

abante Pangea Insights

Por Alberto Espelosín

03 de septiembre de 2014

www.abanteasesores.com

Número XII

Adiestrando dos cisnes negros

“A los **cisnes negros** no se les espera y cuando aparecen no suelen hacerlo en pareja”. Si a usted se le aparecen dos de golpe no le quedan muchas opciones: o correr todo lo que puede preso del pánico, con el riesgo de perderse y no llegar a saber si esa pareja de cisnes pueden convertirse en blancos; o tiene la opción de intentar adiestrarlos para que lo anormal parezca normal, siempre que tenga pico y patas y visos de llegar a ser un cisne blanco normalizado. Mi profesor de Estadística en ESADE, Dr. Batallé, decía que para superar el miedo a volar no hay nada como, antes de despegar, hacer un **simple cálculo estadístico** de cuántos accidentes aéreos se pueden producir con los datos que tenemos. Al hacerlo se descubre que la probabilidad de morir en un avión es de 1 entre 11 millones. Recordando aquello, junto a una dosis de “Ave María” a la Virgen de Roncesvalles y a la del Pilar, he conseguido volar sin angustias extremas. Este apunte aeronáutico vino a mi mente cuando en el mes de junio aparecieron de golpe dos cisnes negros en mi fondo, reventando todas las estadísticas normales y haciéndome pasar un verano dedicado al adiestramiento de estas dos criaturas.

La **caída de Portugal Telecom** desde niveles de 3 euros hasta 1,59 (marcó un mínimo de 1,32 el 8 de agosto) por la “genial idea” de un CFO (director financiero) de invertir 897 millones de euros (35% del *market cap*) en un bono de una sociedad quebrada perteneciente a unos “amigos accionistas”, lo que creó el mayor escándalo financiero de Portugal. Éste ha sido mi primer cisne negro. Además, la situación de Espíritu Santo provocó desde junio una desconfianza en el mercado europeo que ha alimentado mi segundo cisne negro, que sigue siendo el excelente **comportamiento del S&P 500**. El índice ha avanzado hasta 2.000 puntos, revalorizándose un 4,15% desde junio, frente a una caída del 2,2% de la bolsa de Europa, lo que ha perjudicado mi posición corta en Estados Unidos y larga en el Viejo Continente.

Portugal Telecom ha drenado 2,1 puntos de rentabilidad al fondo y la posición corta del S&P 500, 2,2 puntos adicionales, con lo que mis dos cisnes negros han sido los causantes del mal comportamiento de **Pangea** desde junio. Las 35 posiciones restantes que manejo se han comportado de una forma normal, aunque cabe destacar que **KPN** no ha ayudado mucho con una caída del 6,7%; ni **Carlsberg**, con una corrección del 9,1%. Estos dos valores son una parte *core* del fondo, con pesos superiores al 4,5%. Dentro de la insatisfacción continua que supone no tener un buen comportamiento del fondo, confío en la situación general, ya que creo que el resto de posiciones que tenía, así como las nuevas que han entrado lo colocan, junto con los dos cisnes negros, ya adiestrados, en una **posición envidiable para afrontar la parte final del año**, en la que espero una caída en algún momento del S&P 500 hasta la zona de los 1.800/1.850 puntos. Con respecto a las telecos, creo que el baile de fusiones en Brasil hará que Portugal Telecom vuelva pronto a cotizar por encima de los 2 euros.

[Mi hoja de ruta se mantiene invariable, seguiremos en una posición neta muy conservadora ante el riesgo que vemos de una caída del mercado, provocada por el final del ciclo de beneficios en Estados Unidos, la baja inflación y pobre crecimiento de Europa, el fin de la alquimia de la Reserva Federal, la inutilidad de la expansión monetaria nipona y su poco ajuste estructural, la renqueante situación del sistema financiero chino, la “burbuja global de renta fija”, la inestabilidad geopolítica, la cada vez mayor discrepancia entre salarios y capital y la nula transmisión de las políticas del BCE a la economía real en un entorno preocupante de baja inflación.](#)

Siendo justo y eliminando el efecto del S&P 500, si no hubiera venido a mi vida el “cisne negro portugués”, el fondo acumularía una rentabilidad, desde su inicio hace 18 meses, del 5%, con una exposición neta del 0%, dato que mis amigos me recuerdan en los momentos en los que los picotazos de los cisnes me hacen bajar la moral y la autoestima. Que las acciones caigan es normal, forma parte del esquema habitual, pero que una acción de corte defensivo pierda un 50% en un mercado que sube, por la existencia de un fraude, es una situación que si la analizara el profesor Batallé, obtendría probabilidades muy bajas de que vuelva a ocurrir. La **selección de valores ha sido**



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

buena desde que empezamos y eso es la base de la confianza para seguir dando la rentabilidad de entre el 5 y el 7% que pretendemos en un ciclo completo de mercado.

En fin, verano dedicado al noble arte del “adiestramiento de cisnes”, sólo interrumpido por un excelente e inolvidable día en la costa vasca con Don Camilo y mi ahijado espiritual Javier. José Luis, nuestro socio encargado de Ventas Institucionales, me visitó para darme ánimos y ver cómo llevaba, allá en las tierras de los vascones, eso de manejar picos y patas. Me gustaría darle las gracias a Carlos Cerezo, probablemente uno de los tres mejores gestores de España de largo (Belgravia gana un 8% anual en 14 años), por sus múltiples llamadas estivales para intentar solucionar el mundo. A Álvaro Guzmán, sólo decirle que siga siendo el buen tipo y genio que es, esa llamada en agosto para hablar de ‘nuestros amigos los portugueses’ me corroboró lo importante que es manejar probabilidades y el margen de seguridad y que también hay que saber aprovechar el **péndulo de Howard Marks**.

