

La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV en lo que llevamos de 2016 es del +13,5%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad neta de comisiones y gastos del 40,7%, equivalente al 5,3% anual compuesto.

No se ha realizado ninguna operación durante los últimos dos meses.

La cartera está invertida en líderes que cotizan con importantes descuentos sobre su justiprecio. Pensamos que este descuento se irá cerrando a medida que los ajustes que están teniendo lugar tanto a nivel de industria como de empresa lleven a una mejora de resultados, y ello contribuya a un cambio de sentimiento de mercado, en el que vuelva a primar el precio sobre otros factores como el crecimiento, la novedad o la percepción de estabilidad.

Es destacable que el quintil más caro del mercado cotice a 22x beneficios, 16x EBITDA y 3,6x BV mientras que el más barato lo hace a 10x beneficios, 6,2x EBITDA y 0,9x BV. Encontramos múltiplos similares ordenando por capitalización (las empresas grandes son caras y las pequeñas baratas). Por sectores la divergencia de valoraciones también es formidable.

Dos años después del último pico cíclico y la contracción posterior, estamos ya presenciando una estabilización, a la que deberá suceder una recuperación para probablemente culminar en otro pico cíclico a final de década. ELCANO puede prosperar en un entorno de no recuperación y beneficiarse desproporcionalmente a medida que volvamos a la normalidad (economía, sectores, empresas y sentimiento de mercado).

En informes pasados hemos clasificado la cartera en tres grandes bloques: cíclicas, reestructuraciones y fuera de moda. Se ha explicado la estrategia para las dos primeras. En este informe resumiremos nuestro enfoque para las fuera de moda.

Hay dos grandes estrategias a la hora de invertir. La primera (conocida como “*Growth*”) consiste en predecir qué empresas crecerán sus beneficios por encima de la media durante el medio plazo, y pagar un precio que no sea tan elevado que resulte en una rentabilidad baja incluso con grandes crecimientos. El problema de este sistema es que las empresas que crecen más que la media suelen ser muy populares y cotizan a un precio injustificado.

La segunda (enfoque “*Value*”) busca pagar un precio bajo, que puede darse por dos factores. El primero es un momento difícil (del sector en el caso de las cíclicas o de la propia empresa en el caso de reestructuraciones) con lo que los beneficios están temporalmente deprimidos y también las valoraciones, ya que el mercado suele dar un peso desproporcionado al presente. El segundo lo componen una variedad de razones (lo que llamamos “fuera de moda”) como son:

- Escisiones (Spin-off). Cuando una parte de una empresa se separa y pasa a cotizar de manera independiente, puede haber buena oportunidad por 3 razones: a) en algunos casos la escisión es para venderla de manera fiscalmente eficiente una vez pase el tiempo obligado por las leyes de cada país; b) puede existir presión vendedora una vez empiece a cotizar si es de un perfil diferente al de la matriz; c) el separarse de una empresa grande suele traer consigo una mejora de la eficiencia y oportunidades de crecimiento. Un ejemplo en cartera es **SPX Flow (FLOW:US)**.

*~ 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. ~*

- Riesgo de litigación / Regulatorio. La incertidumbre hace que los inversores decidan no invertir hasta que esté todo más claro, independientemente de que el riesgo-retorno sea favorable.
- Holdings. Suelen cotizar con descuentos importantes, especialmente en mercados bajistas. La clave consiste en diferenciar entre los holdings que crean y los que destruyen valor. Un ejemplo en cartera es el holding noruego **Wilhelm Wilhelmsen (WWI:NO)**.
- Profit warning y otros shocks, que en algunos casos llevan al mercado a sobre reaccionar.
- Empresas dedicadas al mismo sector pueden cotizar temporalmente a distintos múltiplos por el hecho de estar listadas en países diferentes. Por ejemplo, **WorleyParsons (WOR:AU)**, listada en Australia, a pesar de ser una ingeniería global cotiza con descuento sobre ingenierías similares cotizadas en Reino Unido o EEUU.
- El mercado no discrimina respecto a otras empresas del sector. Especialmente en momentos difíciles, empresas claramente superiores están igual de penalizadas que el resto. Pensamos que **Wells Fargo (WFC:US)** es un buen ejemplo.
- El mercado evita lo que considera un endeudamiento excesivo, sin tener en cuenta la estructura de la deuda, la posibilidad de vender activos y la capacidad de repago. A medida que la deuda se repaga el múltiplo de valoración se expande. **AECOM (ACM:US)** podría encajar dentro de esta oportunidad.
- Industrias en transición. La incertidumbre provocada por un cambio en la industria suele traer consigo oportunidades si uno es capaz de diferenciar las empresas mejor preparadas para prosperar en el nuevo entorno. **Fossil Group (FOSL:US)** es un ejemplo en el sector de relojes.

En resumen: por una variedad de razones una buena parte de los inversores deciden no tomar posiciones, independientemente del binomio riesgo-retorno, hasta que la incertidumbre se disipe. En ELCANO buscamos entre estas oportunidades para, mediante el análisis, identificar aquellos casos en los que los precios son injustificados.

La cartera actual formada por 18 empresas cotiza a 12x beneficios esperados para 2016, 4,8x beneficios normalizados, 0,9x valor neto contable y un descuento del 60% sobre su valor estimado. Confiamos en que la combinación de buenos negocios junto con estas valoraciones resultará en rentabilidades atractivas en el medio y largo plazo.

Agradecemos su confianza y estamos a su disposición.

