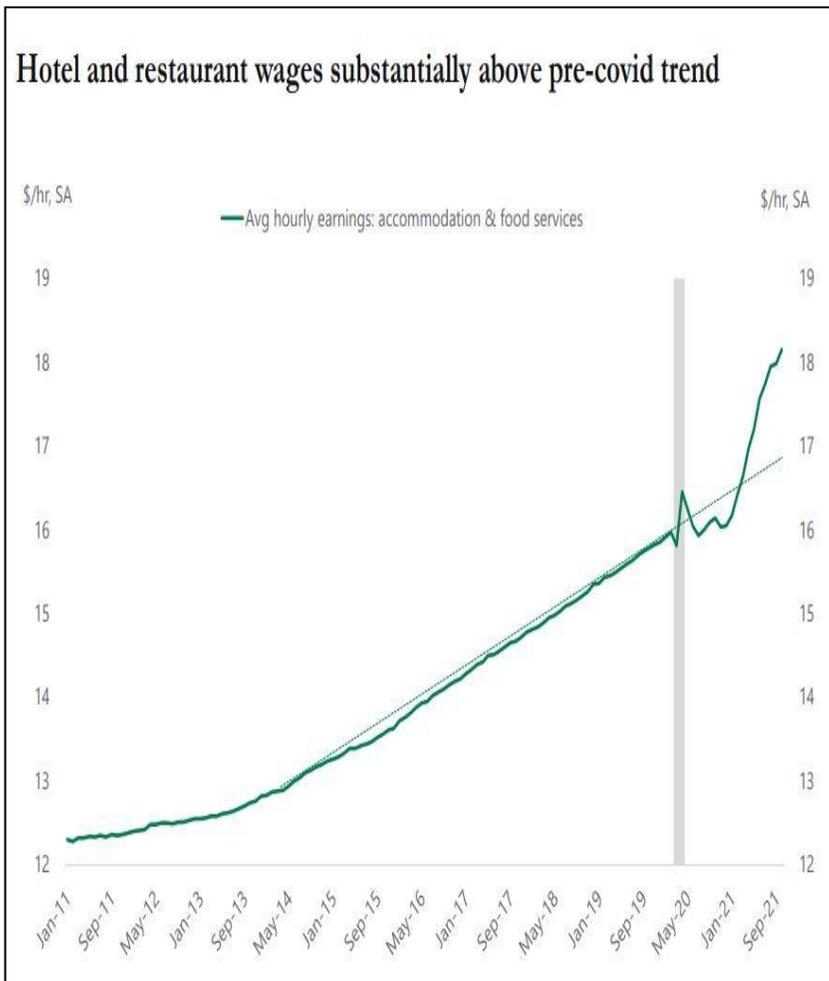
Ha sido un año negativo para el mercado de bonos y se ve una mayor volatilidad en los últimos años a medida que la yield de los bonos es mas baja y no corresponde con el crecimiento del PIB nominal sino con la intervención de los bancos centrales para que se pueda tener deuda a coste cero para financiar la economía. La yield del bono a 10 años se va a ir encontrando con techos en la medida en que la deuda sigue creciendo, este año si el bono llega a la zona del 2/2,5% creo que es una excelente oportunidad de compra ya que bajará en LP hacia el 0/0,5%.



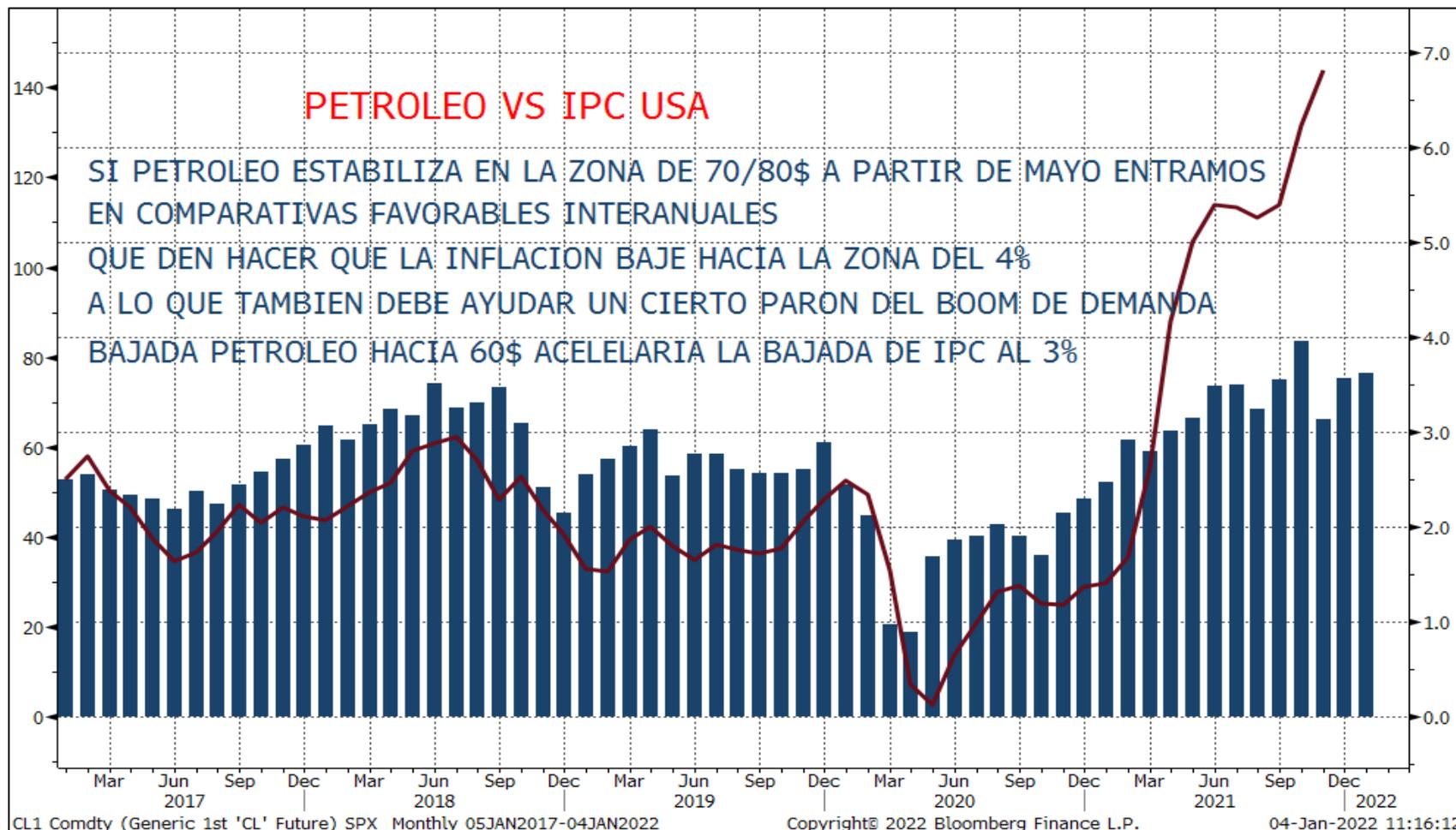
Las bases comparativas macro empiezan poco a poco a normalizar la realidad y la tasa de ahorro ha vuelto a niveles normales. La realidad de la macro es un escenario de menor demanda por una subida de precios que no son compensados con las subidas de salarios que está habiendo y se ve ya de forma clara una ralentización de demanda. Los niveles de déficit público elevados y la alta deuda hace inviable hacer un ajuste de los tipos de interés al alza y la clave es preguntarse no por el “tapering” sino por cuándo tendrá la FED que seguir haciendo QE.



La inflación alimentaria se ha unido a la subida de los precios de la energía generando una tensión social que pone en jaque a los gobiernos y que en algunos sectores está provocando subida de salarios que está haciendo que los márgenes caigan de forma relevante. Las subvenciones, en algunos casos no necesarias en segmentos de población de clase media, está haciendo que en USA haya escasez de mano de obra que es otro elemento muy importante a la hora de tener que subir los salarios y al final tener cifras de IPC que harán caer la demanda.



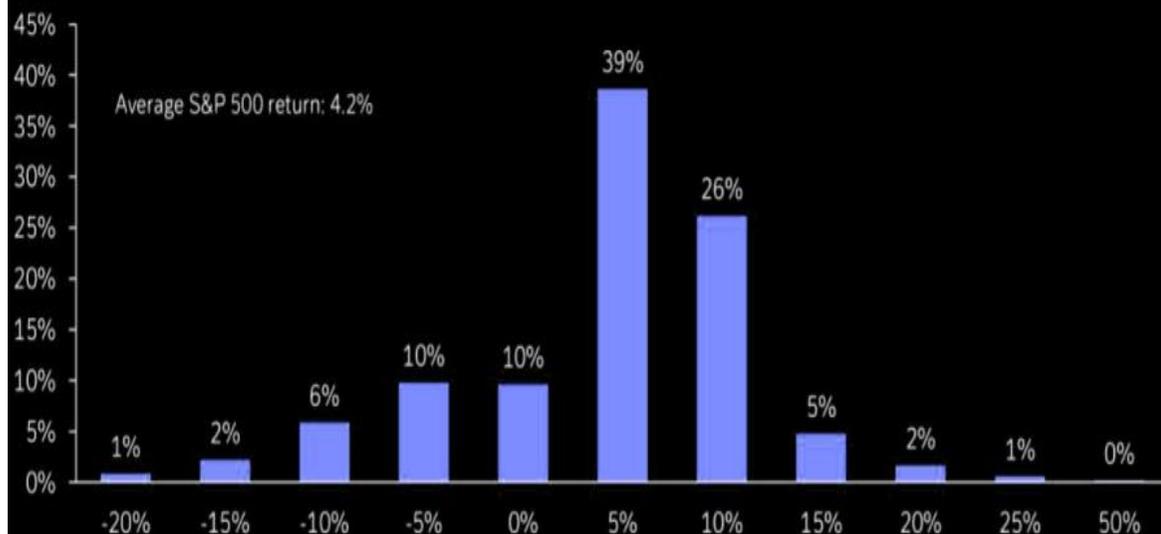
Es muy importante los próximos meses que el precio del petróleo se establezca en la zona de 70/80\$ ya que esto hará que por bases comparativas la inflación a partir de Mayo baje hacia la zona del 4%. Es evidente que una caída del petróleo rápida puede tener un efecto mayor pero la clave es que el petróleo no suba por encima de 80\$ ya que existen amplias probabilidades de que vaya hacia los 110\$ lo que provocaría una inflación que por si sola generaría una recesión que haría que la FED se encontrara con el dilema de “imprimir” con IPC del 7%.



Como no podía ser de otra manera el consenso de los estrategas para el precios del SP500 se sitúa para 2022 en una revalorización entre el 5/10% para el 75% de los analistas y quizás la novedad este año es que hay un 26% que opina que puede hacer entre plano y una caída del 10%. De la lectura de todos los años se puede ver que este dato, obligado de publicar y respetable a todas luces, tiene poco que ver con lo que pasa en la realidad y es que durante el año estas estimaciones se suelen mover a medida que el mercado se mueve al o a la baja.

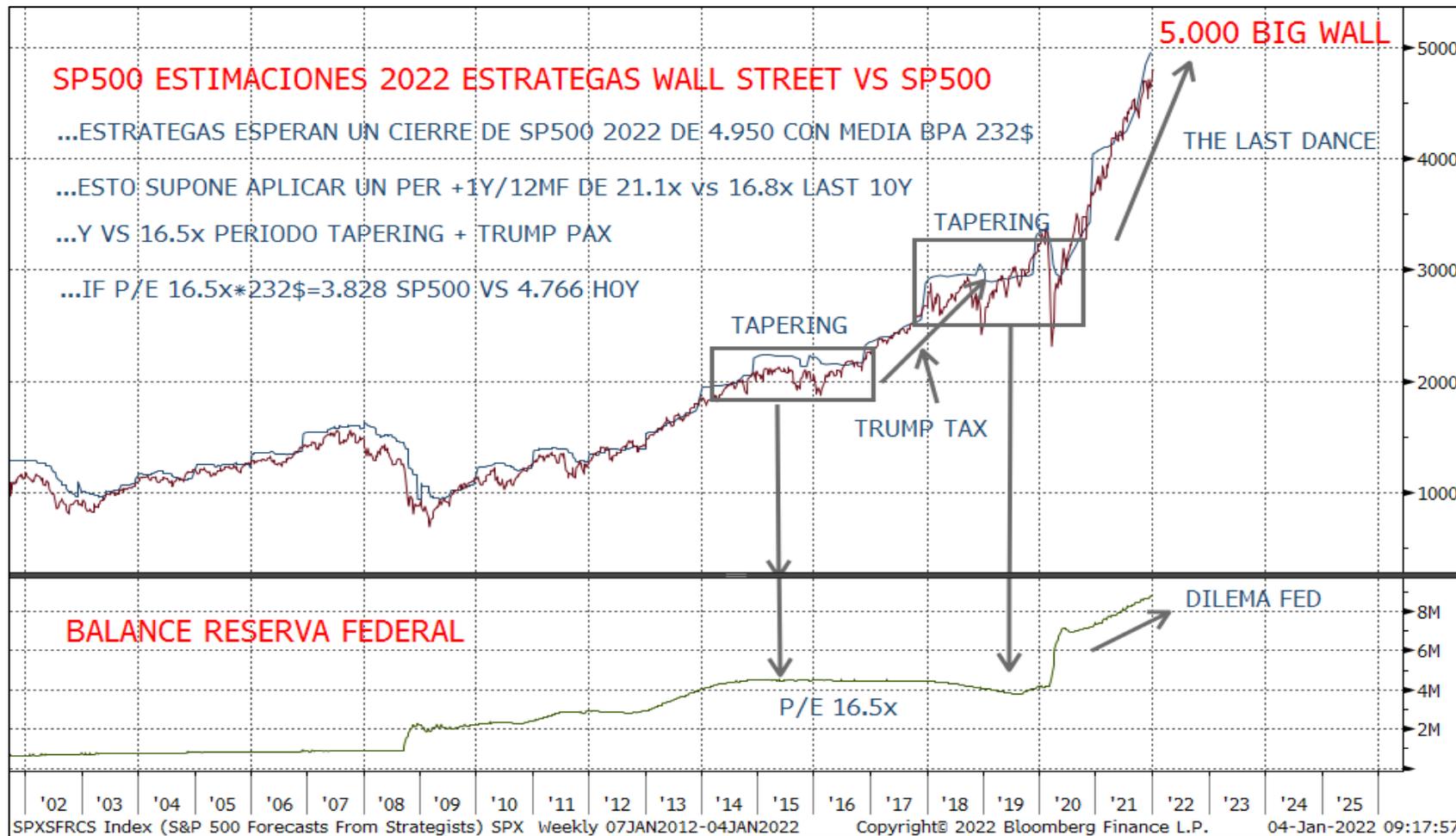
Figure 4: What will the S&P 500 return in 2022?

S&P 500 expectations were moderate, an average return of +4.2% in 2022 would be the third worst of the last decade, where the average return has been +14.6% a year if you include ytd numbers for 2021. 19% thought a negative return.



Firm	Strategist	2022 Close	2022 EPS
Bank of America	Savita Subramanian	4,600	\$220
BMO	Brian Belski	5,300	\$245
Barclays	Maneesh Deshpande	4,800	\$235
BNP Paribas	Greg Boutle	5,100	\$236.3
Cantor Fitzgerald	Eric Johnston	4,800	\$232
Citigroup	Scott Chronert	4,900	\$220.5
Cornerstone Macro	Michael Kantrowitz	4,600	\$230*
Credit Suisse	Jonathan Golub	5,200	\$235
Deutsche Bank	Binky Chadha	5,250	\$230
Goldman Sachs	David Kostin	5,100	\$226
Jefferies	Sean Darby	5,000	\$233
JPMorgan	Dubravko Lakos-Bujas	5,050	\$240
Morgan Stanley	Mike Wilson	4,400	\$245*
Ned Davis Research	Ed Clissold	5,000	\$218
Oppenheimer	John Stoltzfus	5,330	\$230
RBC Capital Markets	Lori Calvasina	5,050	\$223
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	5,000	\$237
Stifel Nicolaus	Barry Bannister		\$212
UBS	Keith Parker	4,850	\$242
Wells Fargo	Chris Harvey	4,715	\$238.1

Como se puede ver la línea azul es la media del consenso de los estrategas y la línea roja es el SP500 real. Se puede apreciar como la mayor parte del tiempo los analistas van persiguiendo con sus precios objetivos lo que dicta el mercado. La media para este año es 4,950 de precio de cierre para 2022 lo que supone pagar un PER de 21,1x que supone una prima de PER del 25% para un periodo en el que si o si habrá tapering y sino lo hay es porque hay recesión. Aplicando un PER16,5x de la época Tapering Trump + Rebaja Fiscal el target es 3,828.