Adiestramiento 1: “Lo único cierto es que el S&P 500 en el 2.000 no se quedará”

Esa fue la frase lapidaria que el día 25 de agosto, **cuando el S&P 500 tocó el nivel de los 2.000** (que no cerró ahí), dijeron la mayor parte de los analistas con los que hablé. He escrito largo y tendido muchas veces sobre mi **valoración del índice americano** y por qué creo que es el más caro en estos momentos. Ahora el debate es fácil: o se va al 2.200/2.300, como empezarán a publicar en dos meses todos los estrategias americanos de las grandes casas de bolsa, o hará la famosa y ansiada corrección hasta, al menos, la media de 200 en diario, que se sitúa en 1.878. Aunque lo que yo creo de verdad es que antes de 12 meses testaremos los máximos anteriores de 2000 y 2007 en la zona de los 1.570 puntos. Podría justificar por fundamentales muchas cosas, pero de nada han valido mis análisis durante los últimos meses y ahora las probabilidades derivadas de mi error inicial son cada vez mayores.

Realmente me pregunto qué sentido o qué margen de seguridad tiene que comprar un índice que ha subido un 200% desde el año 2009 gracias a la segunda mayor expansión de múltiplos de la historia, con los márgenes y beneficios en máximos históricos. Esto, junto con una inyección de liquidez de la Fed jamás vista de cerca de 4 trillones de dólares que no ha sido capaz de hacer que remonte la economía real, que registra cifras de crecimiento nominal por debajo del 4,5%. En el último episodio, el índice está subiendo por la increíble recompra de acciones, financiada por las compañías a tipos ultra bajos, que está derivando en un **aumento de deuda de las compañías**.

¿Creen ustedes que las excepcionales condiciones en las que se han movido los beneficios empresariales durante los últimos años, con una expansión de márgenes derivada de menores tasas impositivas, bajos salarios, mayores productividades, tipos bajos en una de las mayores burbujas de renta fija conocida, con un increíble gasto del gobierno, con una divisa debilitada, con unos países emergentes creciendo por encima de la media y un menor ahorro de las familias, se pueden volver a repetir?

No volveré a reiterar lo que en muchos documentos he escrito, les dejo un extracto de la [carta mensual de junio](#) y lo que opino de los beneficios del S&P 500 y su valoración:

“En el ciclo del 2007 los beneficios máximos alcanzaron 91,47 dólares, por lo tanto, haber logrado 107 dólares en 2013 no es mal resultado. Ya les gustaría a las familias haber saldado la crisis con un incremento del 17% en su renta personal disponible. Asumiendo que 2014 acabará con un BPA (beneficio por acción) de 117 dólares -es decir, con un incremento del 9%, ya ven que creo en la subida de los beneficios- y estimando un crecimiento nominal del PIB de un 5%, como quieren los alcistas, se obtendría un BPA en 2015 de 123 dólares. Y si aplicamos un PER 15x a beneficios 18 meses forward, que es como aplicar un PER 20x a los conocidos, sale una valoración, siendo muy generoso, de 1.845 puntos”.

No caiga en la **falacia de pensar que un entorno de tipos bajos es bueno para la bolsa**. ¡Para nada! Eso sucede cuando los rendimientos se sitúan en una banda más alta. Recuerde que el tipo de interés a 10 años es el reflejo en el medio/largo plazo del crecimiento nominal del PIB y unos tipos bajos, como los actuales, reflejan un pobre crecimiento que a la larga, una vez que se acabe el QE (*Quantitative Easing* o expansión monetaria) y la recompra de acciones, se reflejará en un crecimiento bajo de los beneficios. Los tipos no pueden estar tan bajos y en términos reales en negativo, ya que se desincentiva el ahorro necesario para cimentar los procesos de inversión a largo plazo. Este argumento se puede ver en la siguiente tabla, que reúne datos desde el año 1880 del PER de Shiller con el bono a 10 años y la estrella marca la situación actual de clara sobrevaloración.



