

La rentabilidad acumulada durante 2012 es del 7,2%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad del 23,8%, equivalente al 8,1% anual compuesto.

Los principales hechos a destacar desde el envío del último informe en julio de 2012 son los siguientes:

- Se han vendido la totalidad de las acciones de **Wal Mart** (WMT:US) con una ganancia del 25%. Al precio de venta, la rentabilidad anual esperada para el periodo 2012-16 es del 12% vs. el 20% para el resto de la cartera. En ELCANO invertimos a largo plazo, lo que significa que esperamos pacientemente a que se cierre el diferencial entre valor y precio, y eso puede suceder en cinco años, que es lo que asumimos a la hora de calcular la rentabilidad esperada, o en tan sólo cuatro meses como en este caso. Cada inversión debe tener siempre un margen de seguridad, que nos da la oportunidad de ganar dinero y nos protege ante posibles errores o sucesos inesperados. El margen de seguridad es la clave para invertir de manera segura y rentable.
- Se han comprado acciones en la multinacional farmacéutica **Novartis** (NOVN:VX) por el 5% de la cartera. La estrategia de Novartis consiste en una diversificación enfocada en áreas de salud en crecimiento y en las que pueda mantener posiciones de liderazgo, que le permitan generar recursos para innovar o reforzarse mediante adquisiciones. Sus negocios principales son:
 - Fármacos patentados, que representa el 65% del beneficio. El portfolio actual está formado por 20 fármacos y un total de \$30bn de ventas. Aproximadamente 1/3 de las ventas se perderán en los próximos cinco años por expiración de patentes, siendo sustituidas por crecimiento de fármacos lanzados recientemente (Lucentis, Tassigna, Galvus) y por nuevas moléculas únicas (13) que actualmente están en fase III o registro.
 - Alcon, que representa el 20% del beneficio. Se trata del líder global en oftalmología, con un negocio repartido en productos quirúrgicos, colirios y lentillas.
 - Sandoz, el negocio de genéricos, genera el 12% de los beneficios actuales. Es el líder global en biosimilares, genéricos inyectables y genéricos oftalmológicos.
 - Adicionalmente tiene un negocio de vacunas, de diagnóstico y de OTC. También es propietaria del 6,3% de los derechos económicos de Roche y del 33,3% de sus derechos políticos.

Resumiendo, se trata de una compañía con posiciones dominantes en mercados en auge por el envejecimiento de la población. A pesar de los recortes del sector, creemos que Novartis puede crecer su negocio al ritmo del PIB de los países desarrollados. A los precios actuales, estamos pagando 10 veces la generación de caja neta anual, por lo que el retorno anual esperado asumiendo un crecimiento del 4% y un precio de salida de 15x FCF es superior al 20%.

~ 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. ~

- Se han adquirido acciones en la empresa americana de televisión por satélite **DIRECTV** (DTV:US), formada por dos negocios:
 - DIRECTV US, con 20mn de clientes y una oferta de 170 canales. En EEUU, 100mn de hogares (75% del total) están suscritos a un servicio de distribución de programación multicanal (MVPD), repartido en cable (60%) y recepción directa (DTH). Se trata de un mercado maduro y competitivo, en el que DIRECTV cuenta con la masa crítica para poder diferenciarse en los elementos críticos para el consumidor: calidad del contenido, tecnología y servicio.
 - DIRECTV Latin America tiene 5mn de suscriptores en Brasil (Sky Brasil), 5mn en el resto de Latam y una participación del 41% en Sky Mexico, con más de 12mn de clientes. DIRECTV es la empresa líder por cuota de mercado en un área geográfica en la que la penetración debería aumentar con el desarrollo de la clase media, y en la que el DTH es la tecnología más eficiente. Por lo tanto, deberíamos esperar crecimientos de doble dígito en el medio plazo.

En nuestra opinión, el mercado no valora el atractivo perfil de la empresa, con un negocio recurrente creciendo por encima del 8%, centrándose más en los retos como son la crisis, el incremento del coste del contenido y los cambios tecnológicos. Las acciones cotizan a 10 veces la generación anual de caja, que DIRECTV emplea íntegramente en recomprar sus propias acciones.

La cartera de ELCANO SICAV cotiza a 1,1x valor neto contable, 8,1x beneficios esperados para 2012 y una rentabilidad por dividendo del 5,5%. Creemos que la calidad de las empresas, junto con sus atractivas valoraciones, resultarán en rentabilidades atractivas para los accionistas en el medio y largo plazo.

Agradecemos su confianza y estamos a su disposición.

Atentamente,



Marc Batlle, CFA
Consejero



JJ Fernández
Consejero

Valor Liquidativo: 12,24 euros (31/8/2012)
Fuente: Credit Suisse Gestión.

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 la totalidad de las acciones de Wal Mart (WMT:US) con una ganancia del 25%. Al precio de venta, la rentabilidad anual esperada para el periodo 2012-16 es del 12% *versus* el 20% para el resto de la cartera.
- Se han comprado acciones en la multinacional Novartis (NOVN:VX) por el 5% de la cartera. La estrategia de farmacéutica consiste en una diversificación enfocada en áreas de salud en crecimiento y con posiciones dominantes en mercados en auge por el envejecimiento de la población. Asimismo se han adquirido acciones en la empresa americana de televisión por satélite DIRECTV (DTV:US) La cartera de ELCANO SICAV cotiza a 1,1x valor neto contable, 8,1x beneficios esperados para 2012 y una rentabilidad por dividendo del 5,5%.