Atentamente,



**Marc Batlle, CFA**  
Consejero



**JJ Fernández**  
Consejero

*~ 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. ~*

**Valor Liquidativo: €13,91 (30/06/2016)**  
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

La cartera está invertida en líderes que cotizan con importantes descuentos sobre su justiprecio. Pensamos que este descuento se irá cerrando a medida que los ajustes que están teniendo lugar tanto a nivel de industria como de empresa lleven a una mejora de resultados, y ello contribuya a un cambio de sentimiento de mercado, en el que vuelva a primar el precio sobre otros factores como el crecimiento, la novedad o la percepción de estabilidad. La cartera actual formada por 18 empresas cotiza a 12x beneficios esperados para 2016, 4,8x beneficios normalizados, 0,9x valor neto contable y un descuento del 60% sobre su valor estimado.

### Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Eastman Kodak	Equipos de Oficina
Diamond Offshore	Oil & Gas Services
Rayonier Advanced Materials	Química
Chemours	Química
Worley Parsons	Ingeniería

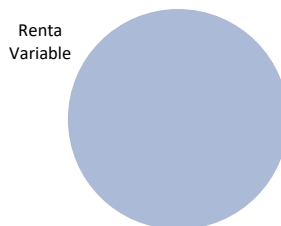
### Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
N/A	N/A

### 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>	: €50,941,308 (a 30/6/2016)
<b>Número de accionistas</b>	: 556 (a 31/5/2016)
<b>Código Bloomberg</b>	: CIF SM <equity>
<b>Ticker</b>	: S0646

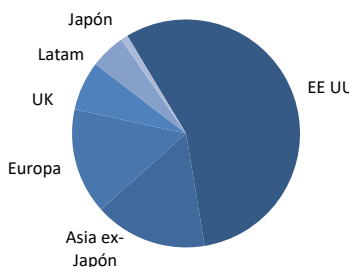
### Distribución por Activos



#### Categoría Activos

Renta Variable	100%
Renta Fija	0%
Liquidez / Otros	0%

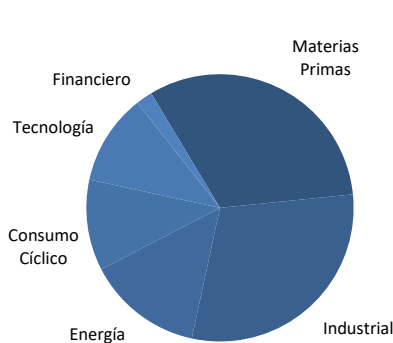
### Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



#### Región

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

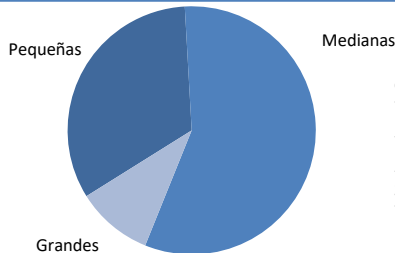
### Distribución Sectorial por Actividad Económica



#### Sector

Materias Primas	32%
Industrial	30%
Energía	14%
Consumo Cíclico	11%
Tecnología	11%
Financiero	2%
Consumo Estable	0%
Seguros	0%
Telecom	0%
Utilities	0%
Salud & Pharma	0%

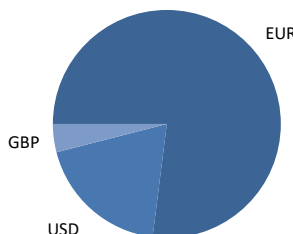
### Distribución por Capitalización Bursátil



#### Capitalización

Inferior a €1bn	33%
Entre €1bn y €5bn	57%
Superior a €5bn	10%

### Distribución por Divisas



#### Con las coberturas de divisas

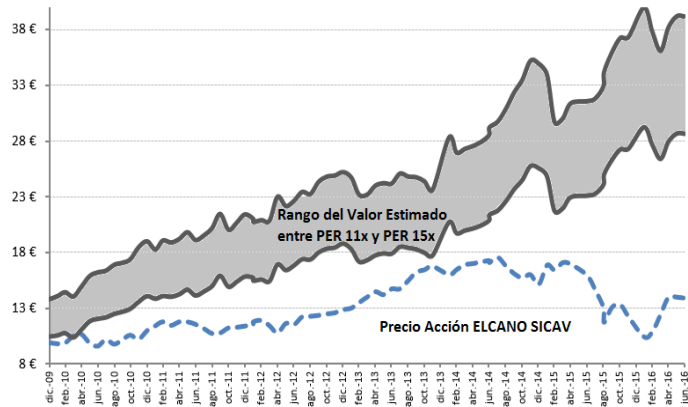
EUR	77%
USD	19%
GBP	4%
CHF	0%

**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.

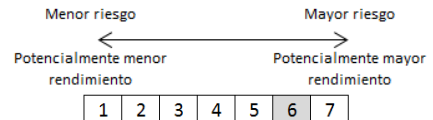
**Datos de Rentabilidad & Volatilidad**

**Rentabilidad por Ejercicios**

2016 (acumulado en el ejercicio)	+13,5%
2015	-23,5%
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)	+40,7%

Volatilidad	+18,2%
-------------	--------

**Perfil de Riesgo y Remuneración**



**Perfil de Riesgo y Remuneración de ELCANOSICAV: 6 en una escala del 1 al 7.**

Este dato es indicativo del riesgo de la sociedad y está calculado en base a datos históricos 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. Calculado conforme al histórico de volatilidad de la acción de los últimos 5 años.

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.**

**Información estrictamente privada y confidencial.**