@abanteasesores



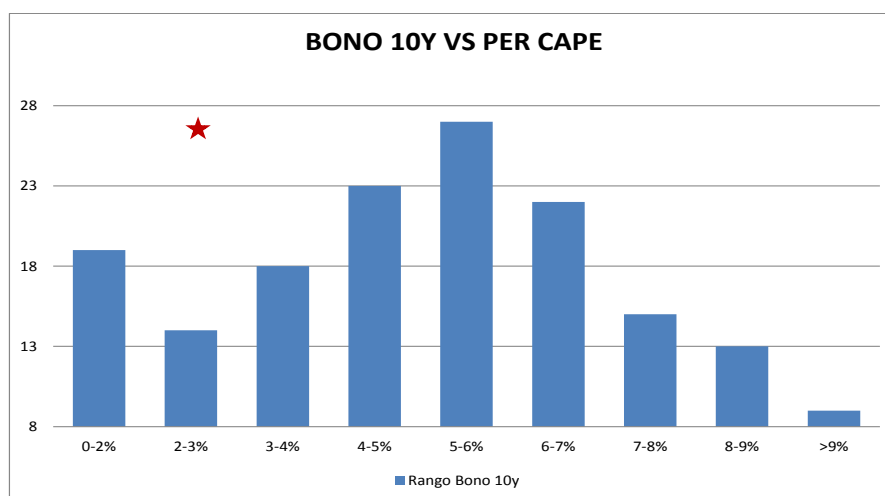
Abante



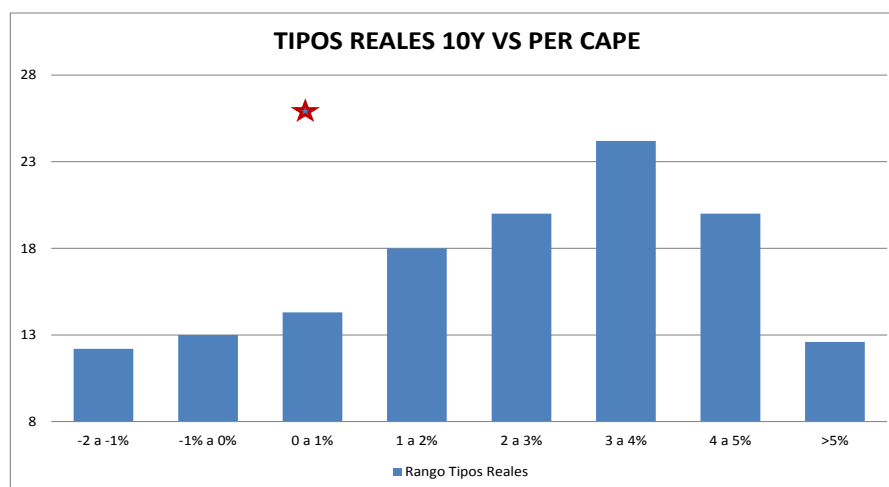
abanteasesores.com

abante)

El mito de expandir el PER por tipos bajos no funciona con tipos por debajo del 3%/3,5%, ya que es la zona que refleja menor crecimiento de la economía y, por ende, de los beneficios. Lo novedoso quizás de este ciclo es que jamás los beneficios empresariales habían gozado de tanto privilegio en comparación a la demanda interna.

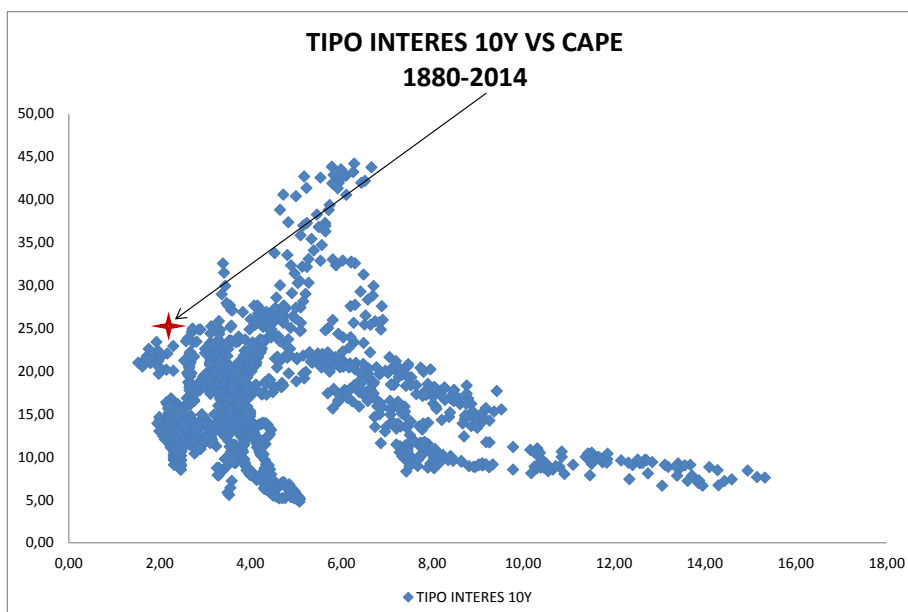


Si hacemos el mismo ejercicio con tipos reales, vemos cómo cuando se sitúan en cero o en terreno negativo, lo que llamamos represión financiera, no es justificación para pagar un PER más alto. La situación actual marcada por la estrella roja vuelve a mostrar una sobrevaloración excesiva.



En el siguiente gráfico, se puede ver que el grueso de observaciones desde 1880 determina que, con tipos por debajo del 3%, lo óptimo no es dónde nos encontramos hoy en día, al igual que el argumento de la sostenibilidad a largo plazo de los tipos bajos no es cierto. Esto sólo acabará de dos formas: (i) con una **japonización** o (ii) con una **inflación galopante** con la que el único activo seguro será el oro. Por otro lado, les recomiendo que eviten los discursos, no muy bien fundamentados, sobre Japón que nos aseveran que tiene un PER muy alto dado el bajo nivel de tipos. Es absurdo, si profundizan verán que es consecuencia de unos **beneficios que no crecen** nada en comparación con Estados Unidos y Europa y, si lo hacen, es a costa de destruir la divisa de forma sistemática. ¿Eso es lo que usted quiere? ¿Acabar como Japón, que un día dejará de pagar la deuda, que no crece, que no reestructura sus compañías desde hace 20 años y cuyo banco central imprime el doble que la Fed sin efecto alguno en la demanda interna y en la inversión? ¡Olvídese! Los **tipos bajos son un cáncer que sólo compran tiempo**.

