

Abante Pangea · Alberto Espelósín

7 de abril de 2015

www.abanteasesores.com

Alberto Espelósín comienza su carta explicando la **rentabilidad** de **Abante Pangea** en el primer trimestre, que ha sido del 4,72% y explica cómo está funcionando la cobertura, que resta un 2,9% en el año, “un buen dato”, ya que los índices europeos han subido de media un 15%. En el último mes, la **cobertura** ha cambiado tácticamente **hacia Europa** y, en mayor medida, hacia el **Dax**.

El gestor analiza la situación de los mercados en Estados Unidos y Europa y las perspectivas sobre su posible evolución en el actual escenario macro. Señala que la diferencia de comportamiento anual entre el S&P 500 y Dax podría ofrecer una buena oportunidad para proteger la cartera de contado y recuerda que sigue **“muy negativo con el S&P 500** y en disposición de seguir cubriendo la cartera con ese índice”.

Espelósín señala que, en términos de valoración, el Stoxx 600 ex financieras está más caro que el S&P 500 y que algunos índices, como el Ibx 35, muestran signos claros de sobrevaloración. Por otra parte, respecto a la política monetaria del BCE cuestiona su efecto, señala que “la fiesta va a continuar hasta 2016” y afirma que “ha llegado el momento de **pasar del ‘QE financiero’ al ‘QE social’** y de preocuparse por las rentas de trabajo”. Recomienda proteger las inversiones y reducir los niveles de riesgo.

La **estrategia de Pangea** durante 2015 seguirá siendo la misma a la espera de una corrección de los mercados del 15-20% que permita tener algo más de exposición neta hacia el mercado. La cartera de contado está invertida un 66% y toda la posición está cubierta con la venta de futuros. En telecoms ha reducido el peso de O2, Telekom Austria, Telecom Italia y KPN, mientras que PT y Oi se mantiene. También mantiene el peso en petroleras y ha incrementado la posición en eléctricas, sobre todo alemanas. Además, comenta otros valores en cartera, como Lufthansa, Carlsberg, Gazprom y Tesco.

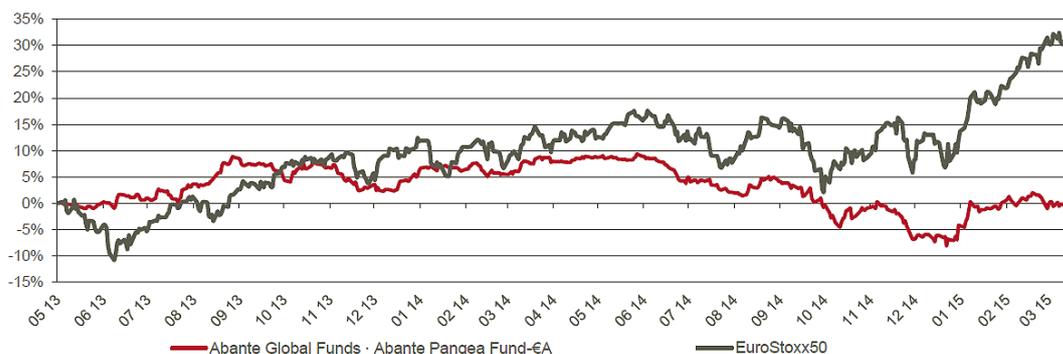
Evolución histórica

Datos a 31-mar-2015

Desde Inicio	Fondo (A-EUR)	-1,7%
	Eurostoxx 50	31,2%

Valor liquidativo: 9,828 EUR
Patrimonio: 94.406.158 EUR

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2013	Fondo	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-2,17%
	EuroStoxx 50	10,33%				-1,72%	-6,03%	6,36%	-1,69%	6,31%	6,04%	0,72%
2014	Fondo	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-4,39%	0,34%
	Eurostoxx 50	1,20%	-3,06%	4,49%	0,39%	1,16%	1,44%	-0,50%	-3,49%	1,83%	1,68%	-3,49%
2015	Fondo	4,72%	5,22%	2,31%	-2,72%							
	Eurostoxx 50	17,51%	6,52%	7,39%	2,73%							



@abanteasesores



Abante

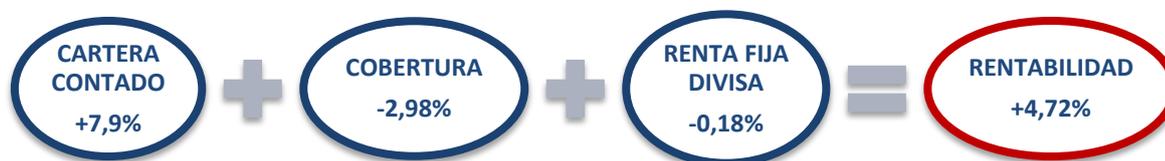


abanteasesores.com

abante)