La independencia, como todas las grandes palabras que denotan grandes actitudes, valores o ideologías, se manifiesta de muchas formas y dentro de las personas la interpretación de esas “palabras hiperbólicas” va cambiando a medida que las circunstancias exógenas o eventos personales van sucediendo. Les dejo estas palabras del CEO de una gran gestora como T. Row Price que se jubila e invita a los clientes a reducir riesgo y habla de la insostenibilidad de este periodo de especulación. Jubilación buen momento para hablar claro.

T. Rowe Price CEO Urges Investors to ‘Step Away From Risk:’ FT

By Chiara Remondini

(Bloomberg) -- T. Rowe Price Group CEO [Bill Stromberg](#), who is retiring at the end of the year, says investors should “step away from risk” to avoid being burned in increasingly speculative markets, according to an interview with the [Financial Times](#).

- Investors should not be overexposed to what has worked in the past year, or even 3 years: CEO
- “Over last two years there has been a way above-average amount of speculation,” Stromberg says to the FT, adding that “we’ve been in a cycle where there has been very free-form risk-taking”
- “Investors should remain disciplined,” he says. “I can’t tell you when that period of speculation will end, but it won’t be sustained”
- NOTE from July: [T. Rowe Price Names Sharps CEO as Stromberg Plans to Retire \(2\)](#)

TROW US Equity Graphic Dashboard»

Price 2D
\$ **195.29**

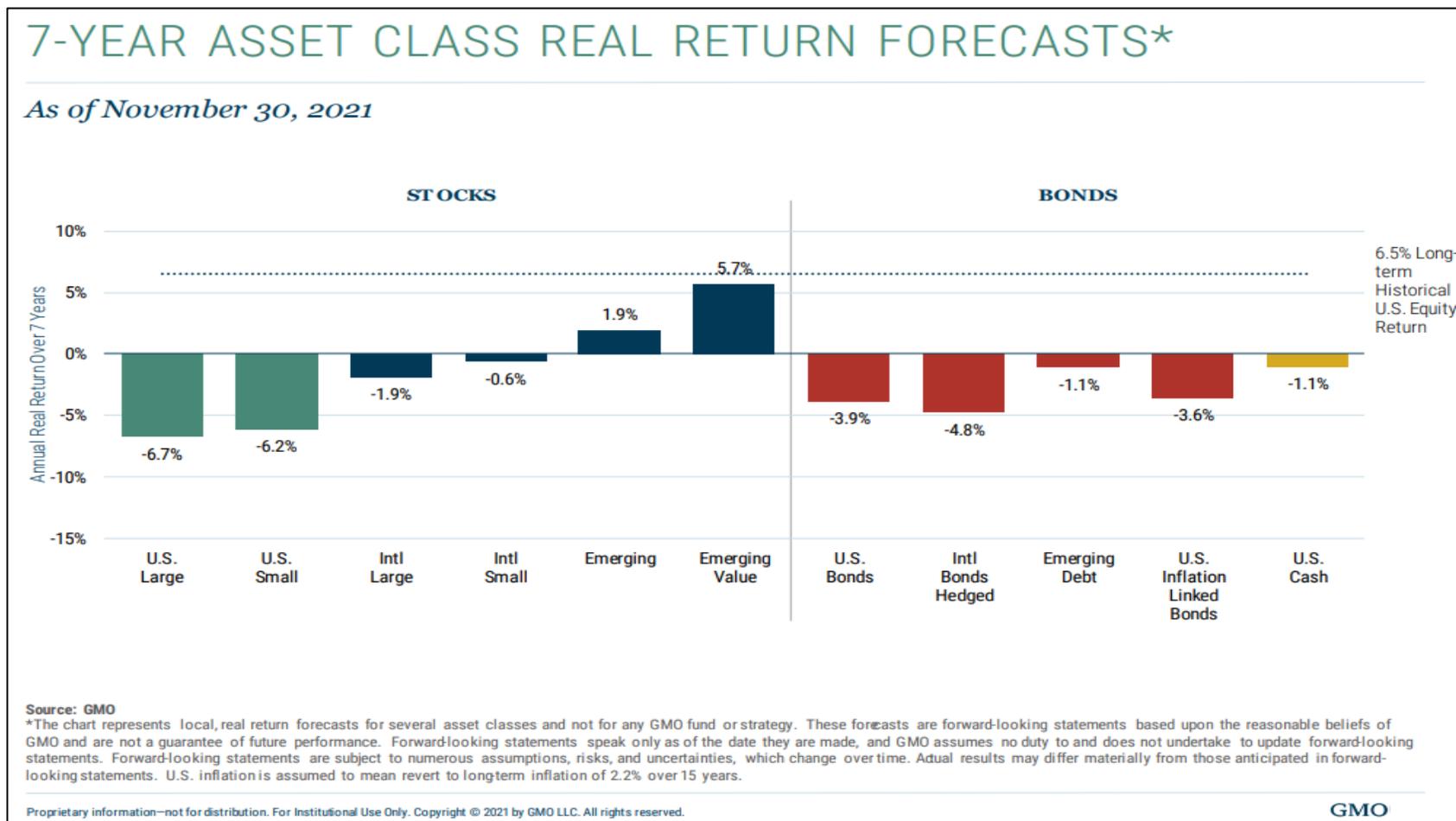


News Chart 5D
Volume



Sentiment

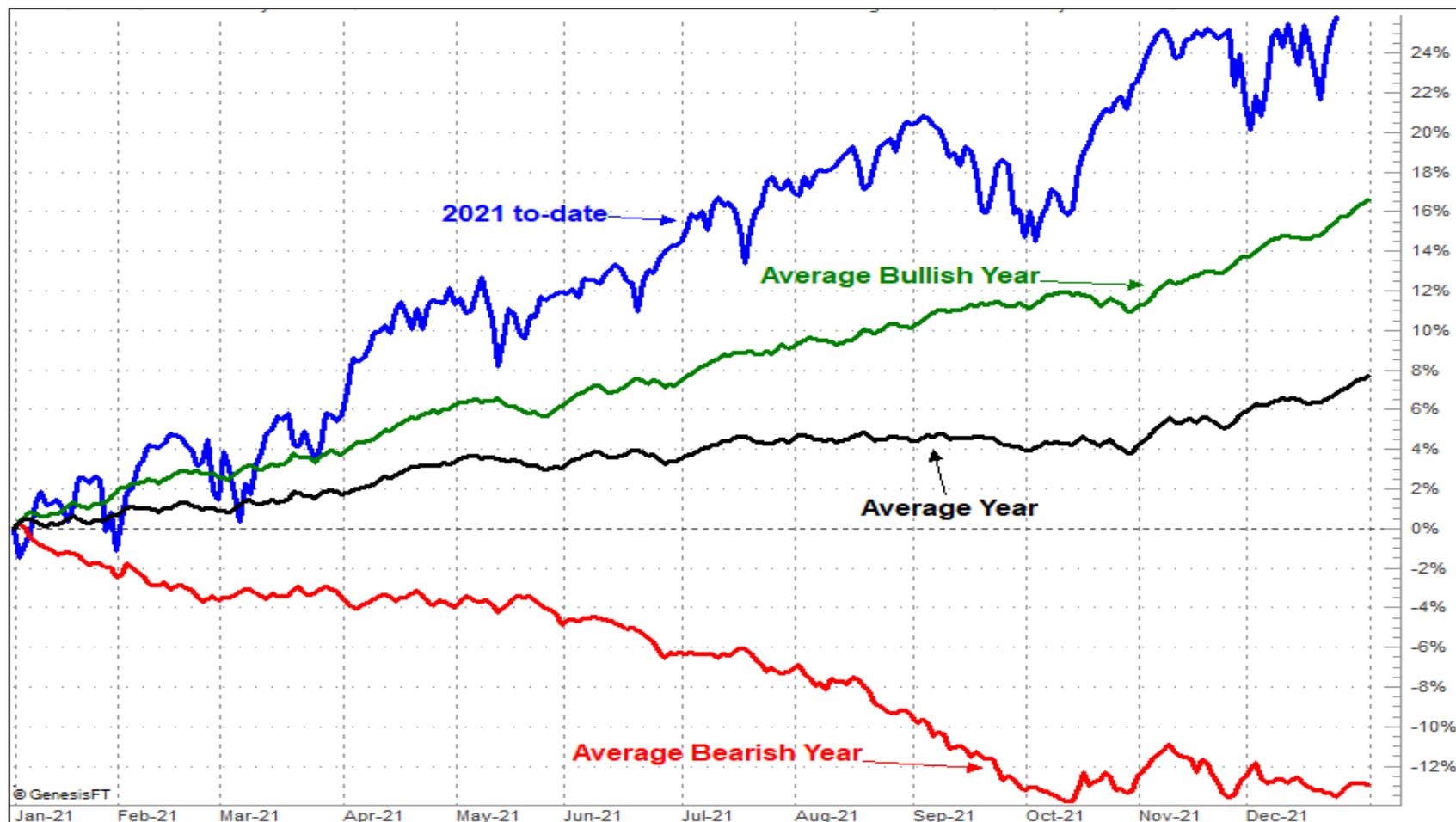
El modelo de predicción de retornos a 7 años de activos de GMO sigue marcando una rentabilidad anual negativa del 6,7% para los valores grande americanos y sólo ve rentabilidades positivas en bolsa emergente y especialmente en la parte “value”. Creo que como explico mas adelante nos enfrentamos a una década perdida de rentabilidad y por ello creo que después de este impresionante ciclo alcista, alimentado en parte por la liquidez de los bancos centrales, hay que reducir riesgo en los portfolios o cubrir con ventas call/compra puts.



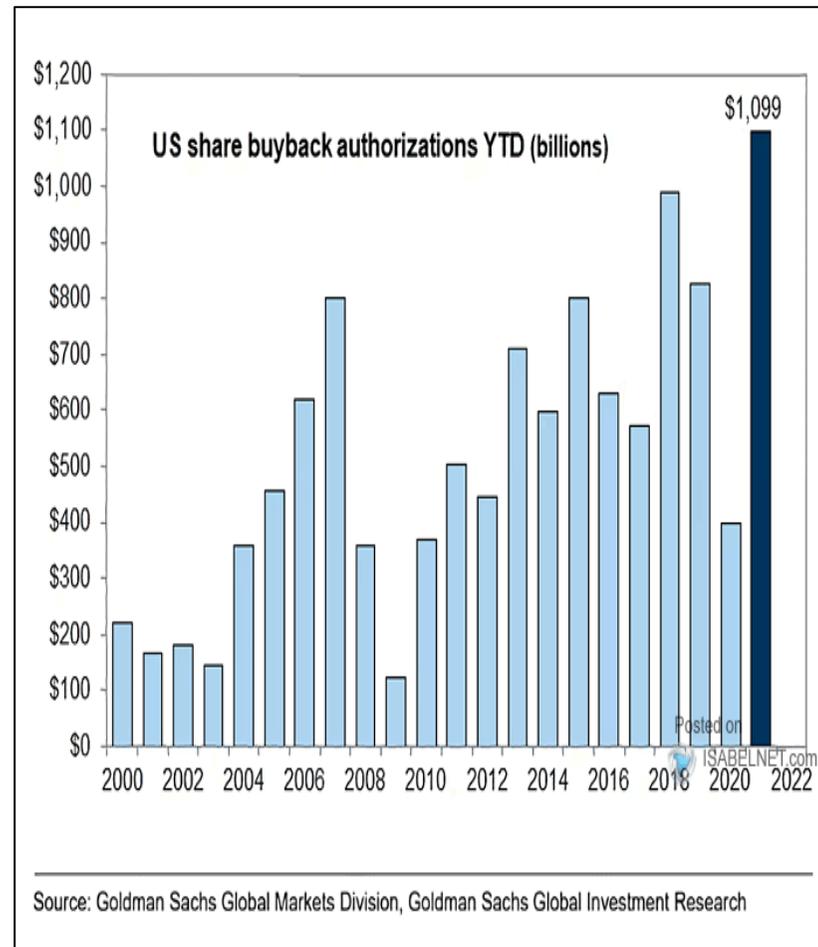
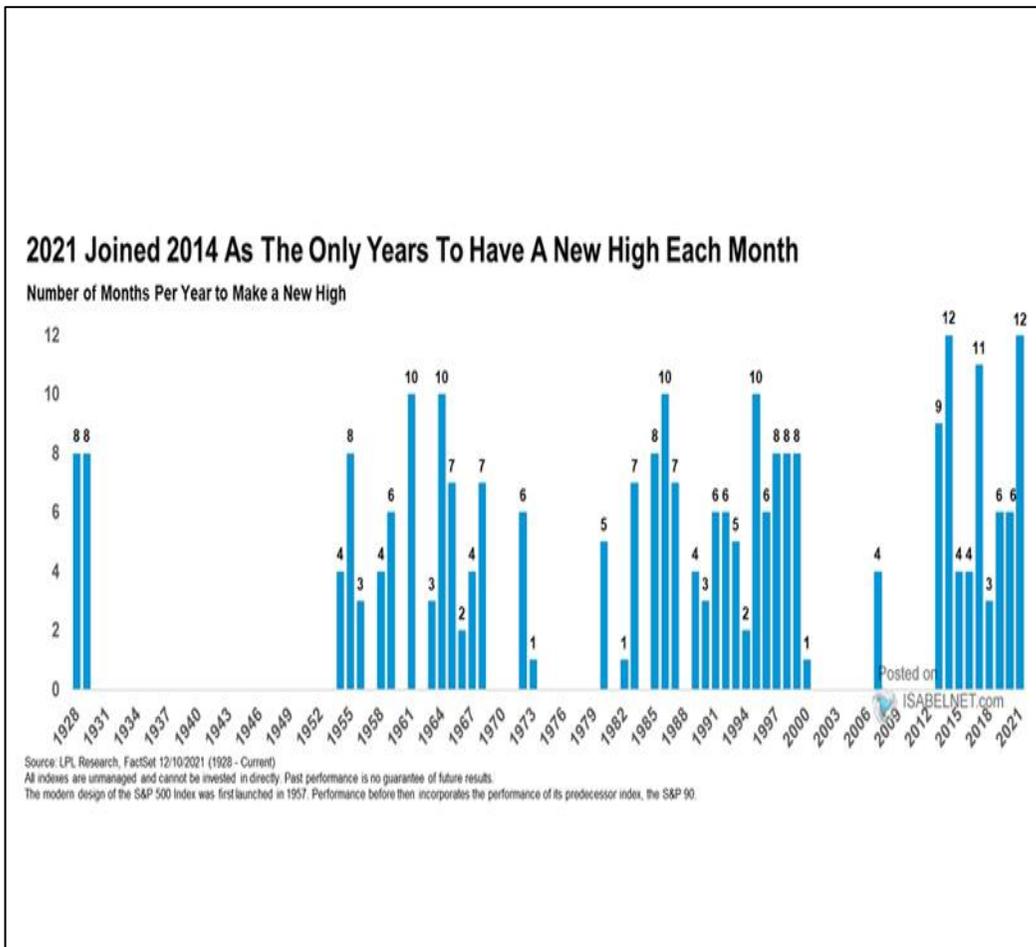
Los modelos de valoración, aplicando niveles de PER de largo plazo y tomando los beneficios en términos reales, muestran niveles de sobrevaloración muy en línea con la burbuja de 2000, y aunque a favor de este ciclo se puede argumentar que los beneficios son más sólidos, por el contrario este ciclo no hay alternativa de inversión en la renta fija aspecto que no sucedía en 2000 donde si no querías participar de la sobrevaloración del mercado podías comprar un bono al 6%. En contra de este ciclo también está la falta de regulación de las tech y pocos impuestos.