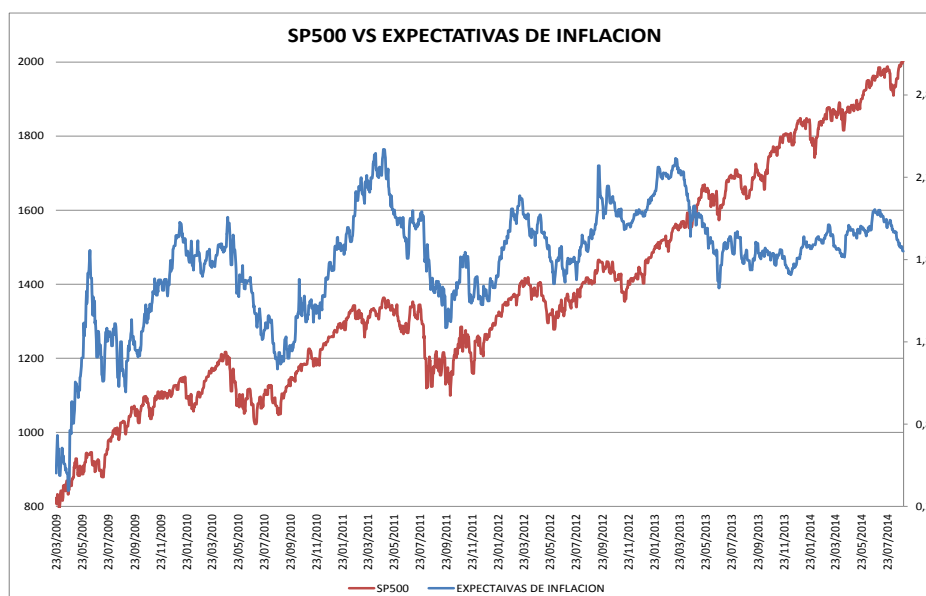




Ni por fundamentales, ni por análisis técnico, ni por sentimiento, ni por flujo (fin del QE) se puede esperar una apreciación del S&P 500 en un entorno en el que la sobrecompra es palmaria y en el que las valoraciones se sitúan por encima de la media histórica. ¿Usted realmente invertiría con volatilidades en mínimos, complacencia total ante un modelo de creación de dinero que sólo ha comprado tiempo y no ha tenido un efecto en crecimiento como el esperado? Cada uno es libre, yo puedo seguir cometiendo el error de vender S&P 500 para cubrir una posición de contado. Pero mi mandato es **utilizar la racionalidad para intentar ganar dinero**, no consiste en seguir a la manada que ha abandonado la sensatez para el beneficio de una sola parte de la economía.

Una llamada de Juan Manuel Mazo en la tercera semana de agosto fue un buen momento para recapacitar entre la **distorsión de los datos de la economía real y los mercados**. Lean las próximas cartas de Mazo y verán como la macro está cada vez más débil, mientras que el mercado sigue alimentando todos los días expectativas distintas. De ahí la importancia de contar con preservadores de capital en la cartera.

En el siguiente gráfico se puede observar que el mercado desde 2009 hasta 2012 ha corregido cuando los datos de expectativas de inflación bajaban. Lógico, si hay inflación hay crecimiento; si no hay inflación, no hay crecimiento. Pero desde el QE infinito y la deflación mundial, que ha hecho que las inflaciones sean muy bajas, el mercado se ha marcado un último rally, dando por válido este modelo que, en el fondo, lo que refleja es poco crecimiento.



@abanteasesores



Abante

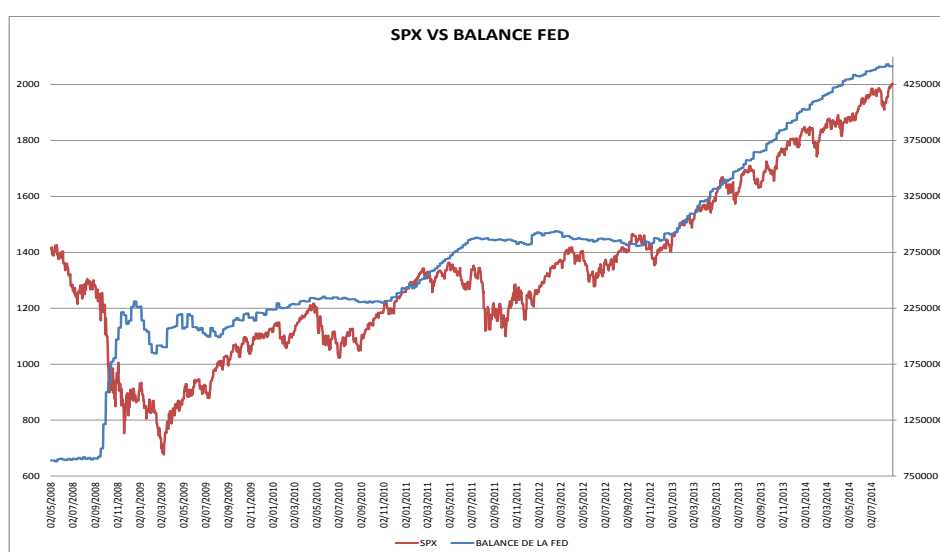


abanteasesores.com

abante

Una de las mejores frases del verano, que es de necesitada memorización para no cometer errores graves en el medio plazo ante la existencia de la burbuja de renta fija y sobrevaloración de la renta variable, fue la pronunciada a finales de agosto por el siempre enigmático **Wolfgang Schäuble**: *“Monetary policy can only buy time”, “monetary policy has come to the end of its instruments and therefore what we urgently need is investments, regaining confidence by investors, by markets, by consumers”*. Lo dice un hombre que ahorra dinero en su balanza por cuenta corriente con un superávit del 7,5%. Lo que nos transmite es que lo que hay que hacer son reformas estructurales y que los tipos bajos sin reformas no valen para nada. Si es francés o italiano, el mensaje del ministro alemán iba dirigido para ustedes.

Estas palabras me animaron en la medida en que conectan con las que **Janet Yellen**, presidenta de la Fed, dijo en **Jackson Hole**, con las que nos avisa de la mejora del mercado de trabajo y las consecuencias en política monetaria: *“But if progress in the labor market continues to be more rapid than anticipated by the Committee or if inflation moves up more rapidly than anticipated, resulting in faster convergence towards our dual objectives, then increases in the federal funds rate target could come sooner than the Committee currently expects and could be more rapid thereafter”*.



