

Adjuntamos el informe de ELCANO SICAV a 1 de septiembre de 2015. La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV en 2015 es del -18,7%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad neta del 31,8%, equivalente al 4,9% anual compuesto.

Salvo menores ajustes de pesos, durante julio y agosto no se ha realizado ninguna compra o venta.

Teniendo en cuenta que el valor liquidativo de ELCANO sicav se encuentra a niveles de hace 2 años y medio, a pesar de que nuestra estimación de valor justo ha crecido el 20% durante el mismo periodo, en este informe repasaremos los principios de inversión de ELCANO, presentaremos mayor detalle sobre la valoración y daremos nuestra opinión sobre el entrono actual de mercado.

Desde lanzamiento en 2009, ELCANO sicav ha basado sus operaciones en tres principios:

- i. ELCANO invierte y no especula. No se pretende predecir el futuro y posicionarse en consecuencia, sino estimar un valor mediante un análisis cuantitativo y cualitativo y pagar un precio que permita preservar el principal y obtener una rentabilidad adecuada incluso en un escenario adverso. Esto se consigue:
  - o Incorporando siempre un margen de seguridad, definido como el exceso del valor intrínseco sobre el precio pagado.
  - o Comprando buenos negocios. Sin una ventaja competitiva será muy difícil sostener los beneficios en el tiempo.
  - o Evitando la deuda excesiva, que pone el control en manos de los acreedores y reduce la fiabilidad de la valoración de la empresa, convirtiendo una inversión en especulación.
  - o Evitando equipos gestores no cualificados, con estrategias desenfocadas o conflictos de interés.

Es un enfoque no muy distinto al que sigue un banco serio a la hora de conceder un crédito, con la diferencia que el banco tiene mayores garantías contractuales pero un potencial limitado.

- ii. Concentración en las mejores ideas, manteniendo una diversificación razonable.
- iii. Enfoque a largo plazo, teniendo paciencia hasta que la percepción del mercado cambia.

En resumen, nos hacemos 3 preguntas: ¿Es un buen negocio? ¿Cuánto vale? ¿Podemos comprarlo a 2/3 de su valor? Si las 3 respuestas son afirmativas, entonces se valora contra las alternativas que son las empresas que hay en cartera y otras ideas que no se han comprado, siendo el principal criterio la magnitud del descuento. Se mantiene una cartera de unos 20 valores, vigilando que la exposición a un mismo factor no exceda el 25% de la cartera. Finalmente, una vez se compra se tiene paciencia hasta que el mercado reconoce el valor y las acciones se aprecian cerrando el descuento o existen alternativas superiores, reexaminando constantemente la valoración.

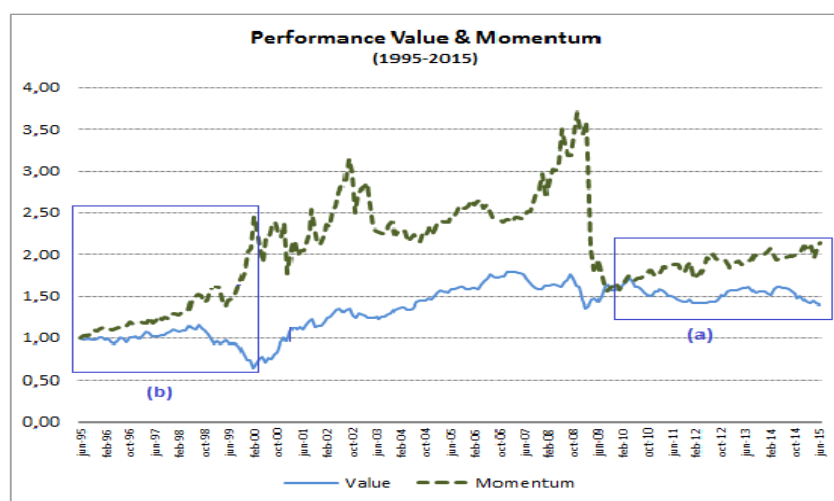
En el mercado, esta estrategia funciona mejor cuando los participantes basan sus decisiones en las valoraciones, y peor cuando estos buscan exponerse a ideas novedosas o prometedoras sin considerar el precio a pagar. Es importante entender que cuanto más dinero hay en una parte del mercado, menos hay en otra, ya que la cantidad total es la misma.