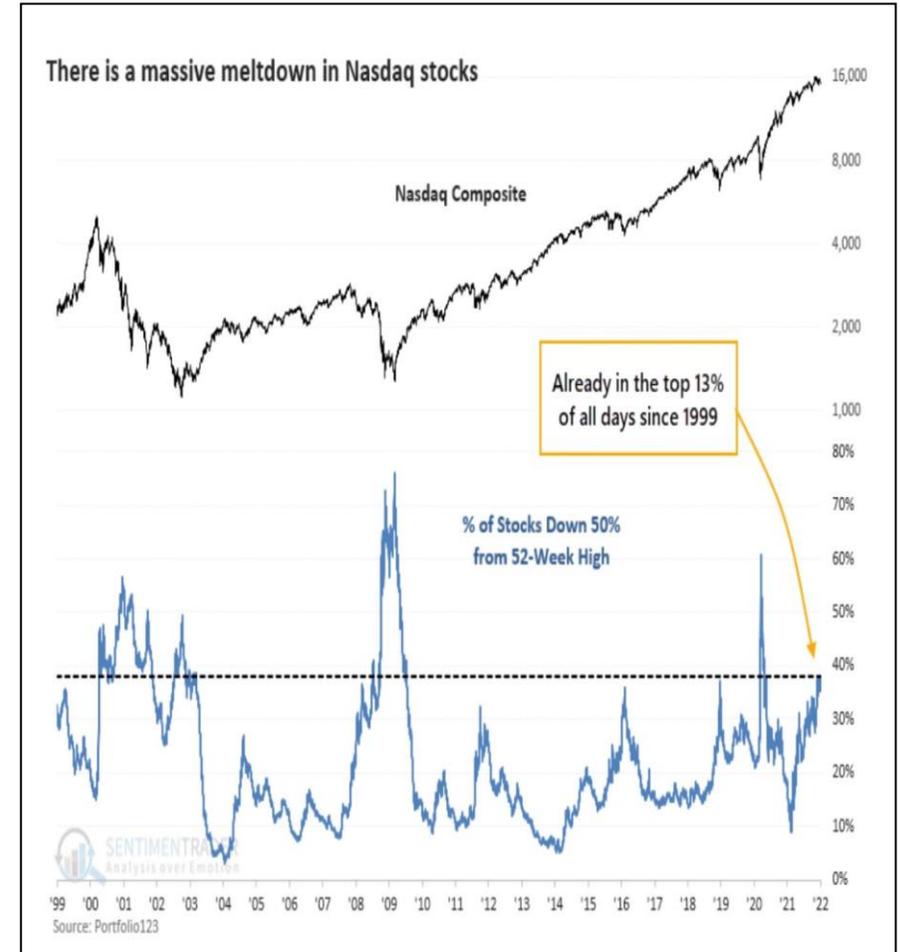
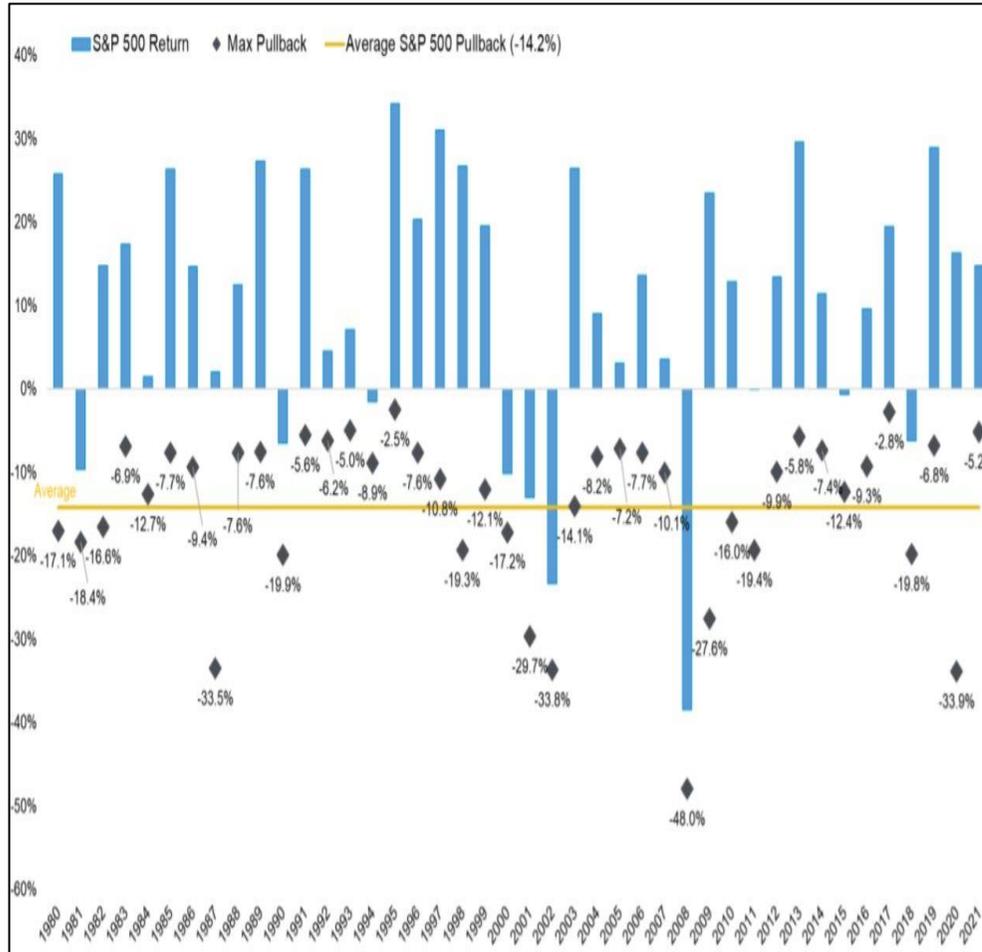
SP500 lleva un ciclo alcista de 13 años con una subida anual del 16% lo que es un ciclo extraordinario que no creo que se pueda extrapolar y ha superado con creces un año medio de bolsa que se sitúa en rentabilidad medias del 8%. Como pueden ver 2021 ha sido un año muy por encima de un año alcista que de media tiene una rentabilidad del 16,5%. Este ciclo en su segunda parte tiene un componente de expansión de PER artificial derivado del efecto de sobre expansión del balance de bancos centrales. No hay margen de seguridad próximos cinco años.



2021 ha sido un año que ha igualado el récord de 2014 de tener un nuevo máximo cada mes desde el año 1928, lo que pone de manifiesto lo excepcional de 2021 y en gran parte se debe a la enorme entrada de dinero vía gestión pasiva que ha batido todos los registros históricos y por otro lado por los niveles de recompra de acciones de las compañías que se ha situado por encima del trillón de dólares. Las condiciones monetarias han sido mantenidas a pesar de que los signos de exceso de liquidez y sobrevaloración de los mercado parecen claras.



Los niveles de “drawdown” medios del SPX desde 1980 en un año son del 14% y durante 2021 apenas se ha movido en un dígito medio. Por otro lado, el rally de mercado está sumamente concentrado en unos pocos valores grandes y hay divergencias claras tal y como se ve en el Nasdaq 100, donde a pesar de estar en máximos el porcentaje de valores que han caído un 50% desde los máximos de 52 semanas se sitúa en niveles del 40% lo que es una medida donde sólo se ha estado el 13% de los días desde 2000. Fondo de mercado no es sano.



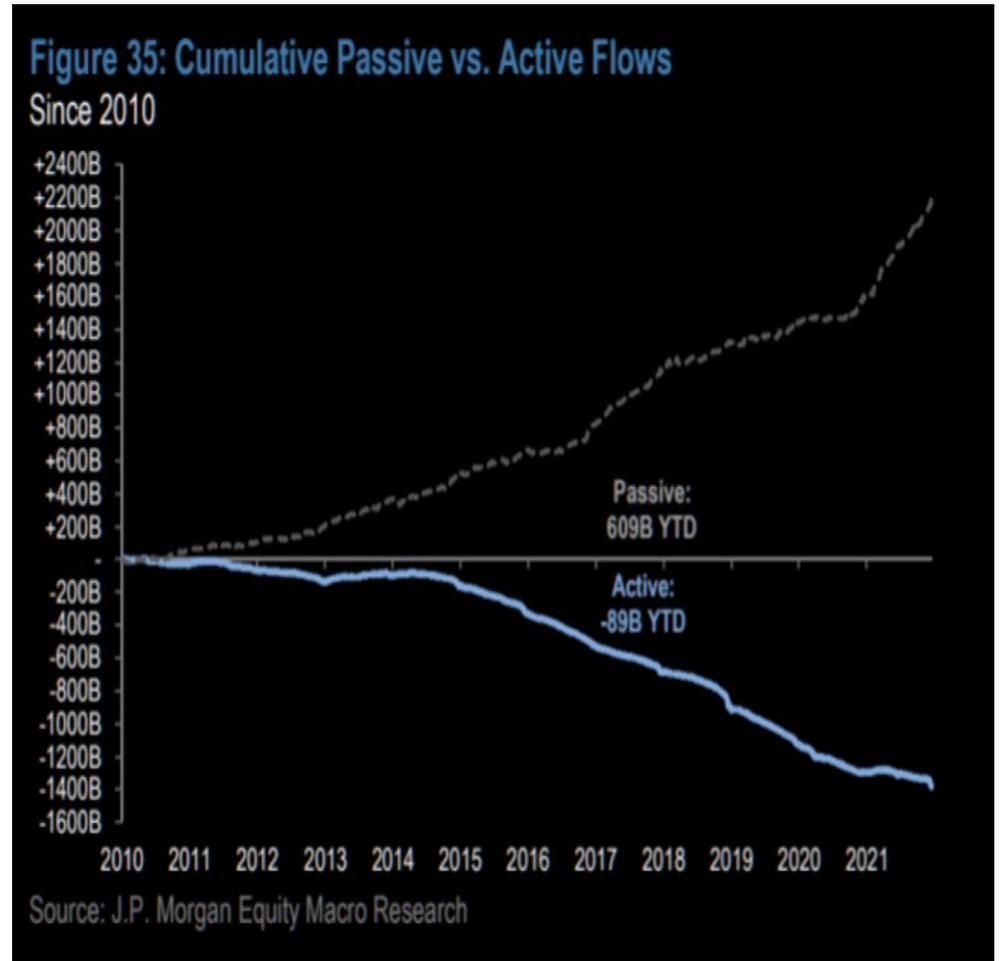
Un tercio de la rentabilidad de un índice tan global como el SP500, que se ha obtenido en 2021 (+27,7%), se explica por cuatro valores (Microsoft, Apple, Nvidia, Google y Tesla) lo que da idea del exceso de concentración y del potencial riesgo de caída de mercado ya que estos valores no están baratos y gran parte del precio de hoy se explica por las expectativas de beneficios del año 2025 pero no por las del año acabado, donde los multiplicadores son excesivamente elevados. No hay contemplado ningún riesgo a 2025 lo que es quizás un poco “sin sentido”.



La argumentación de que Europa está más barata que Estados Unidos sigue siendo válida ya que la diferencia de PER 12m F se sitúa en 5,8 puntos vs una media de los últimos 15 años de 3,5 puntos pero lo que si se produce en términos de igualdad es la concentración de rentabilidad del índice en muy pocos valores y la polarización de valoración entre sectores. La rentabilidad del 20,3% del Eurostoxx en 2021 se explica en un 62% por seis valores, y los tres primeros valores explican el 45%, rompiendo registros de concentración del SP500.



Durante este ciclo de mercado monetario, se ha producido una salida acumulada de los fondos de gestiona activa de más de 1Tr \$ y entradas en fondos de gestión pasiva indicados de 2,2 Tr \$. Esta polarización de los activos ha retro alimentado que los valores FAANMG+T pesaran cada vez más en índices y que en los gestores activos la diferencia de performance haya sido enorme. La entrada de dinero extranjero en bolsa USA es otro buen ejemplo de la indexación global de todos los inversores que ahora tiene el riesgo muy concentrado lo que es peligroso.



En el mundo de tipos cero, se está produciendo multitud de movimientos corporativos liderados en su mayor parte por los fondos de capital riesgo. Esto está teniendo un efecto curioso que pone de manifiesto las divergencias de valoración en algunos sectores donde se producen operaciones corporativas. Un buen ejemplo son las telecoms donde los private equity lanzan ofertas a multiplicadores que si los ponemos en las que no quieren vender activos habría precios muy por encima de las cotizaciones. Renovables es otro ejemplo, miren Engie.

Private Equity bids in European Telecoms (2019-21)

Target	Date of announcement	Equity Value	Enterprise Value	EV / EBITDA AL	EV / OpFCF AL
Telecom Italia	November 2021	10,785	34,222	5.8x	15.2x
T-Mobile NL	September 2021	5,100	5,100	8.7x	17.8x
KPN	April 2021	12,600	18,414	7.9x	16.4x
Euskaltel	March 2021	1,965	3,465	11.0x	30.1x
Telecolumbus	December 2020	415	1,834	8.1x	24.0x
TalkTalk	October 2020	1,236	2,055	7.1x	11.6x
Masmovil	June 2020	3,000	5,294	8.3x	15.3x
United Group	March 2019	-	2,568	8.7x	24.0x

Source: SG Cross Asset Research/Equity

Si PEquity paga esto en el mundo de tipos "0%" entonces las "telecoms" no necesitadas de monetizar activos deberían valer:

KPN → 4€ vs 2,77€ hoy

DTE → 25€ vs 16,5€ hoy

ORANGE → 16€ vs 9,45€ hoy

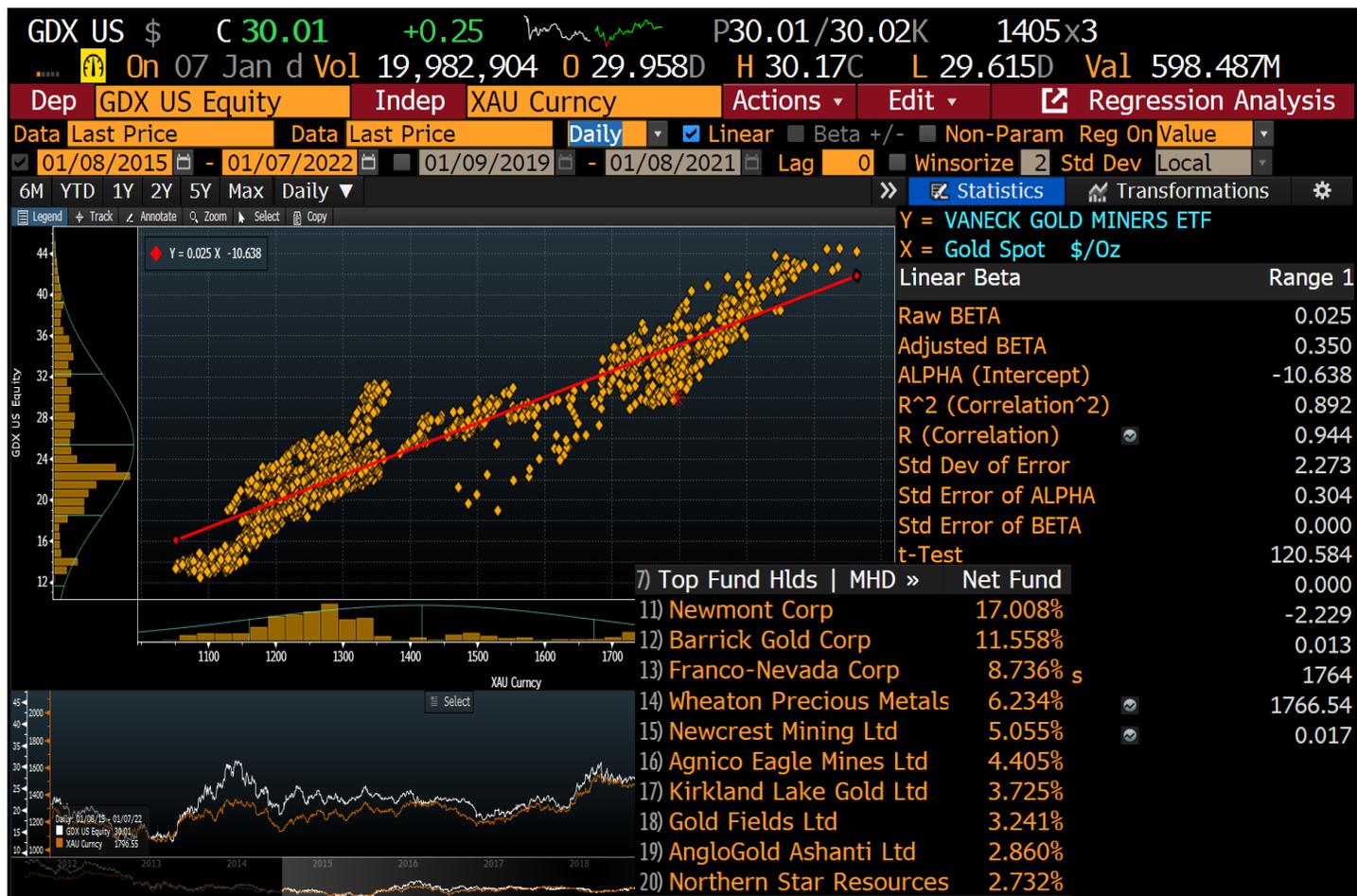
VODAFONE → 1807 vs 114p hoy

y recuerden el caso de Telecom Italia que tanto hemos hablado y en queda margen para subir precio de la opa a 0,50€ hasta?

