

La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV en 2014 es del -3,7%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad neta del 62,9%, equivalente al 10,4% anual compuesto.

Hechos relevantes desde el 1 de septiembre de 2014:

- Venta de las inversiones en **Hewlett-Packard (HPQ:US)** con una rentabilidad del 102% en los dos años que ha estado en cartera, y de **Vodafone (VOD:LN)** con una pérdida del 10% en un año. Los pesos medios han sido del 5% y del 3% respectivamente. La decisión de vender siempre es en función de las alternativas, incluyendo estar en caja si el precio ha alcanzado su valor intrínseco y no existen oportunidades.
- Inversión del 4% de la cartera en **Subsea 7 (SUBC:NO)**, contratista líder en proyectos de infraestructura submarina de energía. El sector energético se enfrenta a un entorno difícil en el corto plazo por la combinación de una demanda débil junto con una mayor oferta (incremento de producción en EEUU y Libia) que ha provocado una reducción del precio del petróleo. Un precio menor impacta directamente a la generación de caja de los productores que, por lo tanto, se ven obligados a cortar la inversión en el desarrollo de sus reservas tanto *onshore* como *offshore*. La disminución en las inversiones afecta a su vez a toda la cadena de valor desde los fabricantes y propietarios de plataformas de perforación y producción, ingenierías, servicios de exploración sísmicos hasta los proveedores de componentes (válvulas, tuberías, umbilicales, etc.).

En ELCANO SICAV pensamos que las importantes correcciones en las cotizaciones de las empresas del sector (en algunos casos > 50%) son una fuente de oportunidad. La exposición en el sector es del 16% en 4 empresas en distintas fases de la cadena de valor: Apache (APA:US) como petrolera, Diamond Offshore (DO:US) como propietaria de plataformas de perforación, Subsea 7 (SUBC:NO) como ingeniería y Vallourec (VLK:FP) como fabricante de tubos de acero.

En el caso de Subsea 7, el atractivo es el siguiente:

- Industria concentrada en crecimiento. La estructura es oligopolística debido a las fuertes barreras de entrada: a) reputación; b) *know-how* y personal capaz de ganar y ejecutar proyectos altamente complejos; c) elevada inversión recurrente en barcos especializados; d) presencia local; e) escala requerida para participar en proyectos cada vez mayores manteniendo una cartera equilibrada. Además, la demanda a largo plazo crece con la necesidad de energía y el declive en la producción procedente de los yacimientos maduros.
- Empresa líder. Subsea 7 es líder en el sector con el 25% del mercado. Su presidente posee el 20% de las acciones. La compañía no tiene prácticamente deuda y el consejo implementa operaciones creadoras de valor como son recompras de acciones o deuda en momentos de infravaloración como el actual.
- Precio atractivo. Cotiza por debajo de 3x EBITDA, 0,5x ingresos y al 80% del valor neto contable, lo que implicaría que su flota no vale su coste de reposición, y que no hay valor en la organización incluido su reputación, conocimiento y presencia. El competidor directo Technip cotiza a 2,5x TBV y 8x EBITDA. La empresa ha recomprado deuda convertible con un precio de conversión de \$30 (el precio actual de las acciones es de \$11) que cotizaba con una TIR del 3%, lo que señala su convicción en que las acciones están profundamente infravaloradas.

~ 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. ~

- Inversión del importe resultante de la venta de Vodafone en el grupo alemán de defensa y automoción **Rheinmetall (RHM:GR)**. Después de la corrección en el precio de sus acciones (40% en 6 meses), queda cotizando a 0,4x ventas, 0,8x valor neto contable y 6x beneficios operativos (5x normalizados). Actualmente, la empresa está en un proceso de ahorro de costes, internacionalización y desarrollo de tecnologías que le permitan aprovechar las crecientes regulaciones medioambientales.

ELCANO SICAV compró acciones por primera vez en agosto de 2013 (65.000 por €2,5mn) y las vendió en marzo de 2014 por €3,5mn. Ahora podemos adquirir esas mismas acciones por €2,2mn. El rango de valoración del 100% de las acciones va de €2-3bn dependiendo del éxito del plan de negocio, contra la capitalización actual de €1,2bn. Estos extremos están siendo bastante típicos durante 2014.