Es obvio que el lenguaje de Yellen ha cambiado. Si tenemos en cuenta que en septiembre y a finales de año ya no tendremos QE y que se empezarán a alimentar las expectativas de subidas de tipos en el primer trimestre de 2015, parece claro que uno de los mayores impulsores del S&P 500 desaparece. Viendo el gráfico del balance de la Fed y el S&P 500, éste ha llegado hasta donde lo ha hecho la manguera de la autoridad monetaria, pero realmente comprar S&P 500 ahora que el organismo se retira no creo que pueda ser una buena idea. Sólo lo sería si los beneficios estuviesen deprimidos y, sin embargo, están en máximos históricos, o porque el PER está a niveles bajos, aspecto que tampoco se da. La clave va a ser la capacidad para mantener el bono por debajo del 3%. Si no hay retirada de QE o hay que ‘re-entrar’ en QE y el 10 años americano se va por debajo del 2%, el escenario será dantesco con la **deflación y el bajo crecimiento llenando titulares**, lo que provocará una severa corrección de multiplicadores y expectativas de beneficios.

El siguiente gráfico es muy expresivo y se ve la pérdida de correlación entre el PER y el diferencial del bono a 10 y 2 años. Desde diciembre, el bono a 10 años ha caído desde el 3% hasta el 2,34% mientras que el papel a 2 años ha pasado del 0,38% al 0,49% actual. La capacidad de seguir bajando el bono a 10 años para mantener altas las bolsas no es posible. Los niveles de PER actuales sólo se justifican si la deuda a 10 años sube por crecimiento, lo que conllevaría también una subida de los cortos inevitable. No es fácil mantener niveles por encima de PER 18x *trailing* como muestra el gráfico, ya que se necesitan diferenciales de 2,7/3 puntos para que el S&P 500 siga subiendo. Este gráfico es otro buen ejemplo de la **distorsión entre la macro y el mercado**, pero en el tiempo la macro es la mejor asesora para describir el comportamiento global de los mercados.



@abanteasesores

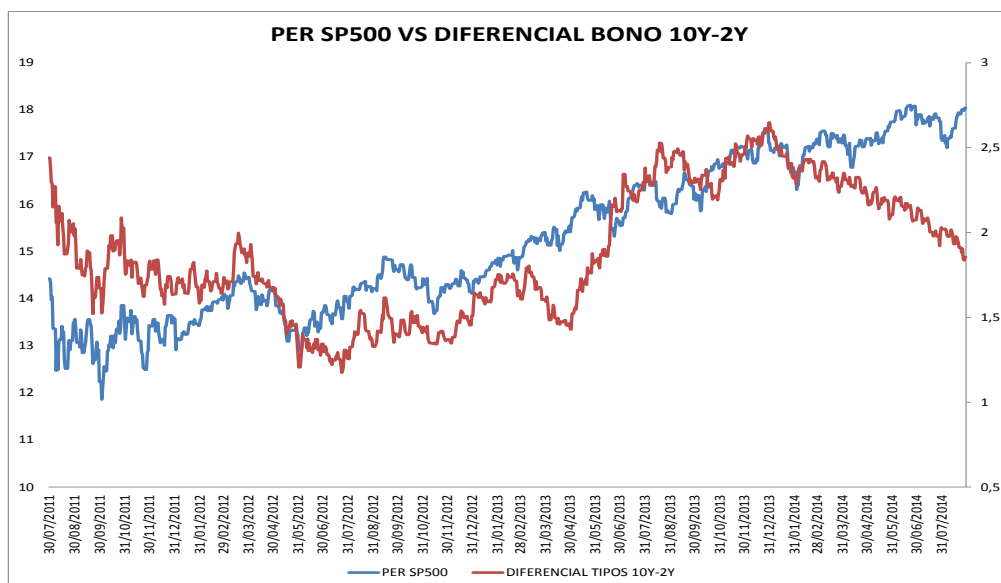


Abante

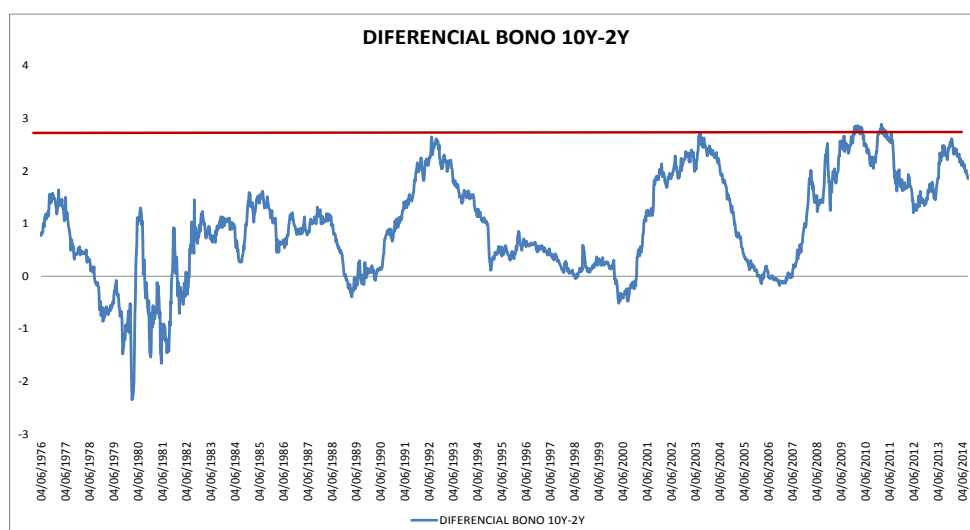


abanteasesores.com

abante



Como pueden ver en el siguiente gráfico, no es muy normal tener diferenciales tan altos. La media histórica se sitúa en 0,95 y por encima de 2,7 sólo ha estado en las actuales anormales condiciones de tipos.