En este mundo atrapado por la bruja de las "5D", que acabará por tener un sistema fallido, creo que existe todavía una oportunidad de comprar oro aunque las nuevas generaciones están más en las criptomonedas. Para mi, sigue siendo una opción de valor clara que se puede transaccionar en cualquier lugar del mundo y que en el rango 1,550/1,800\$ se puede seguir acumulando ya que creo que en el momento que caigan los mercados y las crypto fallen, podemos ver el oro iniciando un largo rally hacia los 6,000\$ desde los 1,850\$ actuales.

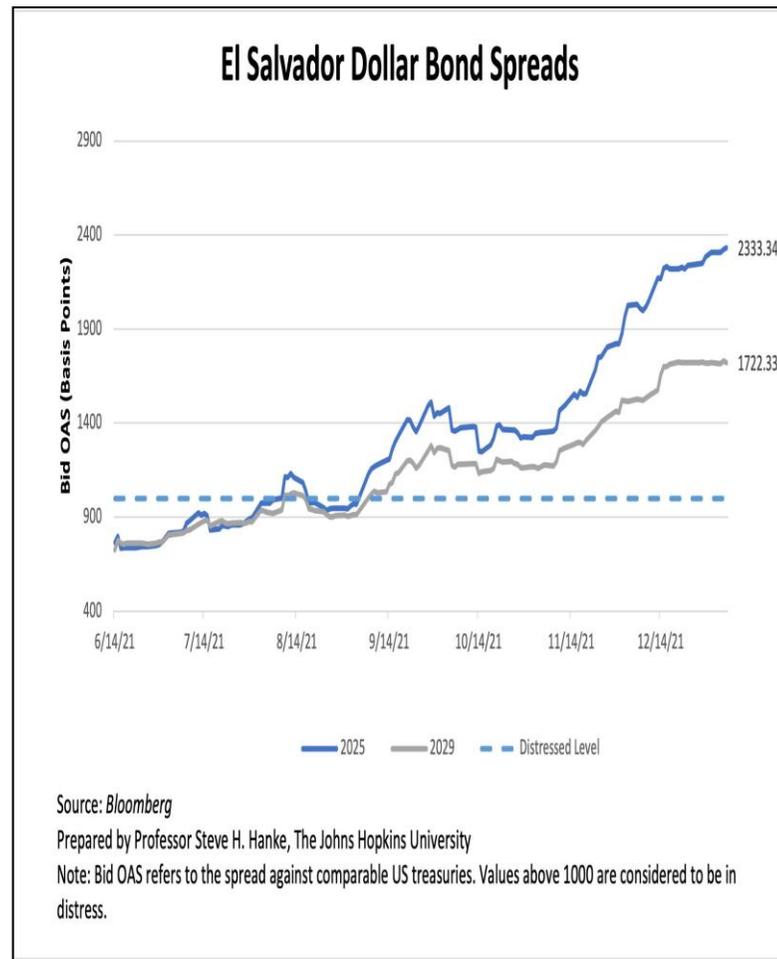


El ETF GDX que replica el NYSE Arca Gold Miners Index, y cuyos componentes son las grandes mineras de oro con los pesos que ven abajo, tiene una correlación muy importante con el precio del oro y es una buena forma de jugar la temática aunque con mayor volatilidad que oro físico. Les he dejado el modelo de correlación con la fórmula para que puedan hacer sus análisis de sensibilidad a los precios objetivos que ustedes tengan. Para Barrick Gold ($y=0,017x-7,362$) con lo que ahora que está a 18\$ si creen en el oro hay que ir acumulando si oro cae.



Y=0,025x-10,638		
ORO	GDX	% SUB/BAJ
600	4,4	-86%
800	9,4	-70%
1.000	14,4	-54%
1.200	19,4	-38%
1.400	24,4	-22%
1.600	29,4	-6%
1.819	31,4	0%
1.900	36,9	17%
2.000	39,4	25%
2.200	44,4	41%
2.400	49,4	57%
2.600	54,4	73%
2.800	59,4	89%
3.000	64,4	105%
3.200	69,4	121%
3.400	74,4	137%
3.600	79,4	153%
3.800	84,4	169%
4.000	89,4	185%
5.000	114,4	264%
6.000	139,4	344%

Bitcoin se encuentra en una fase correctiva interesante ya que la pérdida de los 40,000 \$ sería una señal técnica muy negativa que haría testear el “super soporte” de los 30,000 \$ cuya ruptura abriría las puertas del infierno para la crypto que podría bajar a los 10,000\$. China ha sacado nuevas restricciones lo que ha tenido cierto impacto y más que puede tener. Como pueden ver Nayib Bukele, Presidente de El Salvador, se está quedando un poco sólo en su sueño de que su país sea el paraíso de las crypto tal y como se ve en los spread del país. Ojo al H-C-H.



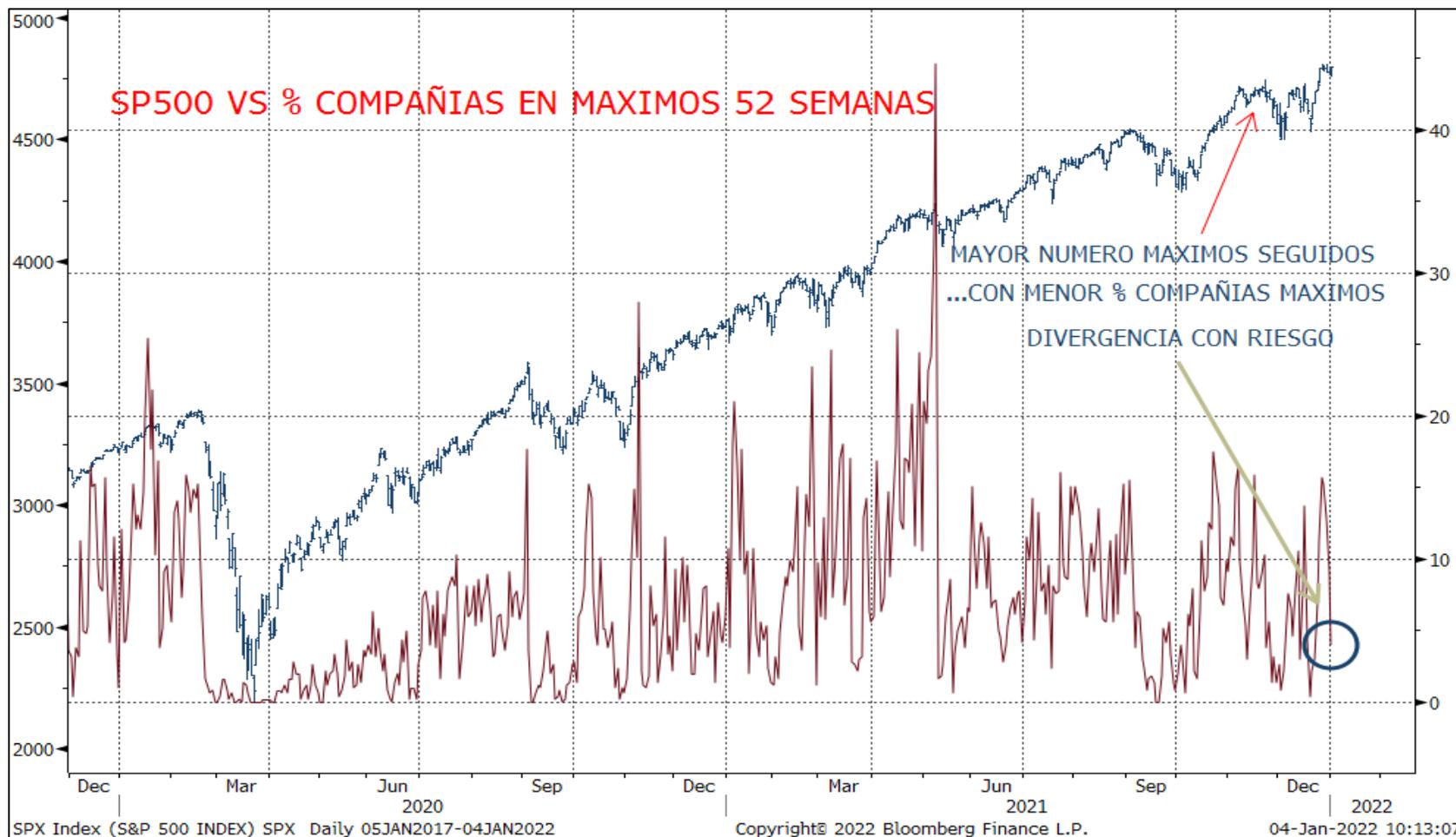
El mercado se enfrenta a grandes temas de aquí al 2,022, no sé el día ni la hora pero sigo manteniendo acorde con los modelos de valoración, ajustados al alza para no quedarme perma-bearish, que la zona de pivote del SP500 debe estar en la zona 3,700/3,200. No sé si el mercado hará la ronda final "melt-up" hacia la zona de los 5,000 puntos pero creo que los bancos centrales están en un callejón sin salida y tendrá sus consecuencias en mercado con una caída de expectativas y caída de múltiplos de valoración. Probablemente vengan años que serán "década perdida"



Pangea cree que existen compañías muy baratas en Europa (OVINUS 5.0) con free cash-flow real que cotizan a múltiplos FCF yield del 7% y que hay que comprarlas, y dado el entorno de deuda y débiles pilares económicos esta posición se cubre con el índice que está más caro, y lo caro son las expectativas de ventas y beneficios de las FAANMG+T. Como pueden ver abajo miren los incrementos de ventas y BPA que el mercado descuenta y vean el PER de 2021 y 2025, verán que ya está todo metido en el precio y que la expectativa puede no ser real.

EL COMPONENTE EXPECTATIVAS EN NASDAQ 100 DESPUES DE UN SUPER CICLO DE BENEFICIOS											
PRECIO	PRECIO	% SUB/BAJ 5Y	%NDX	VENTAS 21	VENTAS 25	INC % 25/21	BPA 2021	BPA 2025	INC % 25/21	PER 2021	PER 2025
MICROSOFT	336	441%	10,9%	168.088	296.454	76%	7,8	14,7	87%	42,9	22,9
APPLE	177	513%	10,8%	365.817	461.641	26%	5,6	6,5	16%	31,6	27,4
GOOGLE	2.897	265%	8,0%	209.495	364.503	74%	116,2	207,6	79%	24,9	14,0
AMAZON	3.334	344%	7,5%	472.053	841.993	78%	56,9	150,9	165%	58,6	22,1
TESLA	1.056	2372%	6,0%	51.135	124.572	144%	6,3	17,8	185%	169,0	59,3
NVIDIA	294	1002%	4,2%	16.675	46.576	179%	2,0	8,0	295%	145,5	36,9
META	336	192%	3,4%	117.644	217.023	84%	15,1	25,6	70%	22,3	15,1
ADOBE	567	451%	2,1%	15.756	26.350	67%	12,5	23,5	89%	45,5	24,1
NETFLIX	602	387%	2,0%	29.713	49.647	67%	11,2	27,2	143%	53,8	22,1
PAYPAL	188	378%	1,8%	25.751	51.887	101%	4,6	10,0	116%	40,8	18,9
CISCO	63	110%	1,6%	49.818	61.618	24%	2,7	4,2	56%	23,6	15,1
COMCAST	50	46%	1,6%	115.494	132.429	15%	3,2	5,3	67%	15,7	9,4

La subida de los mercado en la última parte del año 2021 ha venido marcada por amplias divergencias y el 100% de la subida del último trimestre del Nasdaq 100 ha venido dada por (Tesla, Nvidia, Apple y Microsoft). Hemos ido haciendo máximos de forma continúa pero el porcentaje de compañías en máximos se sitúa en niveles muy bajos lo que es un indicador de potencial riesgo a corto plazo donde se puede producir una corrección severa ya que los valores que han liderado las subidas se encuentran en niveles de sobrecompra notables.



El índice SOX de semiconductores ha tenido un comportamiento excepcional pero pueden ver que se encuentra fuera del segundo canal alcista de corto plazo en escala logarítmica y una caída del 20% del índice solo le devolvería a la parte alta del canal alcista principal. La mayor parte de los índices de tecnología muestran ya todas las expectativas positivas posibles y los niveles de valoración no dan ni un margen al fallo ya que son exigentes para la parte del ciclo en la que nos encontramos donde ya se ha producido la explosión de beneficios.



Modelo de SP500 sigue presentando sobrevaloración clara ya que exige una doble expansión de PER y BPA (beneficio por acción). Para 2022 el consenso estima un BPA de 226 puntos que es un +48,6% vs 2019, año de no pandemia. Comprar ahora en 4,766 puntos supone asumir que en 2,022 la parte de márgenes no va a empeorar y que los impuestos seguirán bajos. Tomando el PER mínimo medio que cada año desde 1996 hace el SP 500 supondría para 2,022 aplicar 16,5x a 226 puntos lo que da 3,729 puntos vs 4,766 actuales.