Carta del Gestor

Durante el primer trimestre de 2015 el desglose de **rentabilidad de Pangea** es el siguiente:



APORTACION RENTABILIDAD CARTERA DE VALORES +7,9%					
Telecom Italia	1,502	Barrick Gold	0,242	Jazztel	0,042
Galp Energia	0,981	Antofagasta	0,226	Adidas	0,033
Tesco	0,902	C&C Group	0,217	Deutsche Lufthansa	0,033
Carlsberg	0,889	D'ieteren	0,21	Centrica	0,024
CIR	0,777	E.ON	0,11	Banco BPI	0,022
Gazprom	0,752	Goldcorp	0,08	Ivanhoe Mines	0,007
Telekom Austria	0,613	Michelin	0,077	Enel	0,002
KPN	0,519	J. Sainsbury	0,075	Air France	0,001
Newmont Mining	0,473	Deoleo	0,068	Eldorado Gold	0,001
Telefonica Deutschland	0,459	Sistema Jsc	0,064	Buenaventura	-0,008
Samsung Electronics	0,387	EDF	0,062	Orange	-0,011
Sanofi	0,372	Suedzucker	0,057	GDF Suez	-0,014
BG Group	0,351	Nutreco	0,055	TDC	-0,015
Arkema	0,31	Logista	0,048	RWE	-0,196
Glencore	0,31	Lukoil Holding	0,048	OI	-1,047
Turquoise Hill Resources	0,285	Ansaldo	0,042	Portugal Telecom	-2,551

La caída en los dos últimos días de mes de Portugal Telecom (PTC) y Oi en un 11% y un 14%, respectivamente, hizo que la foto del fondo a final de mes se alejara de la tendencia de rentabilidad del 6,5-7% que había mantenido durante todo marzo. Sin embargo, en los dos primeros días de abril la brasileña Oi ha subido un 25% y PTC, un 14%, con lo que el **Abante Pangea vuelve a situarse en una rentabilidad del 6,7% en el año**. Un buen resultado teniendo en cuenta que la cartera de contado ha estado completamente cubierta con la venta de futuros sobre los índices americanos y europeos.

La **cobertura** ha restado un 2,9% en el año, lo que es un buen dato, ya que los índices europeos han subido de media un 15% y un 50% de la cobertura se ha mantenido en venta de futuros europeos. La evolución en el mes de marzo sirve para comprobar la flexibilidad en la cobertura que estamos teniendo en el fondo: esta solo restó un 0,95%, pese a que con la subida del 4,95% del Dax, la cobertura sobre el correspondiente índice alemán tendría que haber restado, al menos, un 1,9%. Haciendo un índice sintético de las coberturas europeas, en el mes deberían haber supuesto una aportación negativa de un 2,5% y solo ha sido del 0,95%. La mejora se debe, en gran parte, a haber logrado un 1% de beneficio en la cobertura del S&P 500, que se materializó con la venta de posiciones más altas en Europa.

Ya en la [carta mensual de febrero](#) les comenté que la diferencia de comportamiento anual entre el S&P 500 y Dax podría ofrecer una buena oportunidad para proteger la cartera de contado. En lo que llevamos de año el índice estadounidense ha subido un 0,3% frente al 22% del alemán. Esta diferencia se debe, en



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

gran medida, a la depreciación del euro en un 12%, pero la temática de valoración sugiere que Europa ya no está barata frente a Estados Unidos.

Durante el mes la **cobertura** ha sido cambiada tácticamente **hacia Europa** y en mayor parte hacia el **Dax**, a la espera de una posible corrección hacia la zona de los 11.300 puntos. En términos de PER (*Price-to-Earnings ratio* o la relación entre precio y beneficio) relativo frente al S&P 500, se puede ver cómo el Dax se ha ido a 1,13 veces, es decir, el S&P cotiza en términos de PER un 13% por encima del Dax, mientras que la prima histórica es del 21%. Que el S&P 500 tenga un PER más alto es normal por el mayor peso de la tecnología. Lo que **no es muy normal es que el descuento del Dax sea tan bajo**, teniendo en cuenta que un 23% del índice alemán son químicas, un 19,2% automóviles, un 10,2% seguros y un 9,8% industriales, sectores que de media histórica cotizan a un PER por debajo de 13x. Con esta composición sectorial, que el Dax cotice a PER 15,4x en 2015 es francamente alto y solo justificable por las excepcionales condiciones del tipo de cambio y por un bono alemán a 10 años en plena burbuja, por debajo del 0,20%.