*~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias. El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Por favor lea el Aviso Importante en la última página. ~*

Teniendo en cuenta que eventualmente valor y precio deben converger (las salidas a bolsa o ampliaciones de capital y las OPAs o devoluciones de capital acaban arbitrando valor público y valor privado), comprar a descuento da buenos resultados a largo plazo, hecho probado por los resultados de los inversores que siguen esta filosofía y por numerosos estudios estadísticos.

Otro efecto ampliamente documentado es lo que se conoce como momentum, que consiste en que lo que lo ha hecho bien en el pasado próximo tiende a seguir haciéndolo bien por un tiempo, y viceversa. Esto se debe a un conjunto de sesgos psicológicos e institucionales que se resumen como comportamiento de rebaño.

En el gráfico a continuación mostramos los resultados históricos de seguir la tendencia (momentum) y de comprar barato (value), basándonos en los factores conocidos como Fama/French. El retorno de la estrategia momentum es la diferencia entre el resultado de una cesta que compra el tercio de las acciones con mejor comportamiento los últimos doce meses y una con el tercio con peor resultado durante el mismo periodo. El resultado de la estrategia value es la diferencia de resultados entre la cesta con el tercio de las acciones con menor precio contra valor neto contable y el tercio con mayor precio contra valor neto contable. Utilizando indicadores alternativos de valoración (PE, EV/EBIT) se obtienen resultados similares.



En este gráfico puede apreciarse como desde inicio de 2010 hasta la fecha (cuadro a) las acciones teóricamente más atractivas en valoración lo han hecho en promedio peor que las menos atractivas (serie Value), y que en ese mismo periodo el grupo de acciones que lo ha hecho mejor o peor ha sido el mismo, ya que no existen puntos de inflexión importantes en la serie de momentum que indiquen una ruptura de tendencia. De estas dos series se deduce que durante los últimos cinco años, lo barato se ha vuelto más barato y lo caro más caro.

Si observamos periodos anteriores podemos ver una situación similar previa al crash de la burbuja tecnológica en 2000 (cuadro b). Sin embargo, una vez esta burbuja estalló, los participantes dejaron de lado las modas y pasaron a tener en cuenta el precio, lo que se tradujo en unos excelentes resultados de las estrategias que buscan precios atractivos.

*~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias. El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Por favor lea el Aviso Importante en la última página. ~*

Finalmente, la discrepancia entre preferencias de los inversores puede apreciarse en el cuadro a continuación, que muestra la gran divergencia entre los retornos entre sectores, y las valoraciones de los sectores favoritos actuales versus su media histórica.

Sectores Globales	Rentabilidad Acumulada 5 años	EV/EBITDA Actual	EV/EBITDA Promedio (10 años)	Los Tres Principales Componentes
S&P Salud	124%	15,0x	10,5x	Novartis, Johnson&Johnson, Pfizer
S&P Consumo Discrecional	93%	12,5x	9,5x	Amazon, Toyota, Wall Disney
S&P Tecnología	69%	15,0x	11,5x	Apple, Microsoft, Facebook
S&P Consumo Estable	56%	14,0x	10.,x	Nestle, Coca-Cola, Procter&Gamble
S&P Industriales	43%			
S&P Financieras	21%			
S&P Telecom	13%			
S&P Utilities	1%			
S&P Energía	-4%			
S&P Materiales	-17%			

Fuente: S&P, Bloomberg

Habiendo repasado los principios de inversión, y expuesto las razones por las que estos principios actualmente no están dando los resultados que deberían esperarse a largo plazo, nos centraremos en la valoración de la cartera, ya que será ésta y su relación con el precio actual el determinante de los resultados a futuro de ELCANO SICAV.

La tabla a continuación refleja un valor de cartera de €173,88mn, contra un precio actual de mercado de €69,02mn. El proceso de valoración consiste en determinar un nivel normalizado de resultados y aplicarle el múltiplo al que tradicionalmente ha cotizado el sector o la empresa. Para estimar ese nivel, se estudian los activos de la empresa teniendo en cuenta el contexto de su industria, ya que los resultados son la consecuencia de la inversión en unos activos. También se contrastan las valoraciones con el precio al que han sido adquiridas empresas similares. En promedio se utiliza un múltiplo de 10x beneficios operativos. La valoración implica un retorno sobre capital empleado del 12,3%, similar a la media del periodo de 2006-2015. El mercado ya pagaba el valor justo de hoy en 2013, y un 50% más del valor justo actual en el máximo del periodo.