SP500	REAL EPS	Y/Y %	PER (PRICE EARNINGS RATIO)					SP 500 PRICE			P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
			15	17	19	21	23	MIN	MAX	AVG			
1.996	39		585	663	741	819	897	598	757	670	15,3	19,4	17,2
1.997	44	11,9%	655	742	829	916	1.004	737	984	872	16,9	22,5	20,0
1.998	44	0,0%	655	742	829	917	1.004	928	1.242	1.084	21,3	28,4	24,8
1.999	50	14,7%	751	851	952	1.052	1.152	1.212	1.469	1.325	24,2	29,3	26,5
2.000	55	9,8%	825	935	1.045	1.155	1.265	1.265	1.527	1.428	23,0	27,8	26,0
2.001	42	-23,1%	634	718	803	887	972	966	1.374	1.195	22,9	32,5	28,3
2.002	46	8,4%	687	779	871	962	1.054	777	1.173	995	16,9	25,6	21,7
2.003	54	18,1%	812	920	1.028	1.137	1.245	801	1.112	964	14,8	20,5	17,8
2.004	65	20,6%	979	1.109	1.240	1.370	1.501	1.063	1.214	1.131	16,3	18,6	17,3
2.005	74	12,9%	1.105	1.252	1.399	1.547	1.694	1.138	1.273	1.207	15,4	17,3	16,4
2.006	86	16,1%	1.283	1.454	1.625	1.796	1.967	1.224	1.427	1.310	14,3	16,7	15,3
2.007	81	-5,8%	1.208	1.369	1.530	1.691	1.852	1.374	1.565	1.477	17,1	19,4	18,3
2.008	54	-33,2%	807	915	1.022	1.130	1.237	752	1.468	1.221	14,0	27,3	22,7
2.009	58	7,0%	864	979	1.094	1.209	1.324	677	1.128	948	11,7	19,6	16,5
2.010	82	42,2%	1.228	1.392	1.555	1.719	1.883	1.023	1.260	1.140	12,5	15,4	13,9
2.011	93	14,1%	1.401	1.587	1.774	1.961	2.148	1.099	1.364	1.268	11,8	14,6	13,6
2.012	99	5,9%	1.484	1.682	1.879	2.077	2.275	1.258	1.466	1.379	12,7	14,8	13,9
2.013	106	7,4%	1.594	1.806	2.019	2.231	2.444	1.426	1.848	1.643	13,4	17,4	15,5
2.014	112	5,6%	1.684	1.908	2.133	2.357	2.582	1.742	2.091	1.931	15,5	18,6	17,2
2.015	109	-3,0%	1.633	1.851	2.068	2.286	2.504	1.868	2.331	2.061	17,2	19,6	18,9
2.016	109	0,3%	1.638	1.857	2.075	2.294	2.512	1.829	2.272	2.094	16,7	20,8	19,2
2.017	126	15,0%	1.884	2.135	2.386	2.638	2.889	2.239	2.690	2.448	17,8	21,4	19,5
2.018	151	19,9%	2.259	2.560	2.861	3.163	3.464	2.351	2.931	2.746	15,6	19,5	18,2
2.019	152	0,8%	2.276	2.580	2.883	3.187	3.490	2.448	3.240	2.912	16,1	21,4	19,2
2.020	122	-19,3%	1.837	2.082	2.327	2.572	2.817	2.237	3.756	3.218	18,3	30,7	26,3
2.021 E	209	70,6%	3.134	3.552	3.970	4.388	4.806	3.701	4.793	4.273	17,7	22,9	20,4
2.022 E	226	8,2%	3.391	3.843	4.295	4.747	5.200						
2.023 E	248	9,6%	3.718	4.214	4.709	5.205	5.701						
2.024 E	263	6,0%	3.941	4.466	4.992	5.517	6.043						
Average											16,5	21,6	19,4

SP500	REAL EPS	Y/Y %
1.996	39	
1.997	44	11,9%
1.998	44	0,0%
1.999	50	14,7%
2.000	55	9,8%
2.001	42	-23,1%
2.002	46	8,4%
2.003	54	18,1%
2.004	65	20,6%
2.005	74	12,9%
2.006	86	16,1%
2.007	81	-5,8%
2.008	54	-33,2%
2.009	58	7,0%
2.010	82	42,2%
2.011	93	14,1%
2.012	99	5,9%
2.013	106	7,4%
2.014	112	5,6%
2.015	109	-3,0%
2.016	109	0,3%
2.017	126	15,0%
2.018	151	19,9%
2.019	152	0,8%
2.020	122	-19,3%
2.021 E	209	70,6%
2.022 E	226	8,2%
2.023 E	248	9,6%
2.024 E	263	6,0%

El TAA (Termómetro Autónomo Alcista) lo cree para intentar "auto destruir" mi visión bajista de la bolsa americana y adopto una posición intelectual alcista para valorar la racionalidad del mercado. El modelo se basa en la pata de los beneficios en dar credibilidad al consenso de largo plazo y tomo el 2023, en la pata del PER tomo lo más alcista posible de esta "nueva era económica" que es tomar el PER +3y medio de los últimos cinco años antes de la pandemia (exuberancia monetaria + regalo fiscal Trump). Sin prima daría 3,571 punto vs 4,766 actuales. Si utilizará el PER +3y medio de los últimos 5 años (14,4x) antes de la pandemia y le metiera una prima del 20% el modelo daría 4,285. Y todo esto es tomando el BPA de 2,023 con lo que más crédulo de mercado no se puede ser.

MODELO ALCISTA PER 2023 "FE CIEGA ABSOLUTA BPA" TERMOMETRO AUTONOMO ALCISTA PER +3Y AVG 5Y PRE-COVID EN FASE "FESTIVAL MMT" PER +3Y AVG DESDE FEBRERO 2015 HASTA FEBRERO 2020 14,4x PRECIO SP 500 HOY 4,766				
PRIMA PER VS EPOCA QE∞	PER OBJETIVO	EPS 2023	PRECIO OBJETIVO SP500	POTENCIAL
0	14,4	248	3.571	-25,1%
5%	15,1	248	3.750	-21,3%
10%	15,8	248	3.928	-17,6%
15%	16,6	248	4.107	-13,8%
20%	17,3	248	4.285	-10,1%
25%	18,0	248	4.464	-6,3%
30%	18,7	248	4.643	-2,6%
35%	19,4	248	4.821	1,2%
40%	20,2	248	5.000	4,9%
45%	20,9	248	5.178	8,6%
50%	21,6	248	5.357	12,4%
55%	22,3	248	5.535	16,1%
60%	23,0	248	5.714	19,9%
65%	23,8	248	5.892	23,6%
70%	24,5	248	6.071	27,4%

SP500	REAL EPS	Y/Y %
1.996	39	
1.997	44	11,9%
1.998	44	0,0%
1.999	50	14,7%
2.000	55	9,8%
2.001	42	-23,1%
2.002	46	8,4%
2.003	54	18,1%
2.004	65	20,6%
2.005	74	12,9%
2.006	86	16,1%
2.007	81	-5,8%
2.008	54	-33,2%
2.009	58	7,0%
2.010	82	42,2%
2.011	93	14,1%
2.012	99	5,9%
2.013	106	7,4%
2.014	112	5,6%
2.015	109	-3,0%
2.016	109	0,3%
2.017	126	15,0%
2.018	151	19,9%
2.019	152	0,8%
2.020	122	-19,3%
2.021 E	209	70,6%
2.022 E	226	8,2%
2.023 E	248	9,6%
2.024 E	263	6,0%

En el modelo de Nasdaq 100 asumiendo como valido el BPA de 2,022 de 590 puntos que es +82% de crecimiento frente al año 2019 antes de pandemia y aplicando el PER mínimo medio desde el año 2001 que algún momento visita el índice tendríamos que aplicar 20,3x PER a 590 puntos lo que nos daría un objetivo de caída hasta el 11,977 vs 16,320 actuales, siempre que el consenso de 2,022 sea real. No existe mucho margen de seguridad en el modelo y aún siendo conservador todo apunta a una caída superior al 20% que Pangea debe aprovechar.

NDX	REAL EPS	Y/Y %	PER (PRICE EARNINGS RATIO)					NASDAQ 100 PRICE			P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
			15	17	19	21	23	MIN	MAX	AVG			
2.001	-15		-225	-255	-285	-315	-345	1.127	2.730	1.752			
2.002	26		385	436	488	539	590	804	1.675	1.168	31,3	65,3	45,5
2.003	36	40,7%	542	614	686	758	830	952	1.470	1.219	26,4	40,7	33,8
2.004	44	23,2%	667	756	845	934	1.023	1.304	1.627	1.465	29,3	36,6	33,0
2.005	53	18,3%	789	894	999	1.104	1.209	1.407	1.709	1.556	26,8	32,5	29,6
2.006	56	6,0%	836	948	1.059	1.171	1.282	1.452	1.820	1.656	26,0	32,6	29,7
2.007	73	30,2%	1.089	1.235	1.380	1.525	1.670	1.713	2.239	1.942	23,6	30,8	26,7
2.008	72	-1,2%	1.077	1.220	1.364	1.507	1.651	1.037	2.107	1.708	14,4	29,4	23,8
2.009	76	5,8%	1.139	1.290	1.442	1.594	1.746	1.044	1.879	1.494	13,8	24,8	19,7
2.010	118	55,2%	1.767	2.003	2.238	2.474	2.710	1.728	2.236	1.947	14,7	19,0	16,5
2.011	155	31,6%	2.325	2.635	2.945	3.255	3.565	2.038	2.430	2.294	13,1	15,7	14,8
2.012	159	2,5%	2.383	2.701	3.019	3.337	3.654	2.278	2.864	2.641	14,3	18,0	16,6
2.013	166	4,8%	2.497	2.830	3.163	3.496	3.829	2.661	3.592	3.047	16,0	21,6	18,3
2.014	193	15,7%	2.888	3.273	3.658	4.044	4.429	3.440	4.338	3.853	17,9	22,5	20,0
2.015	199	3,2%	2.981	3.379	3.776	4.174	4.571	4.016	4.719	4.437	20,2	23,7	22,3
2.016	214	7,9%	3.216	3.645	4.074	4.503	4.931	3.948	4.966	4.570	18,4	23,2	21,3
2.017	253	18,0%	3.796	4.303	4.809	5.315	5.821	4.864	6.513	5.757	19,2	25,7	22,7
2.018	323	27,6%	4.844	5.490	6.136	6.782	7.428	5.899	7.660	6.986	18,3	23,7	21,6
2.019	325	0,7%	4.880	5.531	6.181	6.832	7.483	6.147	8.778	7.627	18,9	27,0	23,4
2.020	340	4,4%	5.097	5.777	6.456	7.136	7.815	6.994	12.888	10.273	20,6	37,9	30,2
2,021 E	540	58,9%	8.098	9.178	10.258	11.337	12.417	12.299	16.573	14.488	22,8	30,7	26,8
2,022 E	590	9,2%	8.846	10.025	11.205	12.384	13.564						
2,023 E	666	13,0%	9.996	11.329	12.661	13.994	15.327						
2,024 E	720	8,0%	10.796	12.235	13.674	15.114	16.553						
Average											20,3	29,1	24,8

En Nasdaq 100, TAA asume BPA de 2023 de 666, y que supone multiplicar por 2,05x el BPA de 325 puntos de 2,019, y aplico una prima del 20% al PER +3y medio de los cinco años anteriores a la pandemia para poder auto destruir mi tesis bajista de la forma más agresiva y esto supone pagar un PER +3y 18,8x que aplicado a los 666 puntos da un Nasdaq de 12,507 puntos vs 16,320 actuales (-23,4%). Como pueden ver a los precios actuales el mercado está pagando una prima del 56% sobre un PER alcista de antes de pandemia. "0%" margen seguridad

MODELO ALCISTA NASDAQ PER 2023 "FE CIEGA NO REGULATION NO TAX" TERMOMETRO AUTONOMO ALCISTA PER +3Y AVG 5Y PRE-COVID EN FASE "FESTIVAL MMT" PER +3Y AVG DESDE FEBRERO 2015 HASTA FEBRERO 2020 15,6x PRECIO NASDAQ 100 HOY 16,320				
PRIMA PER VS EPOCA QE∞	PER OBJETIVO	EPS 2023	PRECIO OBJETIVO NDX 100	POTENCIAL
0	15,7	666	10.423	-36,1%
5%	16,4	666	10.944	-32,9%
10%	17,2	666	11.465	-29,7%
15%	18,0	666	11.986	-26,6%
20%	18,8	666	12.507	-23,4%
25%	19,6	666	13.029	-20,2%
30%	20,3	666	13.550	-17,0%
35%	21,1	666	14.071	-13,8%
40%	21,9	666	14.592	-10,6%
45%	22,7	666	15.113	-7,4%
50%	23,5	666	15.634	-4,2%
→ 55%	24,3	666	→ 16.155	-1,0%
60%	25,0	666	16.677	2,2%
65%	25,8	666	17.198	5,4%
70%	26,6	666	17.719	8,6%

NDX	REAL EPS	Y/Y %
2.001	-15	
2.002	26	
2.003	36	40,7%
2.004	44	23,2%
2.005	53	18,3%
2.006	56	6,0%
2.007	73	30,2%
2.008	72	-1,2%
2.009	76	5,8%
2.010	118	55,2%
2.011	155	31,6%
2.012	159	2,5%
2.013	166	4,8%
2.014	193	15,7%
2.015	199	3,2%
2.016	214	7,9%
2.017	253	18,0%
2.018	323	27,6%
2.019	325	0,7%
2.020	340	4,4%
2,021 E	540	58,9%
2,022 E	590	9,2%
2,023 E	666	13,0%
2,024 E	720	8,0%

La fiebre de las SPAC (Special Purpose Acquisition Company) parece que se ha reducido y el índice de estas compañías que salían a bolsa sin activos, sólo para captar dinero para luego comprar compañías, ha caído ya un 35%. Estos vehículos son una buena manifestación del tipo de mercado, financiado por la liquidez y la expansión de multiplicadores, ya que estas SPAC no crean que compran activos a precios baratos con margen de seguridad. La liquidez de los bancos centrales ha permitido este tipo de instrumentos y habrá que ver que pasa con Tapering.



Este mes dentro del capítulo de “ángeles caídos” les traigo Peloton Interactive, aquella compañía que en la pandemia multiplico por 5x ya que todos íbamos a comprarnos esas bicis tan caras para hacer spinning online e interactuar por una pantalla en redes sociales, etc. Bueno, la acción ya ha caído un 80% y es un buen ejemplo de ver que locura de expectativas se manejaban y la especulación. Ahora aún bajando un 80% cotiza a PER del año 2026 de 22,5x si BPA pasa a 1,59\$ desde perdidas de 2,7\$ en 2022 y si las ventas más que doblan. Uff ;;;



Los resultados que Tesla está presentando no tienen un “pero” y son excelentes, batiendo expectativas. Esto es un ejemplo de “ejecución excelente” pero “precio de la acción no excelente” y toda la excelencia de la ejecución de las operaciones está más que reflejado en el precio, mientras que nada de lo negativo está descontado. Pueden ver que si las ventas multiplican por 3x en 2025 cotiza a EV/EBITDA de 34x en 2026 y EV/Sales de 9x. Les recomiendo que lean lo que dijo el CEO de Sun Microsystems después de la burbuja de 2,000 y vean los múltiplos de Tesla.

TESLA	2.020	2.021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Precio	661	1056	1056	1056	1056	1056
EV	672.792	1.056.759	1.056.759	1.056.759	1.056.759	1.056.759
Ventas	31.536	51.327	72.926	91.825	107.586	123.969
%Chg		62,8%	42,1%	25,9%	17,2%	15,2%
EBITDA	4.884	11.082	15.883	21.484	26.226	30.809
%Chg		126,9%	43,3%	35,3%	22,1%	17,5%
BPA	0,7	6,2	8,8	11,9	15,0	17,8
PER	905	170	120	89	70	59
EV/EBITDA	138	95	67	49	40	34
EV/SALES	21	21	14	12	10	9

We were selling at 10 times revenues when we were at \$64. At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I can get that by my shareholders. That assumes I have zero cost of goods sold, which is hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Now, having done that, would any of you like to buy my stock at \$64? Do you realize how ridiculous those basic assumptions are? You don't need any transparency. You don't need any footnotes. What were you thinking?"

--Scott McNeally, CEO of Sun Microsystems, 2002

En el capítulo de “burbujas” les traigo Fortinet (55 B\$ mkt cap) que se dedica a desarrollo de software, y temas de ciberseguridad. Si las ventas pasan de 3,340 M\$ en 2021 a 6,337 M\$ en 2025 y el BPA pasa de 3,91\$ en 2021 a 7,44\$ en 2025, que no seré yo el que lo ponga en duda, la acción estaría cotizando hoy a PER 2025 de 47x si todas estas expectativas se cumplen. Esto es muy exigente sin ningún margen de seguridad y ejemplo de precios que cotizan con todo el peso en las expectativas y no con peso en beneficios a múltiplos baratos del “ahora”.