Profundizando en las valoraciones relativas de Europa y Estados Unidos, se ve en la tabla inferior cómo el Stoxx 600 ex financieras está más caro que el S&P 500 y cómo algunos índices, como el Ibex 35, muestran signos claros de **sobrevaloración** aun cogiendo magnitudes del año 2016. Ante el argumento de que los beneficios en Europa van a crecer más, soy el primero que ha mantenido esa tesis durante dos años, lo que sucede es que ese factor está ya más que descontado y aquellos índices que todavía están por debajo de los beneficios del pico de 2007 es por el peso de los bancos, cuyos beneficios han caído un 62%. Si ajustáramos por las ampliaciones de capital del sector financiero, los beneficios por acción estarían en los índices con fuerte peso en financieras muy cerca de máximos. Es decir, Europa ya descuenta a estos niveles el mejor de los escenarios de crecimiento incluyendo la depreciación del euro.

	PRECIO	BPA 14	BPA 15	15/14	BPA 16	16/15	PER 15	PER 16	BPA 07	DIF BPA 07
Eurostoxx 50	3.697	168	231	37%	260	12%	16,0	14,2	345	-24,6%
Stoxx 600	397	16	24	46%	27	13%	16,8	14,9	27,66	-3,3%
Stoxx 600 ex financieras	201	8	11	45%	12	14%	18,4	16,2	N/A	N/A
DAX	11.966	601	779	30%	860	10%	15,4	13,9	591	45,4%
CAC	5.034	193	306	58%	347	13%	16,4	14,5	392	-11,5%
IBEX	11.521	529	697	32%	815	17%	16,5	14,1	1305	-37,5%
SP500	2.068	113	118	4%	133	13%	17,5	15,5	90	48,2%



@abanteasesores



Abante

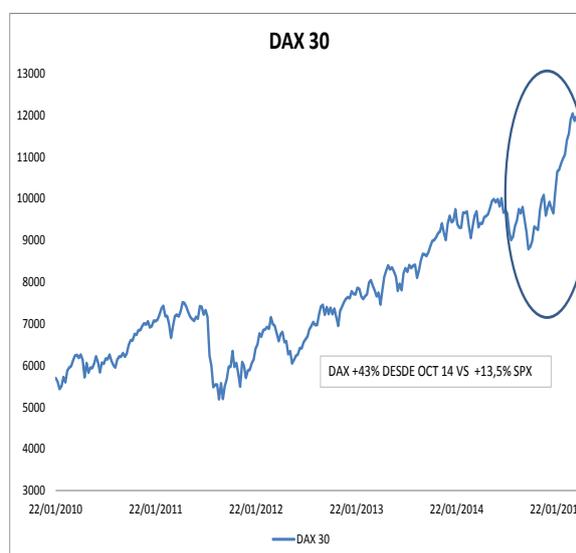
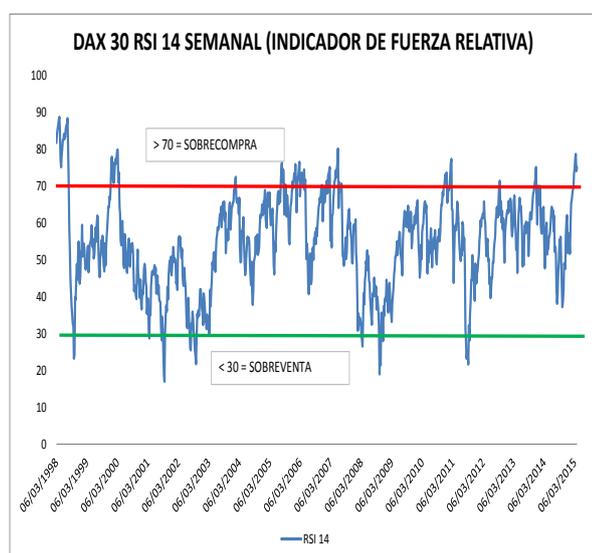


abanteasesores.com

abante

Se puede ver como los beneficios del Dax están en máximos históricos y un 45% por encima de los máximos del 2007. La película del pico de márgenes en el S&P 500 que tanto les he escrito es perfectamente equiparable ahora a Alemania, donde la tasa de paro en niveles del 4,8% va a provocar una caída de márgenes por subida de salarios (algunos convenios ya se están firmando con subidas del 3%). Esto, unido a una valoración por encima de la media, justifica un mayor margen de seguridad, poniendo la cobertura en gran parte sobre el Dax alemán. La economía real irá bien por la mejora de consumo vía salarios, pero no así la economía financiera, donde el mejor de los escenarios se está poniendo en precio.