	Valor Actual	Fair Value	ROCE Implícito	ROCE Promedio (10 años)
Cíclicas	28,95	86,57	12,8%	13,2%
Fuera de Moda	18,26	35,68	11,7%	9,7%
Reestructuraciones	21,81	51,63	12,0%	9,8%
Total EUR (en mn)	69,02	173,88	12,3%	11,5%
Por acción ELCANO	13,15	33,13		

Fuente: ELCANO SICAV

~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias. El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Por favor lea el Aviso Importante en la última página. ~

Esta valoración debe ser considerada junto al aspecto cualitativo, en el que basamos la confianza en que las empresas que componen la cartera pueden preservar su posición competitiva y por tanto su valor en el tiempo:

- Sectores produciendo bienes o servicios necesarios, generalmente creciendo al menos al ritmo de la economía.
- Existencia de barreras de entrada y un nivel de rivalidad entre los incumbentes que permite a los líderes obtener retornos superiores a su coste de capital.
- Posiciones competitivas fuertes, siendo la mayor parte de empresas números unos en sus sectores.
- Balances sólidos.
- Estrategias enfocadas e incentivos adecuados.

En resumen: a pesar de los recientes resultados insatisfactorios, confiamos en que la calidad de las empresas junto con su infravaloración, resultarán en rentabilidades atractivas en el medio y largo plazo. Volvemos a repetir la frase de Benjamin Graham, considerado el padre del Value Investing: "En el corto plazo el mercado vota, en el largo plazo el mercado pesa".

Agradecemos su confianza y estamos a su disposición.

Atentamente,



**Marc Batlle, CFA**  
Consejero



**JJ Fernández**  
Consejero

**Valor Liquidativo: €13,03 (31/08/2015)**  
Fuente: Credit Suisse Gestión S.G.I.I.C., S.A.

### Estrategia de Inversión & Universo de Valores

La estrategia de ELCANO Inversiones Financieras, SICAV, S.A. consiste en adquirir participaciones en compañías excepcionales a un descuento sobre su valor. ELCANO SICAV busca negocios con una ventaja competitiva comprensible y sostenible, un balance sólido y un equipo gestor honesto y capaz. El análisis es negocio a negocio y no existen restricciones geográficas, sectoriales o por clase de activo.

### Comentario Consejeros

Salvo menores ajustes de pesos, durante julio y agosto no se ha realizado ninguna compra o venta.

### Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
General Cable	Bienes de Capital
Diamond Offshore	Oil & Gas Services
AECOM	Bienes de Capital
Bilfinger	Bienes de Capital
Kodak	Equipos de Oficina

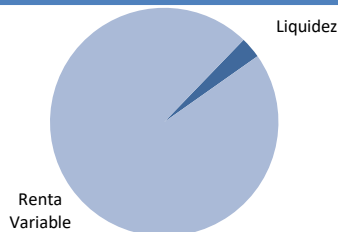
### Incrementos / Entradas & Reducciones / Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
	Brinks

### Ficha Técnica

<b>Ámbito de inversión</b>	:	Renta variable internacional
<b>Sociedad gestora</b>	:	Credit Suisse Gestión, SGIIC
<b>Depositorio</b>	:	Credit Suisse AG, Suc. España
<b>Auditor</b>	:	Deloitte
<b>Órgano regulador</b>	:	CNMV
<b>Mercado cotizado</b>	:	Mercado Alternativo Bursátil
<b>Comisión gestión</b>	:	1,50% anual
<b>Comisión Anual Éxito</b>	:	10% sobre el exceso del 5%
<b>Comisión depositaria</b>	:	0,10% anual
<b>Código ISIN</b>	:	ES0118626037
<b>Inicio (nuevo consejo)</b>	:	1 diciembre 2009
<b>Divisa de referencia</b>	:	EUR
<b>Liquidez</b>	:	Diaria
<b>Patrimonio</b>	:	€67,660,000 (a 31/08/2015)
<b>Número de accionistas</b>	:	627 (a 04/08/2015)
<b>Código Bloomberg</b>	:	CIF SM <equity>
<b>Ticker</b>	:	S0646