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
GDF Suez	Utility
Wells Fargo	Banco
Vivendi	Medios
Carrefour	Distribución
United Internet	Telecom

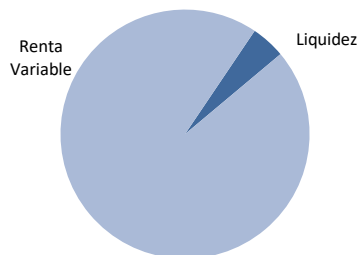
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
Novartis	Symetra
Direct TV	Walmart

Ficha Técnica

Ámbito de inversión	: Renta variable internacional
Sociedad gestora	: Credit Suisse Gestión, SGIC
Depositario	: Credit Suisse AG, Suc. España
Auditor	: PricewaterhouseCoopers
Órgano regulador	: CNMV
Mercado cotizado	: Mercado Alternativo Bursátil
Comisión gestión/otras	: 1,75% anual
Comisión depositaria	: 0,10% anual
Código ISIN	: ES0118626037
Inicio (nuevo consejo)	: 1 diciembre 2009
Divisa de referencia	: EUR
Liquidez	: Diaria
Patrimonio	: €21,976,000 (a 31 agosto 2012)
Número de accionistas	: 303 (a 31 agosto 2012)
Bloomberg	: CIF SM <equity>

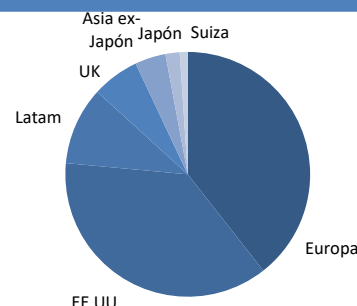
Distribución por Activos



Categoría Activos

Renta Variable	96%
Renta Fija	0%
Liquidez / Otros	4%

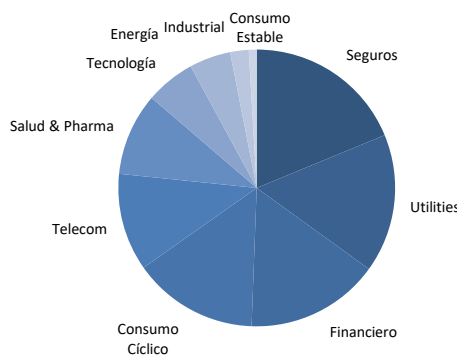
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



Región

Europa	40%
EEUU	37%
Latam	10%
UK	6%
Asia ex-Japón	4%
Japón	2%
Suiza	1%

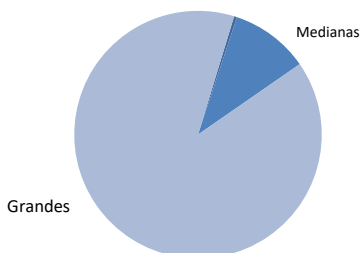
Distribución Sectorial por Actividad Económica



Sector

Seguros	19%
Utilities	16%
Financiero	15%
Consumo Cíclico	14%
Telecom	11%
Salud & Pharma	10%
Tecnología	6%
Energía	5%
Industrial	2%
Consumo Estable	1%
Materias Primas	1%

Distribución por Capitalización Bursátil



Capitalización

Inferior a €1bn	0%
Entre €1bn y €5bn	10%
Superior a €5bn	90%

Distribución por Divisas

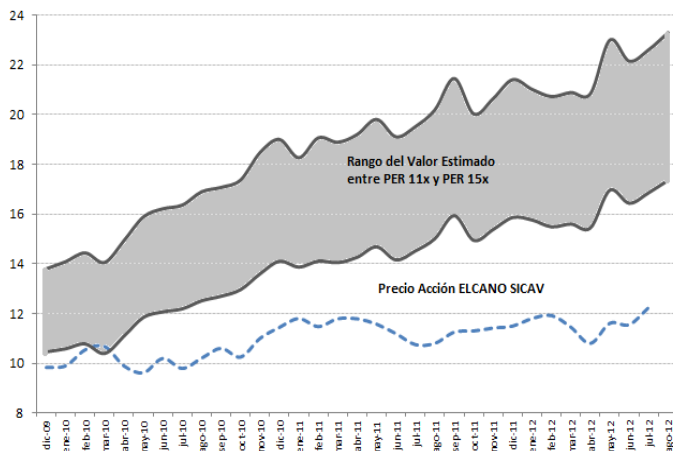
Cartera		ELCANO SICAV (con cobertura)	
EUR	54%	EUR	85%
USD	32%	USD	1%
GBP	5%	GBP	5%
CHF	9%	CHF	9%

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	
Ejercicio 2012 (Hasta 31 de agosto)	+7,2%
Ejercicio 2011	+3,8%
Ejercicio 2010	+10,7%
Desde lanzamiento (1 Dic 2009)	+23,8%
Volatilidad	16,8%

Fuente: Credit Suisse SGICC, Bloomberg, elaboración propia

~ 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.bolsas ymercados.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.