Otra consideración más táctica de corto plazo, que apoya el análisis fundamental de estar también corto de Europa y en especial del Dax, es la fuerte sobrecompra en términos de RSI (índice de fuerza relativa) y la verticalidad de la subida del Dax desde octubre, no sostenible bajo el análisis de los ángulos de Gann. Creo que este es, sin duda, el índice que en el corto plazo mejor nos protege de la corrección que espero en los mercados. Sin olvidar que sigo **muy negativo con el S&P 500** y en disposición de seguir cubriendo la cartera con ese índice.



Al igual que en el mes anterior, veo una oportunidad **excelente de venta en el Dax en la zona de 11.950 puntos**, con posibles beneficios hasta los 11.000. Para el **Euro Stoxx 50** estimo una corrección hacia el nivel de los 3.450 puntos, desde los 3.700 actuales; para el **Cac 40**, una caída hacia los 4.500 puntos, desde los 5.030 actuales, y para el **Ibex**, un descenso hacia la zona de los 10.500 enteros, desde los 11.500 actuales. Dado que la mayor parte de los inversores de renta variable acumulan una rentabilidad de dos dígitos en un solo trimestre, creo que es una **oportunidad de recoger beneficios**.

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



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Lo que ha iniciado el BCE es, sin duda, sorprendente; más aun cuando ha iniciado el programa de compra de activos con un tercio de los bonos soberanos con rentabilidad negativa (bien distinto a como lo hizo la Reserva Federal estadounidense, que empezó el QE con los tipos largos al 4%), con lo que el común de los mortales se cuestiona qué es lo que realmente se busca.

Lo lógico sería que esos **tipos cero** incrementaran la inversión empresarial, que eso provocara una mejora del empleo, que esta se tradujera en una mejora de salarios y que todo ello acabara haciendo que el consumo privado (representa el 70% del PIB) creciera de forma sostenible. Perfecto, es precioso, pero los mecanismos de transmisión entre la economía financiera y real están rotos, ya que los tipos cero no generan crecimiento de salarios, al contrario, exacerbaban las diferencias entre capital y trabajo. Por otro lado, la depreciación del euro, con un BCE imprimiendo y dispuesto a comprar bonos a 10 años hasta con rentabilidad de -0,20% es muy buena, pero peligrosa y no sostenible, debido a que desvirtúa el ahorro necesario para cimentar procesos sólidos de inversión a medio plazo y provoca fuertes tensiones en los beneficios empresariales americanos y en las economías emergentes.

La recuperación de **Estados Unidos** es obvia, pero depende en gran medida de un dólar débil y, por tanto, a medida que el euro se acerque a niveles de 1,05, la Fed intentará que no alcance la paridad para evitar que se frene el crecimiento. Al final, lo importante es que, después de haber inyectado trillones de dólares al mundo financiero, los salarios, pese a tener la tasa de paro en solo un 5,5%, siguen sin crecer por encima del 2%, lo que hace difícil sostener crecimientos de PIB por encima de esa cifra.

Si profundizamos en las cifras del **programa de compra del BCE**, podremos ver que la fiesta va a continuar hasta septiembre de 2016 y que la burbuja de renta fija llega a su cenit. Por ello, como todos los meses, les vuelvo a recomendar que repasen sus posiciones en fondos de renta fija ante las potenciales pérdidas en un instrumento que ustedes pueden pensar que es seguro, pero que es, sin duda, el activo más caro de todos los cotizados.

En la tabla inferior se ve que el BCE debe comprar 802.000 millones de euros, mientras que las emisiones netas de los gobiernos van a ser 404.700 millones, con lo que espero que entiendan el porqué de un bono alemán al 0,18% a 10 años o un tercio de los bonos con rentabilidad negativa. Quizás en algún momento el mercado empiece a descontar que el plan en parte no es ejecutable.