En el siguiente gráfico se puede observar, una vez más, la ruptura entre lo que el mercado refleja y la realidad económica. En la actualidad, en los 2.000 puntos, el mercado cotiza que la diferencia entre el crecimiento nominal y del bono a 10 años tendría que ser de 4 puntos, es decir que deberíamos estar creciendo al 6,5%, frente al 4,2% actual. Pero seamos racionales y pongamos escenarios normales de inversores alcistas. Crecer nominalmente al 5,5% (+3,5% PIB y +2% IPC), con tipos a largo al 3% (ideal para no hablar de deflación y japonización) daría un resultado de 2,5 puntos de diferencia que si se aplica al gráfico equivale a un S&P 500 en 1.800 y no 2.000. **Aun poniéndome alcista, los números no salen.** Vean como la valoración macro conecta con la micro, que por beneficios hemos hecho para el S&P 500 anteriormente.



@abanteasesores

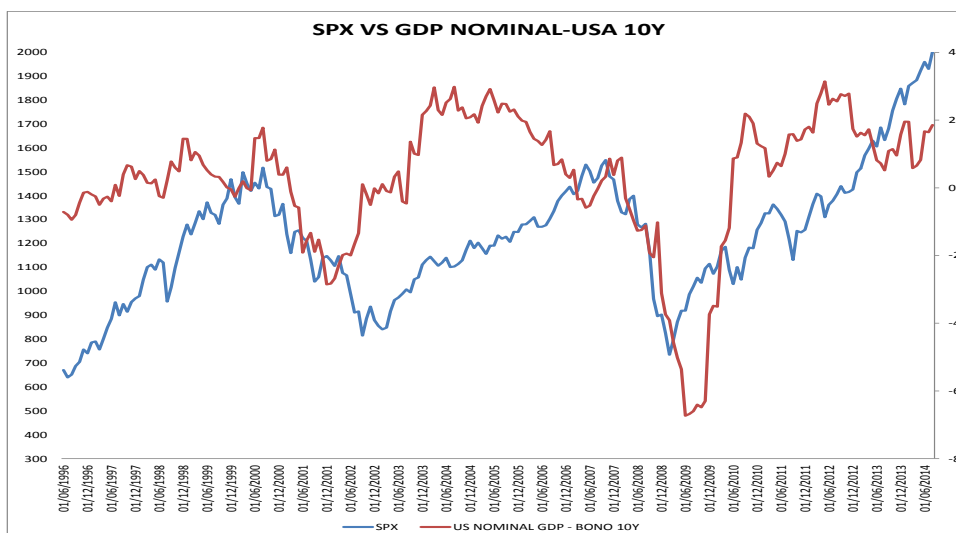


Abante



abanteasesores.com

abante



Otro de los indicadores que muestran **la sobrevaloración del mercado** y mi expectativa de ver al S&P 500 al menos en la zona de 1.800 puntos es la ratio de precio sobre ventas, que se sitúa en la zona de 1,76, cuando la media histórica ha sido de 0,9x tomando datos desde el año 1975. Sólo en la época de la burbuja tecnológica cotizó a cifras superiores cuando las ventas de las compañías crecían a niveles del 7%, frente a un exiguo incremento del 2,8% en la actualidad. Pero la recuperación de beneficios de este súper ciclo no se basa en ventas sino en márgenes por menores gastos de personal, mayor productividad, tipos bajos e impuestos reducidos. La lectura a partir de ahora es sencilla: si crecen las ventas, se justificaría esta ratio y seguiría subiendo la bolsa, que sólo podría ser por una mejora sustancial de los salarios, pero que por el momento no se ha dado y que, de darse, tendría un efecto negativo en márgenes, no justificando ninguna expansión del multiplicador.



Por último, si usted es seguidor de **Warren Buffett** y cree en el *value investing* de verdad, empiece a mirar el indicador que utiliza el mago de Omaha en el que se compara el valor del mercado con el PIB y vea que estamos dos desviaciones típicas fuera de la media, señal no muy propicia para estar largo de este mercado.