FTNT US		Market		K349.00 / 355.95K		1x1					
FTNT US Equity		96 Actions	97 Export	98 Settings		Financial Analysis					
39) ADJ Fortinet Inc		ASC 842	Periodicity	Annuals	Cur	FRC (USD)					
1) Key Stats		2) I/S	3) B/S	4) C/F	5) Ratios	6) Segments	7) Addl	8) ESG	9) Custom		
1) BBG Adj Highlights		12) BBG GAAP Highlights		13) Company Model		14) Earnings		15) Enterprise Value		16) EV Ex Operating...	
In Millions of USD	2016 Y	2017 Y	2018 Y	2019 Y~	2020 Y	Current/LTM	2021 Y Est	2022 Y Est	2023 Y Est	2024 Y Est	2025 Y Est
12 Months Ending	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	09/30/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
Market Capitalization	5,213.1	7,335.1	11,959.0	18,330.7	24,136.1	57,064.7					
- Cash & Equivalents	1,085.5	1,251.3	1,649.6	2,065.6	1,837.3	3,121.0					
+ Preferred & Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.5					
+ Total Debt	0.0	0.0	0.0	46.1	53.1	1,071.1					
Enterprise Value	4,127.6	6,083.8	10,309.4	16,311.2	22,351.9	55,032.3					
Revenue, Adj	1,275.4	1,494.9	1,801.2	2,156.2	2,594.4	3,126.6	3,340.1	3,964.4	4,659.4	5,498.6	6,337.8
Growth %, YoY	26.4	17.2	20.5	19.7	19.9	26.9	28.7	18.7	17.5	18.0	15.3
Gross Profit, Adj	937.6	1,109.6	1,350.8	1,650.3	2,024.4	2,404.9	2,572.9	3,070.3	3,638.6	4,269.8	4,934.0
Margin %	73.5	74.2	75.0	76.5	78.0	76.9	77.0	77.4	78.1	77.7	77.9
EBITDA, Adj	109.1	167.1	286.7	421.1	578.2	700.0	938.8	1,112.6	1,338.7	1,613.0	1,837.0
Margin %	8.6	11.2	15.9	19.5	22.3	22.4	28.1	28.1	28.7	29.3	29.0
Net Income, Adj	43.6	96.3	332.4	328.6	472.6	552.7	655.2	783.7	952.3	1,114.2	1,307.6
Margin %	3.4	6.4	18.5	15.2	18.2	17.7	19.6	19.8	20.4	20.3	20.6
EPS, Adj	0.24	0.54	1.91	1.88	2.82	3.31	3.91	4.61	5.44	6.40	7.44
Growth %, YoY	109.4	122.5	250.9	-1.5	49.6	22.7	38.9	17.9	18.1	17.5	16.3
Cash from Operations	345.7	594.4	638.9	808.0	1,083.7	1,429.4					
Capital Expenditures	-67.2	-135.3	-53.0	-92.2	-125.9	-176.9	-224.7	-162.5	-178.9	-197.6	-224.2
Free Cash Flow	278.5	459.1	585.9	715.8	957.8	1,252.5	1,122.9	1,396.0	1,645.7	2,268.4	2,293.3

Otro ejemplo podría ser Celsius Holdings, compañía que produce bebidas energéticas con un marketing fabuloso. El consenso espera que las ventas pasen de 299 M\$ en 2021 a 1,519 M en 2025 y que el BPA pase de 0,14\$ a 1,70\$, con todo ello cotizaría a PER 2025 de 43,9x con lo que ustedes verán su margen de seguridad cuando tienes la opción de comprar Danone hoy a PER 2025 de 13,4x o comprar AbInBev a PER 2025 de 11,8x, marcas sólidas y con beneficios reales del “ahora”. Oportunidad del “value” frente a “especulación expectativas” es única.

CELH US \$ Market Q73.360 / 78.110P 1x2											
CELH US Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis											
39) ADJ Celsius Holdings Inc ASC 842 ? Periodicity Annuals Cur FRC (USD)											
1) Key Stats 2) I/S 3) B/S 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Addl 8) ESG 9) Custom											
1) BBG Adj Highlights 12) BBG GAAP Highlights 13) Earnings 14) Enterprise Value 15) EV Ex Operating Leases 16) Multiples											
In Millions of USD	2016 Y	2017 Y	2018 Y	2019 Y~	2020 Y	Current/LTM	2021 Y Est	2022 Y Est	2023 Y Est	2024 Y Est	2025 Y Est
12 Months Ending	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	09/30/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
Market Capitalization	98.0	239.9	197.8	333.0	3,635.5	5,581.2					
- Cash & Equivalents	11.7	14.2	7.7	23.1	43.2	61.4					
+ Preferred & Other	6.4	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0					
+ Total Debt	4.5	3.5	8.0	9.5	1.1	1.2					
Enterprise Value	97.1	236.0	198.0	319.4	3,593.4	5,521.0					
Revenue, Adj	22.8	36.2	52.6	75.1	130.7	245.7	299.6	488.6	722.3	954.8	1,519.0
Growth %, YoY	-	58.9	45.5	42.9	74.0	106.1	129.2	63.1	47.8	32.2	59.1
Gross Profit, Adj	9.7	15.4	21.1	31.3	61.0	103.9	123.1	212.3	329.8	448.0	729.1
Margin %	42.7	42.7	40.0	41.7	46.6	42.3	41.1	43.4	45.7	46.9	48.0
EBITDA, Adj	-2.8	-7.2	-9.3	0.2	10.0	10.7	27.1	54.5	104.1	153.1	204.0
Margin %	-12.4	-20.0	-17.6	0.3	7.7	4.4	9.0	11.2	14.4	16.0	13.4
Net Income, Adj	-3.4	-8.1	-10.1	0.6	8.4	9.0	10.1	29.4	64.9	106.6	143.0
Margin %	-15.1	-22.3	-19.2	0.8	6.4	3.6	3.4	6.0	9.0	11.2	9.4
EPS, Adj	-0.09	-0.18	-0.20	0.01	0.11	0.11	0.14	0.38	0.82	1.33	1.70
Growth %, YoY	-	-101.7	-12.0	-	1,027.6	76.1	30.1	172.3	114.3	61.6	27.8
Cash from Operations	-2.4	-8.4	-11.6	1.0	3.4	-52.5					
Capital Expenditures	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.6	-2.6	-2.8	-4.4	-6.5	-6.1	-2.2
Free Cash Flow	-2.4	-8.5	-11.8	1.0	2.8	-55.1	-31.4	7.9	29.3	56.5	114.6

La recuperación de beneficios en Europa es muy alta por la tecnología y lujo, con lo que las futuras revisiones serán volátiles. En cualquier caso, aún dando por válido el BPA de 2022 de 280 puntos y aplicando el PER mínimo ajustado (quitar de la serie el año pandemia con PER 35,6x) de 13,6x vs 14,8x que sale la media no ajustada, resultaría un nivel de Eurostoxx 50 de 3,808 puntos vs 4,298 actuales. Todo esto es asumiendo que admito una expectativa de BPA que es exigente y que creo que es elevada ya que no cuenta el efecto Demanda-IPC.

SX5E	REAL -12M F	12M F	REAL EPS	Y/Y %	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				EUROSTOXX 50 PRICE					
					13	14	15	16	MIN	MAX	AVG	P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
2.003			143		1.859	2.002	2.145	2.288	1.850	2.761	2.421	12,9	19,3	16,9
2.004			233	62,9%	3.029	3.262	3.495	3.728	2.580	2.960	2.804	11,1	12,7	12,0
2.005			281	20,6%	3.653	3.934	4.215	4.496	2.924	3.616	3.207	10,4	12,9	11,4
2.006	44	267	311	10,7%	4.043	4.354	4.665	4.976	3.408	4.141	3.793	11,0	13,3	12,2
2.007	33	313	346	11,3%	4.498	4.844	5.190	5.536	3.906	4.558	4.316	11,3	13,2	12,5
2.008	-196	344	148	-57,2%	1.924	2.072	2.220	2.368	2.166	4.339	3.321	14,6	29,3	22,4
2.009	-92	286	194	31,1%	2.522	2.716	2.910	3.104	1.810	2.992	2.523	9,3	15,4	13,0
2.010	37	211	248	27,8%	3.224	3.472	3.720	3.968	2.489	3.018	2.780	10,0	12,2	11,2
2.011	-73	247	174	-29,8%	2.262	2.436	2.610	2.784	1.995	3.068	2.612	11,5	17,6	15,0
2.012	-87	250	163	-6,3%	2.119	2.282	2.445	2.608	2.069	2.660	2.412	12,7	16,3	14,8
2.013	-85	226	141	-13,5%	1.833	1.974	2.115	2.256	2.512	3.111	2.793	17,8	22,1	19,8
2.014	-47	213	166	17,7%	2.158	2.324	2.490	2.656	2.875	3.315	3.145	17,3	20,0	18,9
2.015	-69	221	152	-8,7%	1.970	2.122	2.273	2.425	3.008	3.829	3.443	19,8	25,3	22,7
2.016	-57	230	173	14,1%	2.248	2.421	2.594	2.767	2.680	3.290	3.004	15,5	19,0	17,4
2.017	10	212	222	28,5%	2.890	3.112	3.335	3.557	3.230	3.697	3.490	14,5	16,6	15,7
2.018	-26	230	204	-8,2%	2.652	2.856	3.060	3.264	2.937	3.672	3.387	14,4	18,0	16,6
2.019	-65	251	186	-8,8%	2.418	2.604	2.790	2.976	2.954	3.782	3.433	15,9	20,3	18,5
2.020	-170	237	67	-64,0%	871	938	1.005	1.072	2.385	3.865	3.276	35,6	57,7	48,9
2,021 E	63	197	260	288,5%	3.384	3.644	3.904	4.164	3.481	4.401	4.024	13,4	16,9	15,5
2,022 E			280	7,6%	3.642	3.922	4.202	4.483						
2,023 E			303	8,3%	3.944	4.248	4.551	4.854						
2,024 E			322	6,0%	4.181	4.502	4.824	5.146						
Average												14,7	19,9	17,7

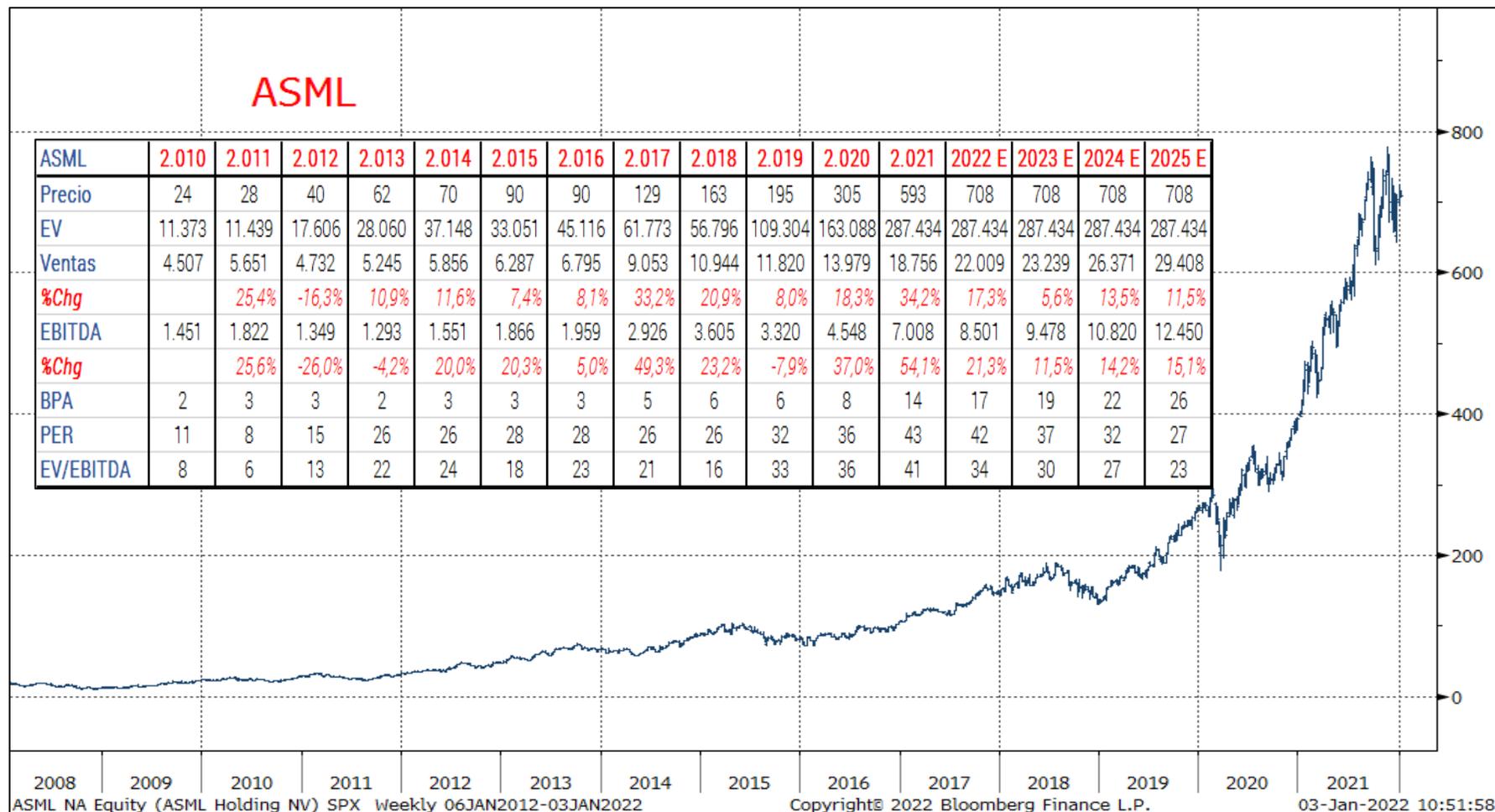
SX5E	REAL EPS	Y/Y %
2.003	143	
2.004	233	62,9%
2.005	281	20,6%
2.006	311	10,7%
2.007	346	11,3%
2.008	148	-57,2%
2.009	194	31,1%
2.010	248	27,8%
2.011	174	-29,8%
2.012	163	-6,3%
2.013	141	-13,5%
2.014	166	17,7%
2.015	152	-8,7%
2.016	173	14,1%
2.017	222	28,5%
2.018	204	-8,2%
2.019	186	-8,8%
2.020	67	-64,0%
2,021 E	260	288,5%
2,022 E	280	7,6%
2,023 E	303	8,3%
2,023 E	322	6,0%

Aunque podría ser justificable en Eurostoxx 50 un rally adicional final dada la relevancia técnica de la ruptura de los 4,400 puntos y podríamos ver el índice intentar 4,650/4,800, hay que ser prudente con las estimaciones de BPA, en PER hay mas holgura en Europa, ya que como pueden ver abajo debe haber sectores nuevos que tomen el relevo de las estimaciones de crecimientos de beneficios y por otro lado los valores líderes donde se ha “super concentrado” la subida del índice están algo estresados en valoración. Oportunidad de rotación dentro del índice.

Sectors	2020-22 CAGR %		EPS Growth Contr. %	Estimates 3M Chg %		
	EPS	Sales		21 EPS	21 Sales	Upside
Cons. Docr.	40.7	9.4	25.5	16.0	1.8	2.5
Financials	18.8	2.8	20.2	5.7	0.1	6.0
Energy	113.0	20.8	16.3	39.8	11.9	16.7
Industrials	27.3	5.8	13.1	0.8	0.4	1.9
Technology	24.1	10.6	8.2	1.6	0.9	-0.1
Materials	13.4	4.0	5.0	8.6	2.9	4.9
Real Estate	NM	-1.7	3.0	-1.5	3.4	10.5
Cons. St.	8.9	1.1	2.7	-1.7	-0.1	0.7
Healthcare	5.4	3.0	2.7	-4.1	-1.4	14.4
Utilities	7.4	9	2	-0.9	-2.2	7.8
Comm. Serv.	6.4	3.8	1.1	1.0	-0.3	20.1
EuroStoxx 50	23.0	6.9	100.0	6.3	1.6	4.8

Source: Bloomberg Intelligence, as of April 20th 2021

ASML, cuya revalorización en 2021, explica el 25% de la subida del Eurostoxx 50 cotiza a PER 2025 de 27x y EV/EBITDA de 23x asumiendo que las ventas siguen creciendo a un fuerte ritmo y que se sigue produciendo una expansión del margen EBITDA desde el 37,4% de 2021 hasta el 42% estimado de 2025. Todo esto puede pasar pero lo que es obvio es que no queda margen de seguridad para ningún error en las estimaciones y que cualquier fallo podría provocar caídas hacia la zona de los 550 euros siendo un valor que ahora pesa un 9,6% en Europa.



Un ejemplo de la polarización de las valoraciones no sólo USA vs Europa, sino dentro de Europa se puede ver abajo y apreciar la oportunidad de rotación sectorial que existe. Hay opciones de valor muy relevantes a precios muy asequibles en valores grandes que se han visto muy afectados y no han estado de moda desde la pandemia. Como pueden ver LVMH ha subido un 278% en los últimos cinco años vs una caída del 44% de AbInBev (ABI) penalizada por la deuda y el “lockdown” de la pandemia. En relativo ABI mucho valor a largo plazo. Alto FCF.