	Capital BCE	Programa PSPP BCE	Emisiones Brutas Gobiernos	Vencimientos	Emisiones Netas Gobierno
Alemania	25,6%	205,3	251,8	245,3	6,5
Francia	20,1%	161,2	296,1	184,6	111,5
Italia	17,5%	140,4	424,6	310,2	114,4
España	12,6%	101,1	224,8	135,5	89,3
Holanda	5,7%	45,7	76	63,2	12,8
Belgica	3,5%	28,1	56,2	44,6	11,6
Austria	2,8%	22,5	26,9	20,6	6,3
Portugal	2,5%	20,1	20,6	10	10,6
Finlandia	1,8%	14,4	19	7,9	11,1
Irlanda	1,6%	12,8	21,4	3,6	17,8
Eslovaquia	1,1%	8,8	13,2	3,2	10
Slovenia	0,5%	4,0	4,3	1,6	2,7
Otros	4,7%	37,7			
TOTAL	100,0%	802	1434,9	1030,1	404,8



@abanteasesores



Abante



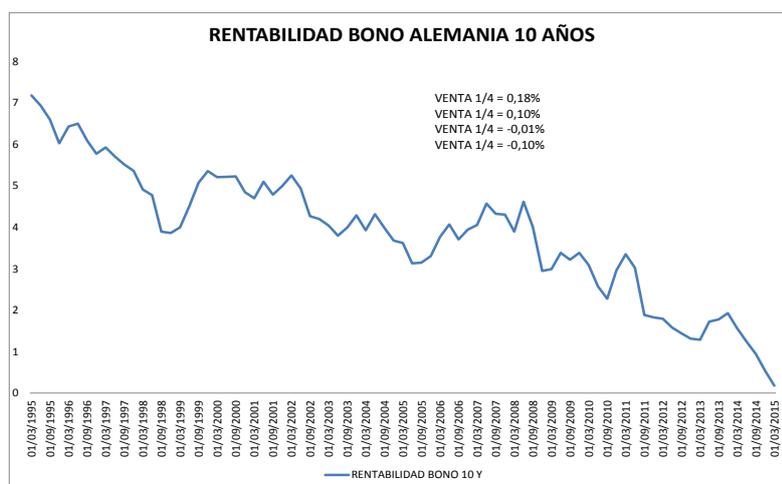
abanteasesores.com

abante

Recuerde que el *bund* a 10 años con un rendimiento del 0,20% tiene un PER implícito de 500 veces frente al PER de 15 veces que tiene el Dax. No se deje deslumbrar por la frase de que la bolsa está barata frente a la renta fija, ya que es irreal e insostenible. Solo es sostenible porque el mundo es deflacionario sin crecimiento y no creo que las bolsas coticen con la prima frente a la media histórica a la que cotizan ahora si este escenario de tipos cero se consolida.

Quizás fuera más honesto, en vez de hinchar los mercados financieros donde las rentas de capital son las grandes beneficiadas de este ciclo, empezar a utilizar política fiscal y, ahora que el déficit público en Europa es del 2,6%, gastar algo en un programa de infraestructuras o que el dinero que fabrique el BCE llegue a la sociedad. Ha llegado el momento de **pasar del 'QE financiero' al 'QE social'** y de preocuparse por las rentas de trabajo, ahora que el peso de la deuda es tan grande que empezamos a asumir que tendremos que tener tipos de interés cero durante una generación entera.

Para aquellos que crean que la burbuja de tipos es insostenible les recomiendo que utilicen no las "tres" sino "las cuatro balas" y se pongan cortos del *bund* en distintos precios. Incluso para los más optimistas, les recomiendo también que se pongan cortos del *bund* alemán a 10 años, ya que si creen en el euro y todo sale bien, el tipo actual del 0,18% tenderá a ajustarse con el crecimiento nominal del PIB alemán a largo plazo, que podría ser de un 2,5% (media desde 1993) o un 3% quitando la recesión de 2008 y 2009.



Si llegan a vender en todas las posiciones, estarán vendidos de un bono alemán a 10 años al 0,0425%, con lo que no se me ocurre forma más fácil de ganar dinero, a no ser que el marco alemán vuelva a escena. Eso sí en el corto plazo luchar contra el BCE no será rentable pero esa posición vendida le permitirá levantarse por las mañanas sabiendo que debe vigilar la burbuja de todas las burbujas.

La **estrategia de Pangea durante 2015** seguirá siendo la misma a la espera de una corrección de los mercados del 15-20% que permita tener algo más de exposición neta hacia el mercado. Mientras tanto, la exposición neta del 0% seguirá vigente.