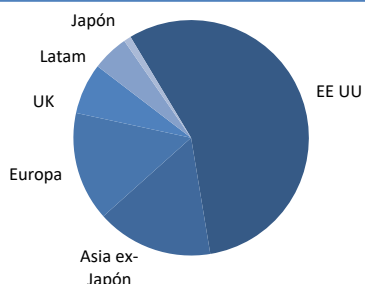
### Distribución por Activos



### Categoría Activos

Renta Variable	97%
Renta Fija	0%
Liquidez / Otros	3%

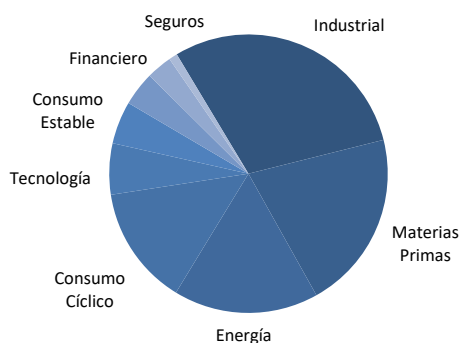
### Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



### Región

EE UU	56%
Asia ex-Japón	16%
Europa	15%
UK	7%
Latam	5%
Japón	1%
Suiza	0%

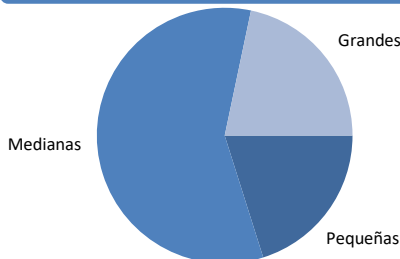
### Distribución Sectorial por Actividad Económica



### Sector

Industrial	29%
Materias Primas	21%
Energía	17%
Consumo Cíclico	14%
Tecnología	6%
Consumo Estable	5%
Financiero	4%
Seguros	3%
Telecom	1%
Utilities	0%
Salud & Pharma	0%

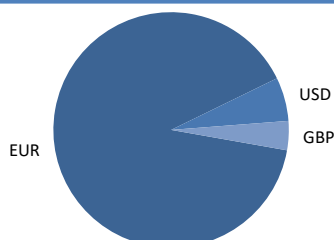
### Distribución por Capitalización Bursátil



### Capitalización

Inferior a €1bn	20%
Entre €1bn y €5bn	58%
Superior a €5bn	22%

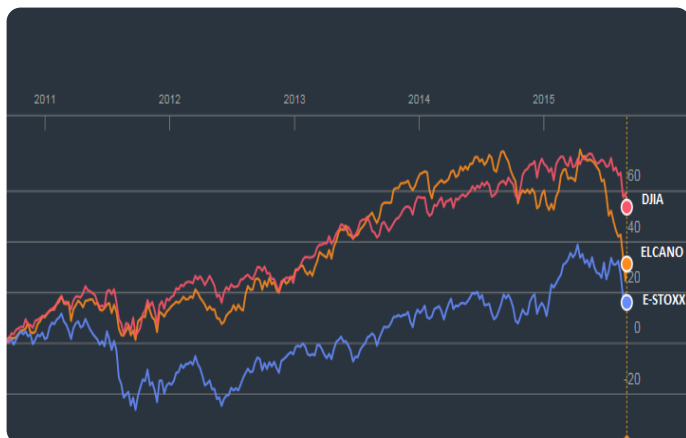
### Distribución por Divisas



### Con las coberturas de divisas

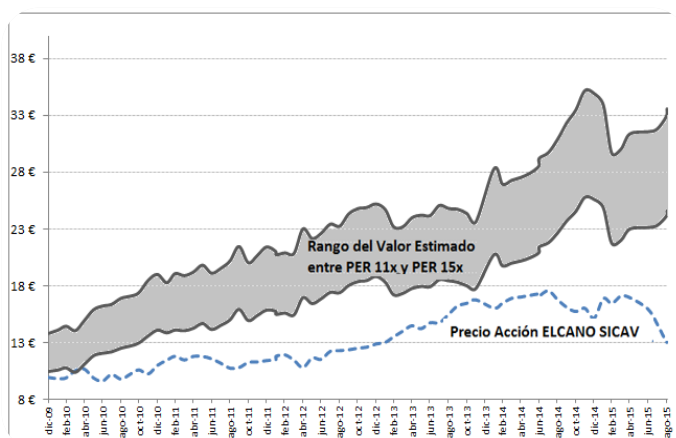
EUR	90%
USD	6%
GBP	4%
CHF	0%

**Evolución cotizaciones ELCANO y otros índices bursátiles**



Fuente: Bloomberg. (Evolución de precios últimos 5 años).