@abanteasesores

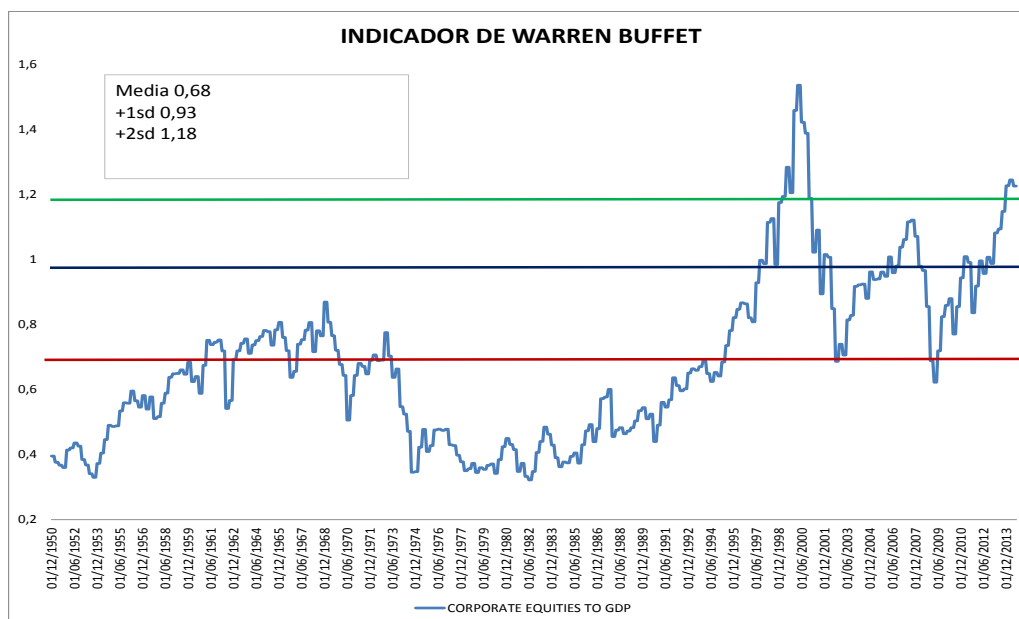


Abante



abanteasesores.com

abante



Con todo esto, les quiero hacer entender las razones que me llevan a pensar que existe un riesgo elevado en el mercado americano y por qué sigo con mi posicionamiento. No sé controlar el tiempo en el que debe suceder todo. De hecho, incluso el mercado puede estar más tiempo dándome la espalda con mi tesis. Pero como dije en mi carta de junio, el mercado debería pasar, para tomar aire al menos, en la zona de 1.850 y los alcistas pueden llevarlo con garantías por encima de la zona de 2.000. La subida hasta esa cifra redonda ha sido en verano y sin volumen lo que le resta bastante fiabilidad.

Si me equivoco y el mercado ya no vuelve a cambiar de dígito por un periodo largo de tiempo, tampoco me preocuparé, ya que entonces, desde el punto de vista táctico, habrá sido porque Europa se ha liado la manta a la cabeza y ha decidido hacer un QE de verdad. En ese caso, si rompe la zona de los 3.300, podemos ver al Eurostoxx 50 volar a la zona de 3.800, aspecto que debe hacer que subamos más que Estados Unidos lo que, con el permiso de los cisnes negros, debe hacer que la cartera de contado lo haga mejor que la cobertura.

Técnicamente seguimos con una sobrecompra muy importante, con una subida sin volumen, marcando récords con más de 600 días sin tocar la media de 200 sesiones (situada ahora en 1.878 puntos). Es cierto que por arriba no hay referencias, pero una pérdida del 1.900 sería el primer aviso de que estamos ante algo más serio. La mayoría de mis amigos los analistas técnicos no dan crédito a lo que sucede.

Adiestramiento 2: "Muito obrigado, mas não vender Portugal Telecom a esse preço"

Durante el mes de junio de 2013 empecé a construir una posición en **Portugal Telecom** que se unía a mis tesis principales de inversión (**KPN y Telecom Italia**), pero no formaba parte de los valores troncales. Simplemente estaba barata, el mercado portugués, protegido y la posible fusión con Oi hacía interesante la compra. Para Telecom Italia por aquel momento su mejor opción era trocar TIM Brasil. En ese caso, Oi ganaba dimensión, lo que para compañía lusa era una opción muy interesante. Pero, repito, era una compra táctica. Adquirí 319.741 acciones entre el 14 de junio y 30 de agosto de 2013 a un precio medio de 2,83 euros. A los 15 días de haberlo hecho, vendí la posición a un cambio medio de 3,17 euros, lo que supuso una rentabilidad del 12% en dos semanas y al no tratarse de una posición *core* del fondo me pareció una decisión sensata.

No fue hasta 6 meses después, el 24 de marzo de 2014, cuando decidí comprar otra vez Portugal Telecom en el momento en que se llevaba a cabo la ampliación de Oi, la fusión era una realidad y la tesis de la venta de TIM Brasil y compra de una parte por la portuguesa, seguía en pie. Quería **compañías defensivas para el fondo** que cotizaran a múltiplos bajos, cuyo negocio ya hubiera sufrido las caídas de ingresos y que, en un escenario de caída de mercado, se pudieran comportar mejor por la estabilidad del negocio. Todas estas condiciones las resumía Portugal Telecom. Además, los precios objetivos del mercado rondaban los 4 euros para la mayor parte de los analistas. Además, la



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

compañía se había quedado rezagada con respecto a mis *telecoms core*, con lo que me parecía que ese corte defensivo con la pizca de crecimiento de Brasil seguía teniendo sentido.

Desde marzo hasta el 28 de junio, día en que se destapa la noticia, acumulé una posición de 830.000 acciones a un cambio de 2,96 euros. Es gracioso, pero esa semana Moody's y S&P habían subido el *rating* a la compañía. De un día para otro, nos enteramos que Portugal Telecom tenía unos pagarés de una compañía vinculada con Espíritu Santo y que el montante son 897 millones de euros, lo que supone un 35% del *market cap*. Empiezan los rumores sobre si ese papel comercial pagará o no. Perplejo, no doy crédito. Y la acción cae un 20% antes de que se sepa si en el vencimiento se devolverá o no. El valor empieza la semana del 7 de julio a 2,23 y vuelve a hundirse, ya presa del pánico y con la certeza de que Espíritu Santo está quebrado. Pierde los 2 euros.

En una semana, se ha fraguado **uno de los mayores escándalos de la historia bancaria de Portugal**. Por debajo de 2 euros sigo comprando acciones durante todo el verano hasta acumular una posición de 4.200.000 títulos, con un cambio medio de 2,15 euros en lo que creo que es una excelente oportunidad de inversión. El precio de cierre de 1,59 a finales de agosto, hace que la pérdida de la posición sea de un 26%. Es lógico, el pánico se ha instalado, el péndulo de Howard Marks se ha ido al otro lado, pero creo que se ha generado una excelente oportunidad.

Mi pensamiento más primario es que esto es un escándalo, pero si Portugal Telecom lo pierde todo y quita impuestos, la pérdida es de 583 millones de euros. Entre los días 5 y 8 de agosto, cuando compro 1.200.000 acciones a un cambio medio por debajo de 1,50, el mercado penalizó a Portugal Telecom con una pérdida de capitalización de 1.246 millones de euros, más del doble de la pérdida real.