Recomiendo que **protejan sus inversiones y que reduzcan los niveles de riesgo** de sus perfiles de inversión ante lo que puede ser uno de los movimientos más convulsivos de los mercados financieros si el



@abanteasesores



Abante

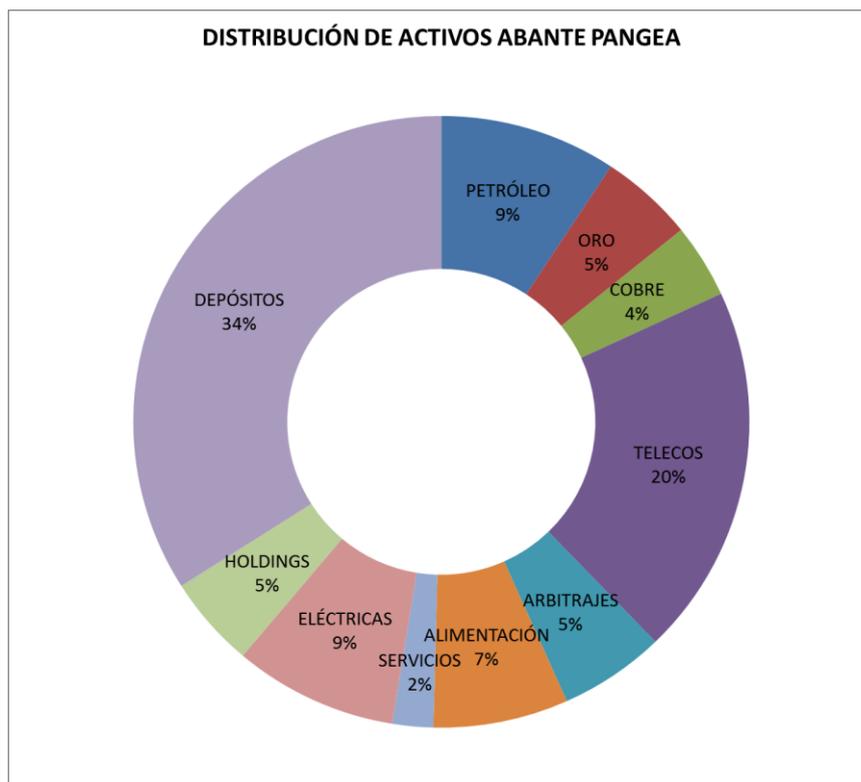


abanteasesores.com

abante

experimento monetario falla. Todavía están a tiempo de recoger sus excelentes plusvalías que han conseguido en casi todos los activos.

Como podrán apreciar, la macro no me permite ser muy optimista y mi principal preocupación es no ser víctima de un error financiero grave, con lo que por el momento me encuentro cómodo con la posición vendida de futuros para cubrir la cartera de contado que durante este año, a pesar de la baja contribución de Portugal Telecom, está funcionando muy bien y la estoy posicionando de una manera muy defensiva después de haber hecho muy buenas plusvalías con muchos valores.



La cartera de contado está invertida a un 66% con la distribución sectorial que aparece en el gráfico de arriba. Toda esta posición está cubierta con venta de futuros de distintos índices, con lo que la exposición neta es del 0%. La rentabilidad del fondo se obtiene por el mejor comportamiento de los valores frente a la cobertura.

En **telecos** se ha ido reduciendo el peso de O2 y Telekom Austria hasta el 1%, tras obtener un magnífico resultado en el año, al igual que en Telecom Italia y KPN, en las que se ha recortado la posición en la medida en que se han acercado a los precios objetivos. Portugal Telecom y Oi se mantienen en su peso y los acontecimientos de primeros de abril confirman una mejor tendencia, ya que la venta de los activos de Portugal junto con la posible venta de Africatel y un plan de ajuste de 1.000 empleados alivia la posición financiera y permite no tener que fusionarse a cualquier precio. Se han introducido en cartera Orange y TDC por su solidez de balance, que permite dividendos estables del 4% y 5% respectivamente.