**Evolución cotización ELCANO y valor estimado (Rango PER 11x - PER 15x)**



Fuente: Elaboración propia. Bloomberg.

**Datos de Rentabilidad & Volatilidad**

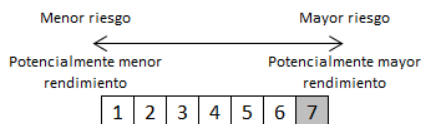
**Rentabilidad por Ejercicios**

2015 (desde inicio del ejercicio)	-18,7%
2014	-4,2%
2013	+32,6%
2012	+10,4%
2011	+3,8%
2010	+10,7%
2009 (Del 1 al 31 de diciembre)	+0,4%
Acumulado desde inicio ELCANO SICAV (1 diciembre 2009)	+31,8%

**Volatilidad** +15,3%

Fuente: Credit Suisse SGIC, Bloomberg, Elaboración Propia.

**Perfil de Riesgo y Remuneración**



**Perfil de Riesgo y Remuneración de ELCANOSICAV: 7 en una escala del 1 al 7.**

Este dato es indicativo del riesgo de la sociedad y está calculado en base a datos simulados que, no obstante, pueden no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo de la sociedad. Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Porque se han tenido en cuenta las inversiones más arriesgadas que pueda realizar la sociedad, aunque podría invertir en activos de menos riesgo, estando en una categoría inferior.

Fuente: Documento DFI (Datos Fundamentales para el Inversor); www.cnmv.es.

~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias. El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Por favor lea el Aviso Importante en la última página. ~

## AVISO IMPORTANTE

El presente documento ha sido elaborado con la finalidad de proporcionar información sobre la materia objeto del mismo. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso. Esta publicación no constituye una oferta de compra o de venta de los valores en ella mencionados, ni debe ser considerada ni utilizado como una oferta de suscripción de acciones de la sicav. La información contenida ha sido recopilada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero no garantizamos la exactitud de la misma, la cual puede ser incompleta o presentarse condensada.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe de tener en cuenta que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Los contenidos y productos incluidos en este documento no están concebidos, ni dirigidos a aquellas personas que residan en jurisdicciones donde sus contenidos no se encuentren autorizados, incluidos los Estados Unidos de América.

El perfil de riesgo según el Folleto simplificado/DFI de Elcano Inversiones Financieras, SICAV, S.A. depositado en la CNMV es 6 (en una escala del 1 al 7), por lo tanto de elevado riesgo. El plazo de tiempo de la inversión recomendado es para posiciones con un horizonte temporal de largo plazo. Las inversiones descritas pueden conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de crédito, de liquidez, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial. Como consecuencia, el valor liquidativo de la acción puede presentar una alta volatilidad.

ELCANO Inversiones Financieras Sicav S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Cualquier decisión de inversión deberá tener en cuenta toda la información pública existente sobre esta SICAV y atendiendo a la documentación registrada en los registros oficiales de la CNMV y disponible en la sociedad gestora de la SICAV, Credit Suisse Gestión, S.G.I.I.C. (Calle Ayala 42, 28001 Madrid). Antes de invertir debería leer los Datos Fundamentales para el Inversor (KIID, por sus siglas en inglés), disponible en la web de la CNMV.

Elcano Inversiones Financieras, SICAV, S.A. está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 971. La sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, Credit Suisse Gestión, S.G.I.I.C. está inscrita en el registro oficial con el número 173. Batlle & Fernandez Partners Eafi SL es una entidad supervisada y registrada con el número 196 en el Registro Administrativo de Empresas de Asesoramiento Financiero de la CNMV. Más información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) y en el Mercado Alternativo Bursátil ([www.bolsasymercados.es/mab](http://www.bolsasymercados.es/mab)).

**El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias.**