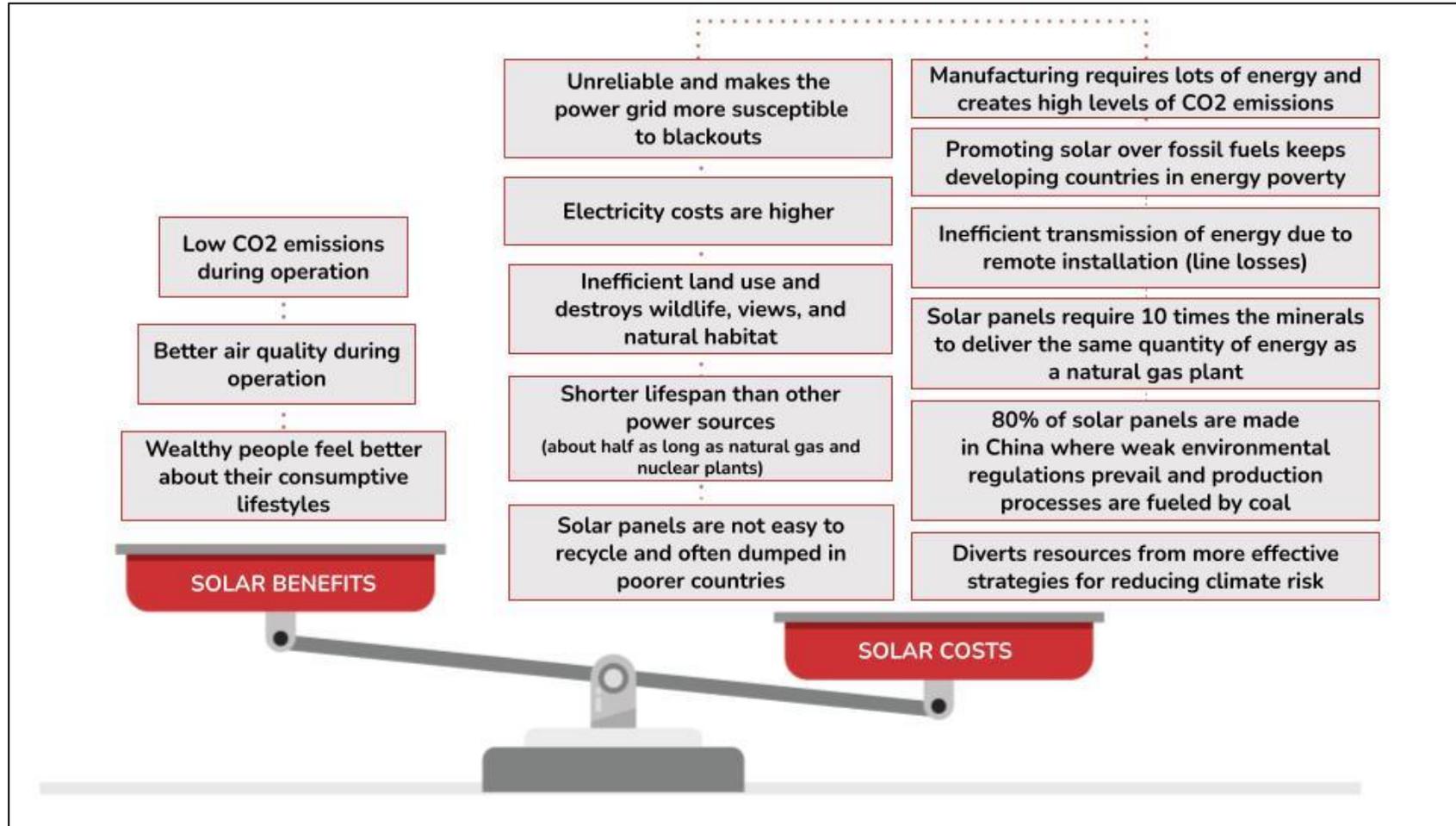
...y viendo el modelo de valoración de LVMH a largo plazo podemos ver que a los precios actuales de 727e, cotiza a un PER 24,5x del año 2024 siempre que el BPA crezca a un 10% anual después de un 2021 de leyenda. LVMH debe cotizar con multiplicadores altos por su calidad y ROE pero aplicando la tabla histórica de PER y poniendo el PER mínimo medio por el que en algún momento del año pasa el valor, para 2024 aplicando 17,3x PER a 29,6 de BPA daría 512e vs 727e actuales con lo que aquí hay un exceso de riesgo en el PER.

LVMH	EPS	Y/Y %	PER (PRICE EARNINGS RATIO)					LVMH PRICE			P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
			17	19	21	23	25	MIN	MAX	AVG			
1.989	1,05	32,5%	20	22	25	27	29						
1.990	1,17	11,0%	22	25	27	30	32	13	23	17	11,0	19,3	15,0
1.991	1,29	10,6%	17	19	21	24	26	13	19	17	10,3	15,1	13,2
1.992	1,02	-20,7%	21	23	25	28	30	15	22	18	15,0	21,4	17,8
1.993	1,21	18,6%	35	40	44	48	52	14	20	17	11,7	16,2	13,9
1.994	2,08	71,7%	22	25	27	30	32	17	22	20	8,1	10,7	9,7
1.995	1,29	-37,9%	20	22	25	27	29	20	26	23	15,2	19,8	17,6
1.996	1,18	-8,8%	25	27	30	33	36	25	36	30	21,6	30,8	25,2
1.997	1,44	22,4%	10	11	12	13	14	22	41	33	15,5	28,4	23,0
1.998	0,56	-61,2%	24	27	30	33	36	18	34	28	32,4	60,5	49,4
1.999	1,43	156,1%	25	28	31	34	37	28	80	47	19,3	55,9	32,8
2.000	1,49	3,9%	0	0	0	0	1	61	87	77	40,7	58,4	51,5
2.001	0,02	-98,7%	19	22	24	26	29	26	66	50	0,0	0,0	0,0
2.002	1,14	5600,0%	25	28	31	34	37	29	55	43	25,7	48,2	37,7
2.003	1,48	29,8%	43	48	54	59	64	31	55	42	21,2	37,1	28,7
2.004	2,55	72,3%	52	58	64	70	77	46	57	52	18,0	22,2	20,2
2.005	3,06	20,0%	68	76	84	92	100	48	69	57	15,7	22,5	18,6
2.006	3,98	30,1%	73	81	90	98	107	63	77	71	15,8	19,4	17,8
2.007	4,27	7,3%	73	81	90	98	107	70	80	75	16,4	18,8	17,6
2.008	4,28	0,2%	63	70	78	85	93	35	75	58	8,3	17,4	13,6
2.009	3,71	-13,3%	108	121	134	146	159	36	71	54	9,7	19,2	14,5
2.010	6,36	71,4%	107	119	132	144	157	67	115	86	10,6	18,1	13,6
2.011	6,27	-1,4%	117	130	144	158	172	88	118	104	14,1	18,8	16,5
2.012	6,86	9,4%	117	131	144	158	172	98	126	113	14,3	18,4	16,5
2.013	6,87	0,1%	192	214	237	259	282	107	135	122	15,6	19,6	17,8
2.014	11,27	64,0%	121	135	149	164	178	110	133	122	9,8	11,8	10,8
2.015	7,11	-36,9%	137	154	170	186	202	126	176	158	17,7	24,7	22,2
2.016	8,08	13,6%	182	203	224	246	267	131	181	153	16,3	22,5	18,9
2.017	10,68	32,2%	215	240	265	291	316	177	260	220	16,6	24,3	20,6
2.018	12,64	18,4%	242	271	299	328	356	235	312	274	18,6	24,7	21,6
2.019	14,25	12,7%	159	177	196	215	233	244	418	349	17,1	29,3	24,5
2.020	9,33	-34,5%	359	401	444	486	528	288	513	403	30,9	55,0	43,1
2.021	21,12	126,4%	399	446	493	540	587	491	735	630	23,3	34,8	29,8
2.022 E	23,47	11,1%	399	446	493	540	587						
2.023 E	26,00	10,8%	442	494	546	598	650						
2.024 E	27,33	5,1%	465	519	574	629	683						
2.024 E	29,61	8,3%	503	563	622	681	740						
Average											17,3	27,2	22,4

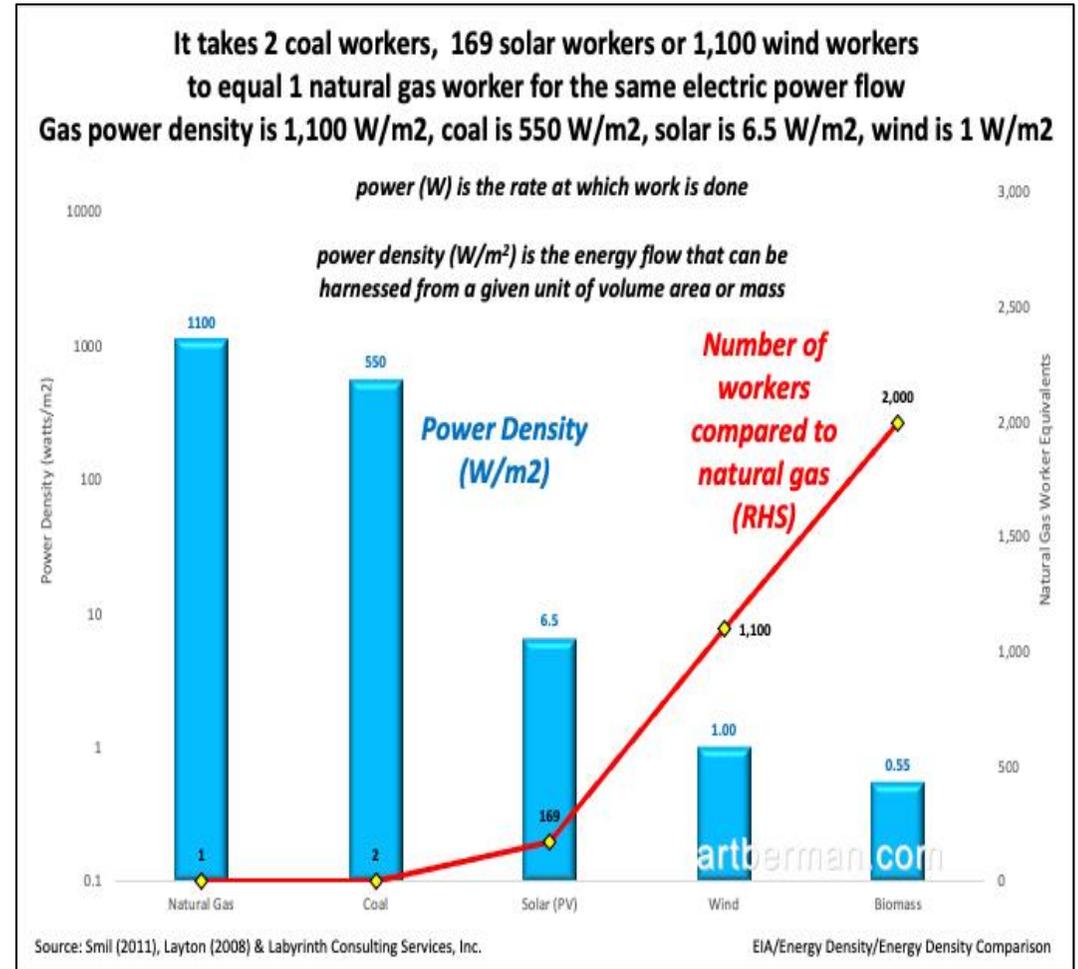
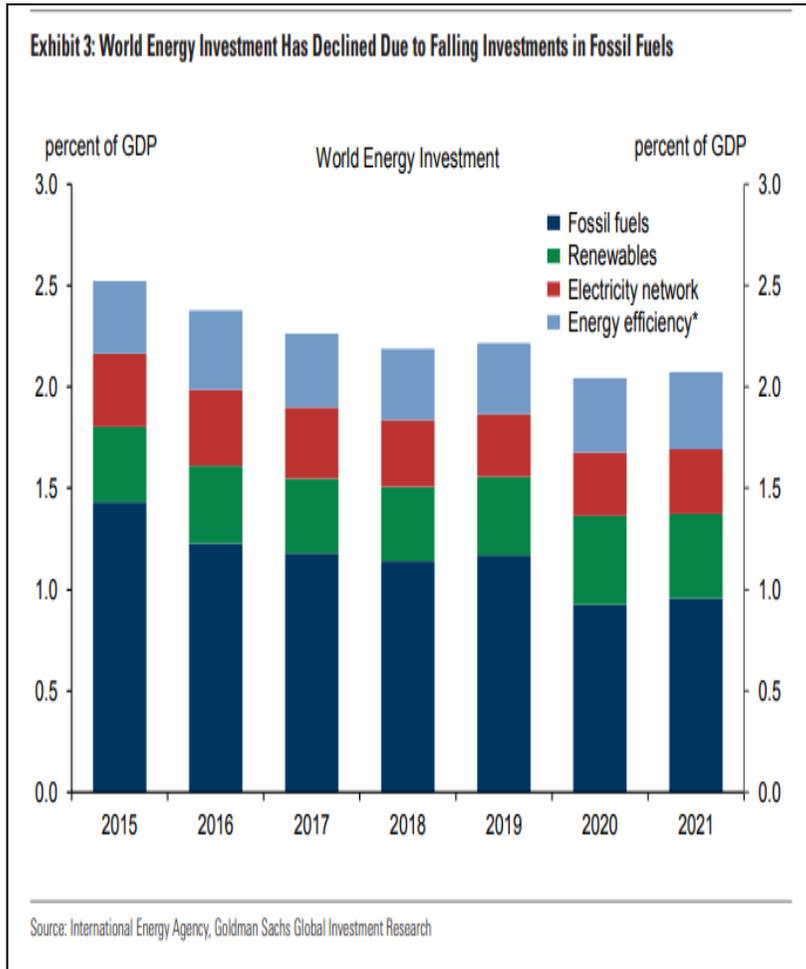
Por el contrario, en la cervecera líder mundial ABI, el mercado tiene descontado todo negativo a día de hoy, como si nunca fuéramos a pasar a una “endemia” desde la “pandemia”, aspecto que creo que Omicrón nos ha dado luz para el final de esta pesadilla, ni tampoco el mercado quiere ver una normalización del BPA hacia la zona de 4,5e en 2025. Si aplicamos también el PER mínimo medio al 2025, aplicaríamos 14,7x a 4,67e BPA y daría 68,6e mínimo de precio vs 55,48 hoy y aplicando el PER medio de 18,8x saldría 88e vs 55,48e hoy. Mucho valor oculto.