En **petroleras** se han mantenido las posiciones y solo la pérdida de los 40 dólares en el WTI (*West Texas Intermediate*, de referencia en Estados Unidos) nos haría incrementar peso, BG sigue siendo la candidata a incrementar su peso en cartera; igual que Galp, si pierde la zona de los 9,20 euros.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

El mercado de **cobre** empieza a dar claros síntomas de mejoría y es una de las inversiones troncales para 2016. La pérdida de los 700 peniques en Antofagasta nos haría incrementar peso hacia la zona del 2,5% en uno de los valores en el que más potencial vemos y en el que mayor valor apreciamos por su gestión y excelente calidad de balance, todo ello con unos de los activos mineros de cobre más rentables del mundo. Las negociaciones de Turquoise Hill con el nuevo gobierno de Mongolia continúan lentas pero, dado que el proyecto de Oyu Tolgoi representa el 20% del PIB de ese país, creo se llegará a buen puerto; los últimos estudios técnicos siguen presentando muy buenos resultados.

En **Lufthansa**, valor en el que estoy intentando construir una posición de largo plazo, el azar quiso que vendiéramos antes del triste evento. Sigo pensando que la compañía tiene un amplio potencial de reestructuración y que la parte operativa está mejorando sustancialmente. Por debajo de 12,5 euros volveremos a tomar posiciones sin pasar por el momento del 2%.

Una mayor tranquilidad en Rusia ha permitido que **Carlsberg** y **Gazprom** obtuvieran buenos resultados y las mantenemos en cartera con un amplio potencial. **Tesco**, una de las ideas de reestructuración del año pasado, ha subido más de un 40% y se ha ajustado el peso al 1,5%.

Una de las principales novedades del fondo está siendo el **incremento del peso en eléctricas**, hasta el 9% actual, con la idea de llegar hasta niveles del 15%. En los últimos diez años la demanda per cápita de electricidad en Europa ha caído un 5%, frente al crecimiento del 19% del PIB. Peor no pueden ir, quizás lo peor lo estemos viendo. Desde los máximos de 2007 el Stoxx 600 Utilities ha perdido un 40% con unos beneficios que han caído un 39%.

Suez creo que, a pesar de las dudas que puede generar los precios del petróleo y gas, está en disposición de poder generar un dividendo de al menos 1 euro gracias a un *free cash-flow* estable de más de 3.000 millones de euros en 2016 y 2017. Esto daría una rentabilidad por dividendo del 5,2%, lo que ofrece un buen colchón si el mercado cae.

Las **eléctricas alemanas** son de las que más peso han ganado y probablemente lo sigan haciendo en el futuro, sustituyendo a algunas de las grandes ponderaciones en telecoms, ya que reúnen todas las características para entrar de forma estable a largo plazo en mi filosofía de inversión. Muy penalizadas en precio, con el precio del MW en mínimos después de caer más de un 50%, sentimiento negativo, entorno de regulación desfavorable llegando a su fin, perfil defensivo si cae el mercado, todo lo negativo descontado más de una vez en el precio, las compañías haciendo un cambio estratégico no reconocido, cambio radical de perspectiva de beneficios a partir de 2017, sólo un 32% de recomendaciones de compra en EON y sólo un 22% en RWE, un dividendo más sostenible de lo que el consenso de mercado cree y en general una sensación de tranquilidad de que Alemania sí o sí tendrá que encender la luz todos los días y a pesar de todo hay gran parte de los negocios de estas compañías que son regulados y estables.

El propio Gobierno alemán en su esfuerzo por tener un mix de generación lo más verde posible sabe que no es factible hacerlo sin una ligera mejora de los precios de la electricidad en mínimos de los últimos años tal y como refleja el siguiente gráfico.



@abanteasesores

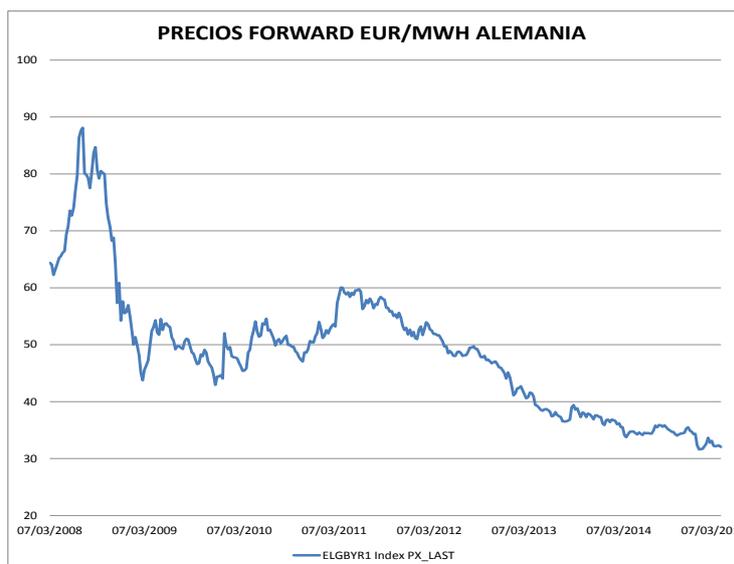


Abante



abanteasesores.com

abante)