- En automoción, KSPG es un proveedor líder de pistones y cojinetes, mercado en manos de unos pocos fabricantes pero con una fuerte presión en precios debido a la aún mayor concentración de los clientes. Además, es propietaria de Pierburg, empresa que destaca por su tecnología en válvulas, bombas y sistemas de emisión. Rheinmetall está presente en la mayoría de grupos de automoción, tiene una estructura productiva eficiente y una tecnología avanzada con inversión en I+D superior a la de sus principales competidores (6% de las ventas). Las oportunidades a medio plazo consisten en el ahorro de costes en el negocio de fabricación de pistones, la oportunidad para Pierburg derivada de la regulación de emisiones y los coches híbridos, y una eventual recuperación de los volúmenes en el mercado europeo.
- En defensa, Rheinmetall fabrica carros de combate, componentes electrónicos y vehículos de soporte. El negocio se divide a partes iguales entre sistemas y componentes. La cartera de pedidos no ejecutada corresponde a tres veces las ventas actuales. Alemania representa el 30%, el resto de Europa el 25%, Asia el 30% y Oriente Medio el 15%. Se trata de una cartera internacional, reflejo de la tecnología líder de Rheinmetall. Los beneficios están temporalmente deprimidos debido al diferimiento en la compra de munición por parte de los gobiernos (se trata del producto de mayor margen) y la infrutilización de la planta de Viena de vehículos logísticos.

La cartera está formada por 25 empresas operando en 12 sectores y cotizando en 9 mercados. ELCANO SICAV cotiza a valor neto contable, 8,4x beneficios esperados para 2015, 6,3x beneficios operativos y una rentabilidad por dividendo del 3,5%.

Confiamos en que el proceso continuo de adquisición de participaciones en empresas líderes cotizando a descuento resultará en rentabilidades superiores para los accionistas de ELCANO SICAV 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: €16,11 (31/10/2014)
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

Se han vendido las participaciones en **Hewlett-Packard (HPQ:US)** con una rentabilidad del 102% en los dos años que ha estado en cartera y de **Vodafone (VOD:LN)** con una pérdida del 10% en un año. Se han adquirido acciones en **Subsea 7 (SUBC:NO)**, contratista líder en proyectos de infraestructura submarina de energía; y en el grupo alemán de defensa y automoción **Rheinmetall (RHM:GR)**. Después de la corrección en el precio de sus acciones (40% en 6 meses), queda cotizando a 0,4x ventas, 0,8x valor neto contable, y 6x beneficios operativos (5x normalizados).

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Bilfinger	Servicios Profesionales
AECOM	Bienes de Capital
Valmet	Bienes de Capital
Eastman Kodak	IT, Electrónica & Equipos
Symantec	Software & Servicios

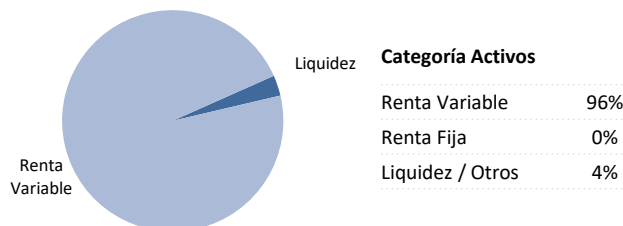
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
Subsea 7	Hewlett-Packard
Rheinmetall	Vodafone

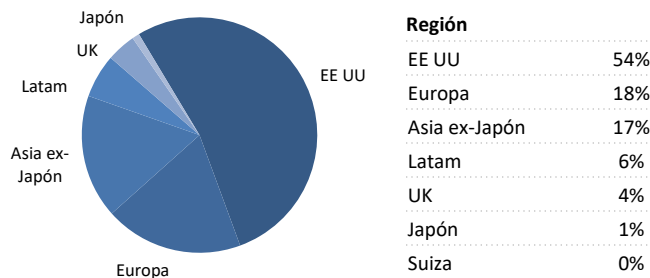
Ficha Técnica

Ámbito de inversión	:	Renta variable internacional
Sociedad gestora	:	Credit Suisse Gestión, SGIC
Depositario	:	Credit Suisse AG, Suc. España
Auditor	:	Deloitte
Órgano regulador	:	CNMV
Mercado cotizado	:	Mercado Alternativo Bursátil
Comisión gestión	:	1,50% anual
Comisión Anual Éxito	:	10% sobre el exceso del 5%
Comisión depositaria	:	0,10% anual
Código ISIN	:	ES0118626037
Inicio (nuevo consejo)	:	1 diciembre 2009
Divisa de referencia	:	EUR
Liquidez	:	Diaria
Patrimonio	:	€89,545,000 (a 31/10/2014)
Número de accionistas	:	672 (a 01/09/2014)
Código Bloomberg	:	CIF SM <equity>
Ticker	:	S0646