AbInBev	EPS	Y/Y %	PER (PRICE EARNINGS RATIO)					AbInBev PRICE			P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
			15	17	19	21	23	MIN	MAX	AVG			
2.001	0,90												
2.002	0,63	-30,0%	12	14	16	17	19	12	21	18	19,1	33,8	27,8
2.003	0,82	30,2%	17	20	22	24	27	9	14	12	11,4	17,4	15,1
2.004	1,16	41,5%	22	25	28	31	34	13	18	16	11,1	15,6	13,6
2.005	1,48	27,6%	28	32	36	40	43	15	23	19	10,4	15,8	12,8
2.006	1,89	27,7%	41	46	52	57	63	22	31	26	11,6	16,5	13,5
2.007	2,73	44,4%	34	39	44	48	53	30	42	36	11,0	15,3	13,2
2.008	2,29	-16,1%	37	42	47	52	57	10	39	28	4,5	16,9	12,3
2.009	2,49	8,7%	43	49	54	60	66	17	37	27	6,6	14,7	10,7
2.010	2,86	14,9%	57	65	73	80	88	34	46	40	11,9	16,0	14,0
2.011	3,82	33,6%	67	76	85	94	103	35	47	41	9,2	12,4	10,7
2.012	4,46	16,8%	72	82	92	101	111	46	70	59	10,4	15,7	13,3
2.013	4,82	8,1%	81	92	103	114	124	64	79	72	13,3	16,3	15,0
2.014	5,41	12,2%	77	87	97	108	118	70	95	82	12,9	17,5	15,1
2.015	5,13	-5,2%	32	36	40	45	49	90	123	108	17,5	24,0	21,1
2.016	2,12	-58,7%	64	72	81	89	98	94	119	109	44,2	56,0	51,4
2.017	4,26	100,9%	46	52	58	64	70	93	109	101	21,9	25,7	23,7
2.018	3,05	-28,4%	62	70	78	87	95	57	96	81	18,8	31,4	26,6
2.019	4,12	35,1%	27	30	34	37	41	57	93	76	13,9	22,5	18,5
2.020	1,77	-57,0%	43	48	54	60	65	31	74	51	17,5	42,1	28,6
2.021	2,84	60,5%	50	56	63	70	76	47	65	55	16,5	23,0	19,2
2.022 E	3,31	16,5%	50	56	63	70	76						
2.023 E	3,81	15,1%	57	65	72	80	88						
2.024 E	4,19	10,0%	63	71	80	88	96						
2.025 E	4,67	11,5%	70	79	89	98	107						
Average											14,7	22,4	18,8

Los políticos llevan cierto empacho con las energías verdes y la sostenibilidad, y no tienen muy claro que decir ahora que el precio de la luz está disparado. En esos ejercicios de pérdida de memoria y reconstrucción de la realidad, ahora piden que las nucleares y gas entren en la calificación de sostenibles. Lo que hay que tener claro es que los tiempos de los políticos para ser reelegidos o batir al oponente y los tiempos de una transición energética razonable son muy distintos y para ser “verdes” necesitamos todavía tiempo y valorar pros y contras.

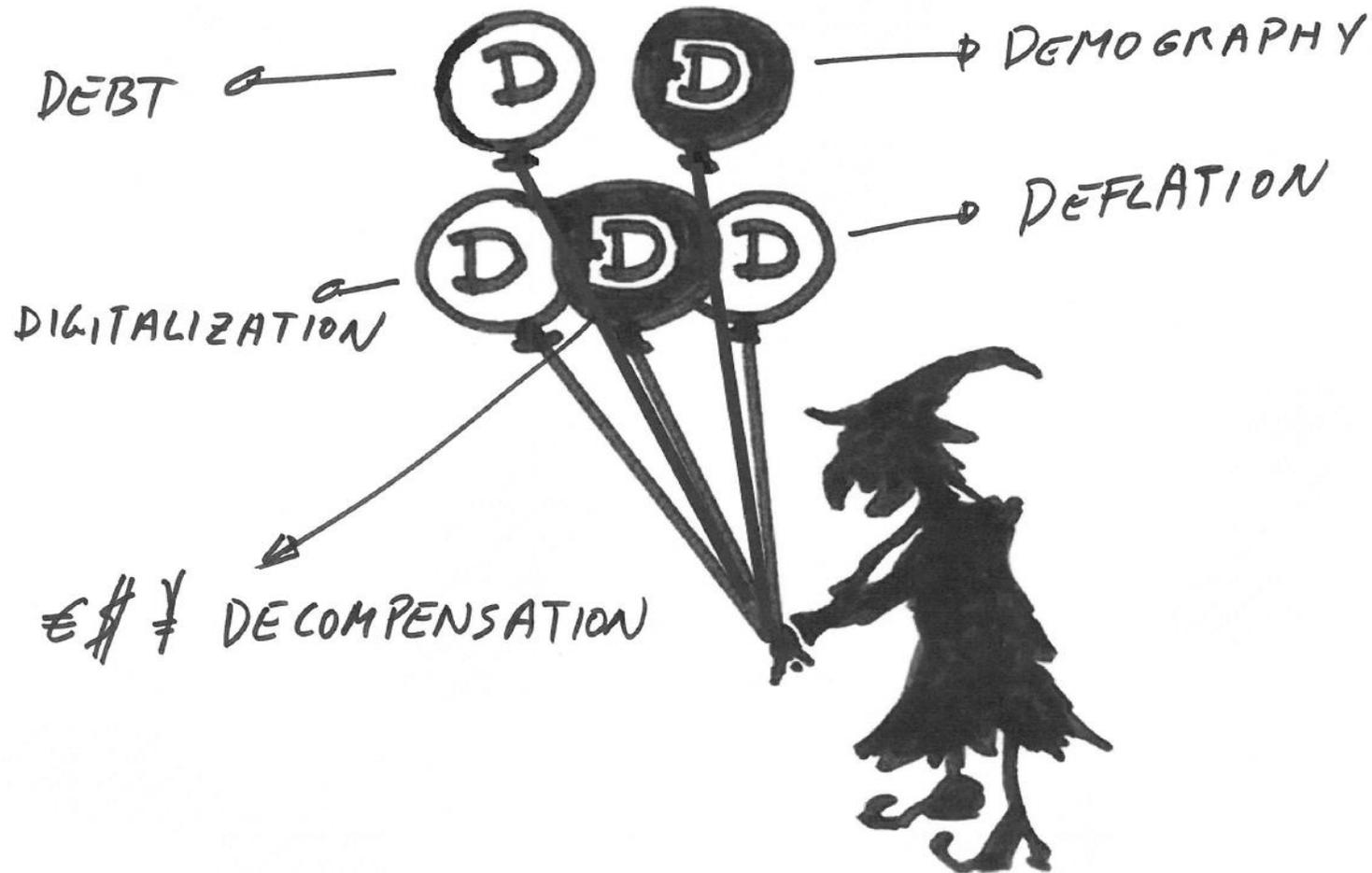


Subida de combustibles fósiles se debe a parón de las inversiones por discurso precipitado agresivo más aún cuando emergentes necesitan para avanzar en los bienes de capital procesos productivos que no se pueden poner en marcha con los pocos julios de potencia que dan viento y sol. Se necesita una transición más lenta con capex racional. Emergentes no goza de privilegio de financiar “transición” con tipos al “0%” y ahora el private equity especula con “yield” renovables. Miren el personal que se necesita para compararse con gas/carbón, curioso.



ANEXO ESTRUCTURAL

La existencia y duración temporal de la situación de política monetaria actual, basada en tipos ZIRP “cero-negativos” y expansión del balance de los bancos centrales, dependerá de cómo los Gobiernos afronten las relaciones con la bruja de las cinco “D” que amenaza el crecimiento de Occidente y su “negación” supone cimentar la economía en débiles pilares que pueden poner en duda sistemas monetarios actuales.



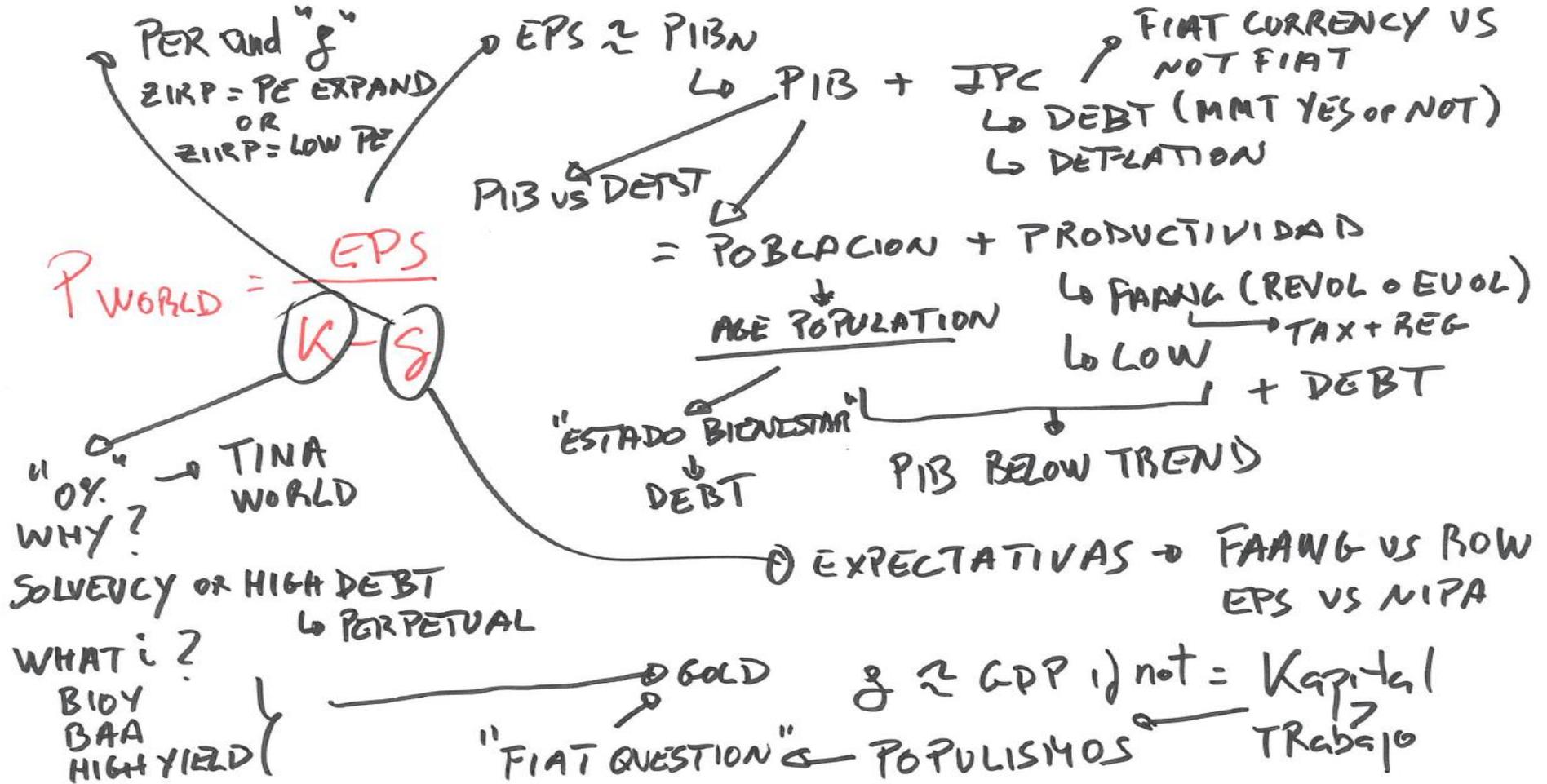
La globalización ha abierto la brecha entre Kapital y Trabajo provocando este mundo actual de tipos cero necesario para financiar el Estado de Bienestar que se ha saldado con una desigualdad importante entre Wall Street y Main Street haciendo entrar en juego los populismos. Los retos a largo plazo quizás son los más complejos a los que la economía mundial se ha enfrentado pero pasan inevitablemente por un menor crecimiento económico por la trampa de deuda y una mayor compensación del Kapital hacia la sociedad.



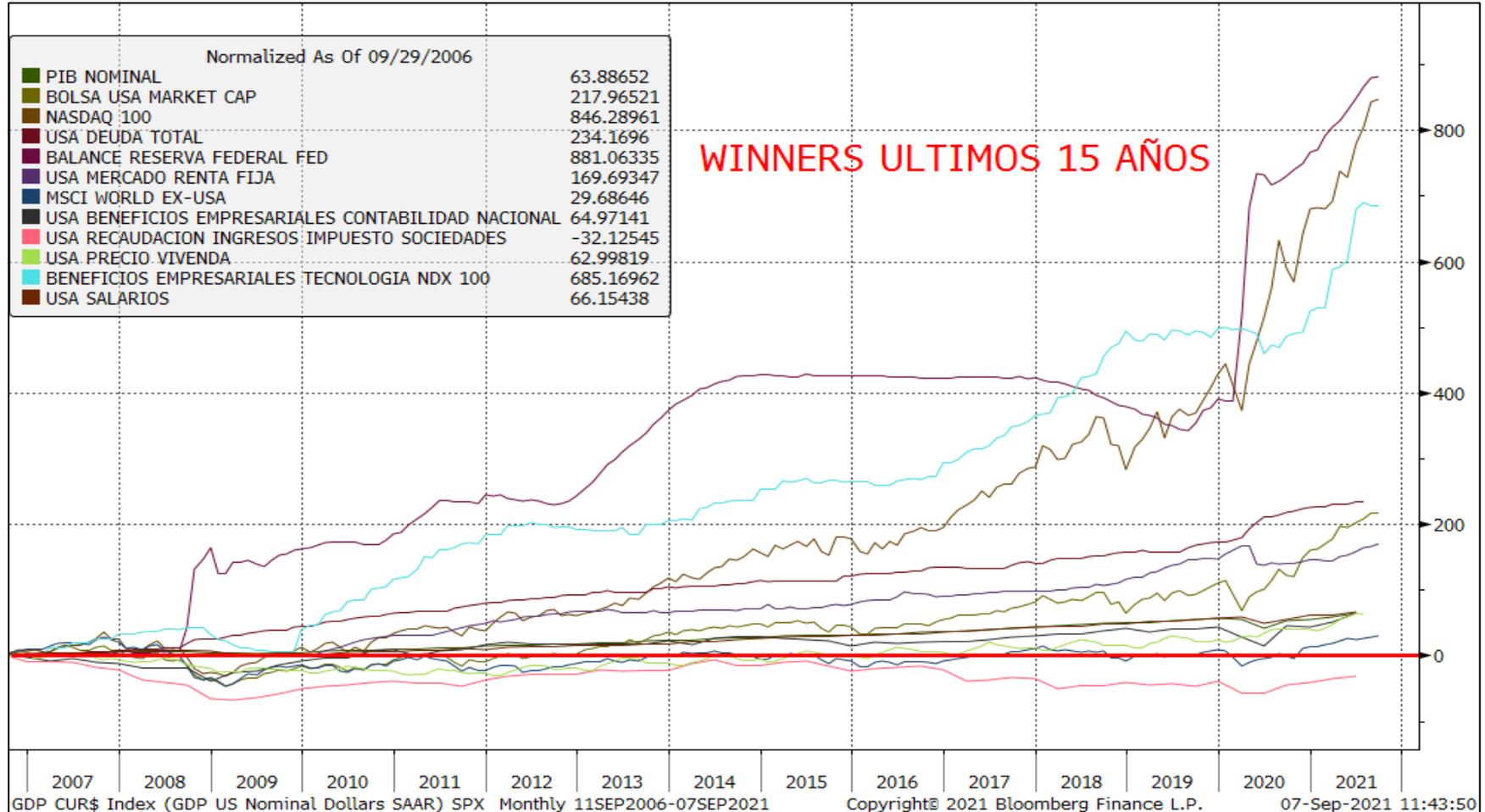
The Great Reset 2020 -.....

- Globalización
- Sistema Monetario
- Equidad K-T
- Estado Bienestar
- Proteccionismo
- Especulación
- Convivencia tipos "0%"
- Salarios
- Regulación Tech + Tax
- Eje China-Rusia
- Cambio Climático
- ESG Emerging Markets

Precio del Mundo en un entorno actual da para tener muchas posturas en cuanto a la "g", al posicionamiento de las FAANG+T, a la expansión o contracción del PER, a la evolución de la geopolítica y al fin y al cabo al posicionamiento en los mandatos de gestión activa donde el volumen de variables nuevas es cada vez mayor y sobre todo las emocionales al tener este mundo ZIRP.



El mundo post 2001-2007 de “alquimia monetaria” que subvenciona economías “zombie” en globalización deflacionaria de salarios, ha generado ganadores y perdedores claros. He querido reflejar la revalorización porcentual del K (kapital), T (trabajo) y E (estado), los tres actores de la economía. La polarización y la concentración es clara hacia K y E que ha descubierto una nueva medicina. Si tan obvio era lo de la MMT porque no se utilizó en 1,980 o 2,000, y porque no se utiliza masivamente para T a lo Tcherneva con trabajo garantizado.



Abante Pangea sigue invertido en valores de calidad con alta infravaloración por fundamentales donde los beneficios y cash-flow son reales de hoy, y una serie de valores como Pharol, CIR y Buenaventura que dependen de eventos propios con alto potencial. El banquillo es de calidad y creo que la generación de alpha en 2021 puede ser importante, no sólo por la cartera de contado invertida al 40/60% sino también por la posición corta en los índices americanos del 40/60% que dará resultados positivos. Equipo contrario parece fiero, pero ya han jugado al limite de sus posibilidades. Valor relativo de Pangea es alto.