Veo más potencial a **RWE** que **EON**, aunque es cierto que el riesgo es mayor en la primera. Los nuevos parámetros del Gobierno alemán en cuanto a la eliminación de las nucleares, la nueva presión sobre las plantas de lignito, la caída de los precios del carbón y, por ende, de las tarifas en más de un 50%, la poca visibilidad del mercado en cuanto al posible resultado positivo de la Corte alemana sobre la devolución de las tasas nucleares, son aspectos que pesan demasiado en el lado negativo cuando existen potenciales noticias muy positivas en ambas compañías.

Otro de los grandes 'peros' que el mercado asigna a ambas compañías es el alto nivel de deuda que está bordeando las 4 veces EBITDA, pero hay un aspecto que el mercado pasa por alto y es que la mayor parte de esa deuda es económica y no financiera, asociada a provisiones por el desmantelamiento nuclear, minero y provisiones por fondo de pensiones. La deuda financiera neta está por debajo de 1 vez sobre EBITDA. Todo ello, junto con una caída del capex (de 3.200 millones a 2.000 millones) hace más que factible que en RWE el *cash-flow* operativo pueda cubrir un dividendo de al menos 1 euro, que a los precios actuales garantiza una rentabilidad por dividendo del 4%. La compañía a pesar de que no se ha comprometido a que 1 euro de dividendo sea un suelo, no creo que a estas alturas en las que el *cash-flow* operativo empieza a mejorar baje el dividendo de una cifra que ha estado por encima desde el año 2001.

En esta compañía, el mercado pasa por alto que la generación de electricidad en Alemania será solo un 15% del EBITDA en el futuro, ya descontando que caerá desde los 3.200 millones de 2011 hasta los 900-1.000 millones en 2016. El negocio de distribución en Alemania supone un 40%, que aporta una estabilidad que hace que, pensando en el 2018, RWE pueda generar un EBITDA de 6.900 millones frente a los 7.131 de 2014 y los 9.314 que hizo en 2012. Todo lo negativo está muy descontado y se nos olvida que el cambio estratégico puede hacer que el beneficio por acción vuelva en 2018 a cerca de los 3 euros, frente a los 2,1 de 2014 y a la estimación de un BPA (beneficio por acción) plano en 2015 y 2016, con lo que aplicando un PER de 13-14 veces, nos da una valoración potencial de 39-42 euros en el largo plazo, frente a los 23,83 euros del cierre de primer trimestre. Soy consciente de que el momento de flujo de noticias es negativo y que los beneficios de 2015 y 2016 van a ser discretos, pero es ahora cuando se construyen las posiciones de valor a medio plazo.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

En EON solo con el *spin-off* y la creación de E.OFF, donde se concentrarán los negocios de *upstream*, generación y materias primas, se justifica que la compañía pueda financiarse a tipos más baratos al quedarse en EON los negocios más estables de distribución y renovables con activos de más larga duración que permitirán que los dividendos de ambas compañías sean superiores al que solo EON puede pagar hoy.

La fuerte generación de *free cash-flow* en ambas compañías es un buen argumento que el mercado por el momento no quiere descontar. Solo como botón de muestra, la finlandesa Fortum ha vendido su negocio en Suecia de distribución a un EV/EBITDA de 18x, con lo que creo que para las alemanas se puede empezar a ver un cambio de sentimiento importante.

La pérdida en EON de la zona de 13,50 haría incrementar el peso un punto y la caída hacia la zona de 12-11,5 euros sería justificación para llevar el valor hasta un 5%. En RWE la pérdida de los 22 euros justifica subir 1 punto y la pérdida de los 20 euros nos haría llevar el valor hacia el 5% si los argumentos fundamentales no varían. En pocos días se publicará un Pangea Insight en el que se desarrollaran más el análisis de ambas compañías.

Un saludo,

Alberto Espelosín, gestor de [Abante Pangea](#).

Si desea más información sobre este producto, por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión? Puede consultar los siguientes enlaces:

- [-Ficha del producto](#)
- [-Todas las cartas del gestor](#)
- [-Pangea Insights](#)



[@abanteasesores](#)



[Abante](#)



[abanteasesores.com](#)

abante)