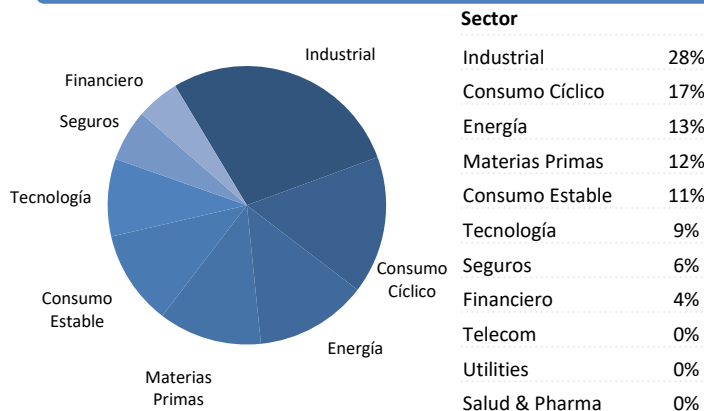
Distribución por Activos



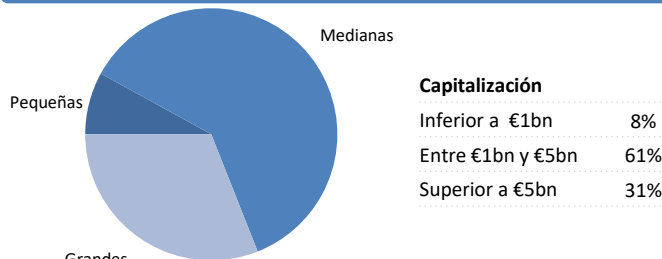
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



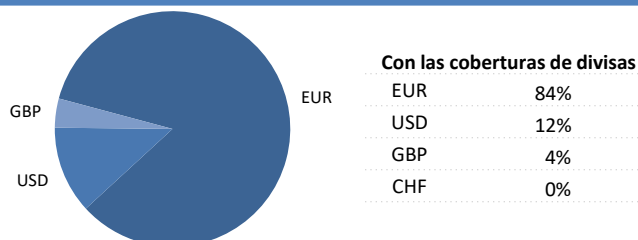
Distribución Sectorial por Actividad Económica



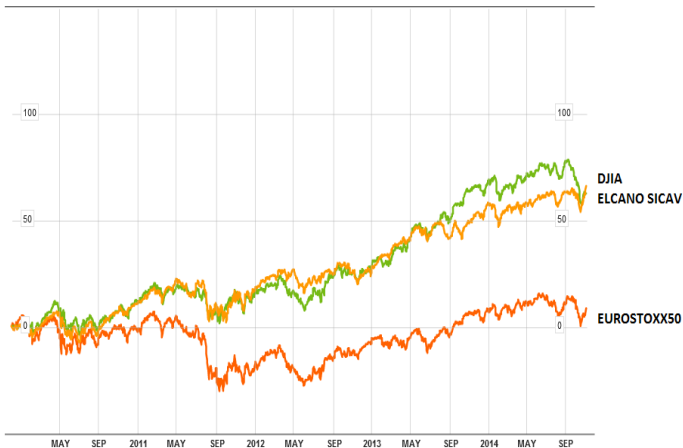
Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Divisas

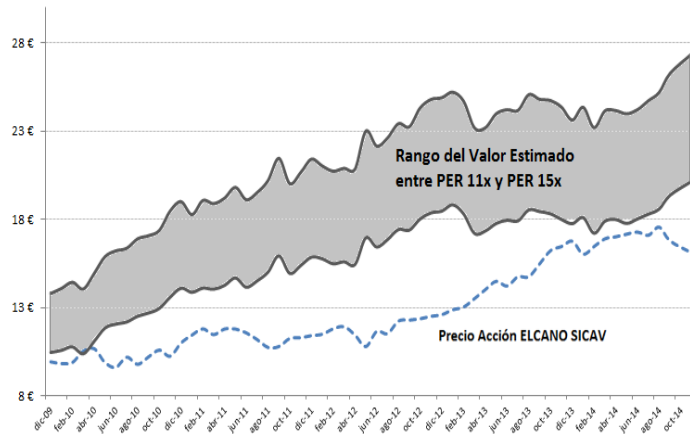


Evolución cotizaciones ELCANO y otros índices bursátiles



Fuente: Bloomberg. (Evolución de precios desde Dic 2009).

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



Fuente: Elaboración propia. Bloomberg.

Datos de Rentabilidad & Volatilidad

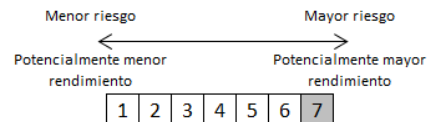
Rentabilidad por Ejercicios

2014 (desde inicio del ejercicio)	-3,7%
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)	+62,9%

Volatilidad +14,4%

Fuente: Credit Suisse SGICC, 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) y en el Mercado Alternativo Bursátil (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.