Mi segundo pensamiento se deriva hacia Oi, que también cae en picado. En mi opinión, sólo podrían pasar dos cosas:

1. Que la fusión no se llevara a cabo. Aspecto improbable pero que, de darse, pudiendo pasar en la junta de septiembre, sería hasta bueno para Portugal Telecom, ya que si asumimos 5x para un EBITDA de 1.100 millones de euros y le quitamos la deuda de 4.900 millones sale un valor de 600 millones de euros, a lo que hay que sumar el paquete de Oi que hace una valoración por encima de los 2,5 euros sin mayores problemas. Pero, en fin, escenario con el que no cuento por improbable.
2. Pienso que lo **lógico sería que los accionistas de Oi modificaran la ecuación de canje**. Algo que sucedió en los acuerdos tomados a finales de julio en los que Portugal Telecom se quedó con el 25,6% en la ecuación de fusión con Oi más la opcionalidad de volver a recuperar el peso en la fusión en la medida en que recupere algo en Rio Forte. Por entonces ya había empezado a comprar acciones de la brasileña en Estados Unidos, ya que la ecuación de canje compensa y porque mi planteamiento de inversión ya está pensando en la compañía fusionada. El fondo adquiere 4 millones de acciones de Oi a un cambio medio de 0,62 dólares, frente a los 0,67 en que cerró agosto. La compañía fusionada tendrá un peso en el fondo aproximado entre un 5 y un 6%.

Por el camino, se van produciendo movimientos muy interesantes en el mercado y surge la **lucha por GVT en Brasil**. Telefónica lanza una OPA que es contrarrestada por Telecom Italia (pasa de presa a depredador en un movimiento no esperado) y fuerza a Telefónica a volver a subir su oferta hasta cifras por encima de 11x EBITDA. Además, anuncia sinergias de 4.700 millones de euros. Esto es sin duda una noticia excelente para Portugal Telecom y Oi, ya que, si aplicamos estos ratios a nuestra "futura fusionada", podemos más que duplicar el valor de la inversión. Ahora, de repente, el escenario vuelve a cambiar y TIM Brasil puede ser vendida y repartida entre Telefónica, Oi y América Móvil. O puede pasar lo inesperado, que es una fusión de Oi con TIM Brasil. Imaginen el volumen de sinergias. América Móvil permanece, por el momento, agazapado. Tengan paciencia, que **Carlos Slim aparecerá y no será malo**. Puede que Oi necesite una ampliación de capital para participar en el proceso de fusión y que haya algo de dilución en el corto plazo, pero en el medio plazo el margen de seguridad a estos precios es muy elevado. Oi puede ser cazador o presa, lo que está claro es que cuenta con la ventaja de ser el único jugador brasileño y el regulador no le va a dejar tirado, ni pondrá muchas pegas a lo que haga. La otra ventaja es que es el único operador presente en casi todos los estados de Brasil y su red fija y **su 19% de cuota de móviles tiene un valor estratégico para cualquiera**.





Las cifras de la fusionada son: un EBITDA de 11.000 millones de reales, que a 6x (esperado EBITDA de 11.500 millones de reales en 2017) dan 66.000 millones de reales, a los que hay que quitar una deuda de 46.000 millones de reales. Esto deja el valor de la acción en 20.000 millones reales, que ajustados por un tipo de cambio de 2,2 da 9.090 millones de dólares de valoración implícita de la fusionada, frente al actual valor de mercado de Oi de 5.794 millones de dólares estadounidenses (1 acción de fusionada x 1 acción de Oi). Se trata de un potencial del 50% aproximadamente, sin tener en cuenta el proceso de sinergias ni el hecho del *free cash flow* por encima del 10% que la compañía tendrá en 2017 que supondrá una importante reducción de deuda.

En una situación normalizada, la fusionada dentro de cuatro años podría tener 11.500 millones de EBITDA, que a 6x serían 69.000 millones de reales. Esta cifra ajustada por la deuda esperada de en torno a los 40.000 millones de reales deja un valor de 29.000 millones de reales, o lo que es lo mismo, 13.180 millones de USD, frente a los 5.794 millones a los que cotiza hoy Oi. Este cálculo de medio/largo plazo implica que los accionistas de PT que tendrán un 25% en la fusionada tienen un valor implícito de 2.80 euros por acción vs 1.59 euros de hoy. Por tanto, esta es la razón por la que he preferido adoptar, criar y cuidar a este cisne negro, en el convencimiento de que puede doblar su precio y que **existe un amplio margen de seguridad**. Por otro lado, Portugal Telecom quedará sólo con la opción de **Rio Forte**, al quedar todos los activos traspasados a la fusionada. Espero que algo recuperen, pero, sobre todo, espero que las autoridades judiciales tomen cartas en el asunto y se depuren todas las responsabilidades para que sucesos de este tipo no vuelvan a ocurrir.

Dentro del desastre, creo que, al final, se ha gestionado bien una situación única y los precios a los que hemos comprado, gracias al pánico provocado, ofrecen **una buena oportunidad**. Lo he hecho con la certeza de que en el medio plazo obtendremos importantes rendimientos de esta operación. Ahora, es cierto que tenemos un poco más de riesgo, pero tenemos más margen de seguridad y un precio medio de 2 Euros en Portugal Telecom con unas expectativas reales de conseguir una revalorización muy significativa.

El objetivo de este Pangea Insights era explicarles con el máximo detalle lo sucedido en estos meses en los que han aparecido esos cisnes negros que han hecho que haya pasado uno de los peores veranos de los últimos años. Pero creo que nos encontramos una vez más en una buena posición para volver a posiciones normales de rentabilidad. No soy capaz de controlar el tiempo, pero sí que creo que los fundamentales valen en el medio plazo y ese es mi principal arma para estar tranquilo.

Un saludo,

Alberto Espelosín, gestor de Abante Pangea.

Si desea recibir más información sobre Abante Pangea, por favor, haga clic [AQUÍ](#).



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante