

La rentabilidad neta de gastos acumulada durante 2013 es del 12,9%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO SICAV acumula una rentabilidad neta del 43,9%, equivalente al 10,7% anual compuesto.

Hechos relevantes desde la última carta el 1 de mayo de 2013:

- Venta de las acciones en los grupos de medios **DirecTV (DTV:US)**, **Vivendi (VIV:FP)** y **McGraw-Hill (MHFI:US)**, con un peso agregado del 12%, obteniendo rentabilidades del 22%, 26% y 29% respectivamente, durante los menos de doce meses que han estado en cartera.
- Venta de las acciones de **ConocoPhillips (COP:US)**, con una rentabilidad del 7% anual durante tres años y medio, y reinversión en **Apache (APA:US)**, que actualmente pesa el 8% en la cartera. Pensamos que ésta es una alternativa superior: a) mayor descuento respecto al coste de reposición de sus activos; b) flexibilidad operativa y financiera; c) presencia de un catalizador que acelere el cierre del descuento como es el plan de venta de activos y recompra del 15% de las acciones en el mercado; d) menor tamaño, que la dejan expuesta a la posibilidad de OPAs o de entrada de inversores activistas en el capital.
- Compra de acciones en **CST Brands (CST:US)** por el 5% de la cartera, aprovechando su escisión de la empresa americana de refino Valero. Es propietaria de 2.000 estaciones de servicio, la mitad en Texas y Colorado y la otra mitad en Canadá. El enfoque en áreas geográficas concretas, junto con el aprovechamiento de las economías de alcance al vender gasolina junto con productos de consumo y alimentación, le permiten explotar de manera rentable la tendencia hacia la conveniencia. Atractivos adicionales son la exposición a Texas, uno de los estados con mayor crecimiento demográfico de los EEUU, y la posibilidad de participar activamente en la consolidación de un sector en el que la mayor parte de establecimientos todavía son independientes. CST Brands cotiza a 6,5x EBITDA y \$1,5mn por estación, un descuento sustancial sobre cotizadas similares como Casey's y Couche-Tard.
- Adquisición de acciones en la acería coreana **POSCO (PKX:US)** por el 5% de la cartera. POSCO es propietaria de dos de las plantas más eficientes del mundo, con 20Mt de capacidad cada una, una cuota de mercado superior al 50% en Corea del Sur, sin sindicatos y con tecnología avanzada. Estos factores le otorgan una ventaja en costes respecto a sus competidores globales cuantificable en unos \$100/t, permitiéndole generar abundante caja y ser rentable económicamente incluso en el entorno de sobrecapacidad global la actual. En previsión a la eventual maduración de la industria siderúrgica nacional, POSCO ha emprendido una estrategia de diversificación en negocios relacionados con su actividad principal como son el trading internacional de materiales (Daewoo International), la generación eléctrica (3,3GW capacidad instalada), la ingeniería y construcción (POSCO E&C), la consultoría tecnológica (POSCO ICT) y la fabricación de materiales avanzados (POSCO Chemtech). Las acciones cotizan a 0,6x valor neto contable tangible y el equivalente a \$200 la tonelada de capacidad instalada, un descuento importante sobre el coste de reposición actual en la industria que va desde \$600/t para expansión en plantas existentes y \$1.200/t para nuevas plantas.

~ 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 4% de la cartera en el grupo francés **Bouygues (EN:FP)**, formado por seis activos principales.
 - El primero en orden de importancia es Colas, empresa líder en mantenimiento de carreteras, integrada verticalmente y con fuerte presencia en Francia, el resto de Europa y EEUU.
 - El segundo es la constructora internacional, dedicada principalmente a infraestructura económica, y destacada por su reputación, capacidad de ejecución de proyectos de elevada complejidad, y la flexibilidad que le otorga una elevada cartera de obra pendiente de ejecutar.
 - El tercero es Bouygues Telecom, tercer operador móvil en Francia con 11mn de suscriptores y propietario de una licencia 4G, que además cuenta con el 8% del mercado nacional de banda ancha con 2mn de clientes.
 - El cuarto es el 30% del capital de la ingeniería internacional cotizada Alstom, líder en los sectores de transporte y electricidad, tanto generación como redes.
 - El quinto es Bouygues Immobilier, líder en el mercado residencial francés con una cuota del 15%, basando su oferta en productos asequibles y energéticamente eficientes.
 - Finalmente, Bouygues posee el 44% de la cotizada TF1, líder de audiencia televisiva en Francia y propietaria de Eurosport.

En todos los casos se trata de negocios competitivamente sólidos a los que se les suma la ventaja de formar parte del grupo Bouygues, caracterizado por su fortaleza financiera, capacidad de adaptación y orientación a largo plazo, derivado del hecho que el 44% de las acciones están en manos de los propios empleados incluidos los hermanos Martin y Olivier Bouygues con el 20% del capital. Las acciones cotizan al nivel más bajo de los últimos 15 años con una precio de mercado que equivale a 3x EBITDA, lo que representa una excelente oportunidad para ELCANO SICAV.

- Compra de acciones de **News Corporation (NWS:US)** por el 4% de la cartera, escindida el viernes pasado del holding de medios controlado por Rupert Murdoch con el mismo nombre, que pasa a denominarse 21st Century Fox (FOX:US). La nueva News Corp actualmente capitaliza \$9bn y posee los siguientes activos:
 - \$3bn en caja neta;
 - el 67% del portal inmobiliario cotizado REA group, con un valor de mercado de \$2bn;
 - el 50% de Foxtel, líder en TV por satélite en Australia con 2,3mn de suscriptores y que valoramos en \$2bn, equivalente a 6,5x EBITDA;
 - Fox Sports Australia, los canales de deporte líderes en Australia que valoramos en \$1,5bn, 10x EBITDA utilizando comparables y el precio de adquisición en 2013 del 50% que no estaba en manos de News Corp;
 - la editorial HarperCollins, que utilizando múltiplos de empresas similares cotizadas valdría alrededor de \$1,5bn;
 - Amplify, negocio de educación en EEUU todavía en fase de inversión al que se han destinado \$600mn.

~ 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. ~

La suma del valor de estos activos excede el precio actual de mercado de News Corp. El margen de seguridad nos lo da el negocio de periódicos y servicios de información, que genera \$1bn de EBITDA anual, y es propietario del Wall Street Journal, un tercio de la circulación de periódicos en Reino Unido incluyendo el Sun y el Times, dos tercios de la circulación en Australia con 17mn de copias diarias, el servicio de información financiera institucional de Dow Jones y la agencia de marketing News America. La nueva News Corp combina flexibilidad financiera, diversificación, contenido y marcas únicas con fuerte potencial de desarrollo, escala, alcance, y una organización conocedora y con capacidad de ejecución.

La cartera cotiza por debajo de valor neto contable, 9,3x beneficios esperados para 2013 y una rentabilidad por dividendo del 4,4%. La combinación de calidad e infravaloración se traducirá en rentabilidades atractivas 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: 14,23 euros (30/06/2013)
Fuente: Credit Suisse Gestión SGIIC.

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 acciones en los grupos de medios **DirecTV** (DTV:US), **Vivendi** (VIV:FP) y **McGraw-Hill** (MHFI:US), con un peso agregado del 12%, obteniendo rentabilidades del 22%, 26% y 29% respectivamente, durante los menos de doce meses que han estado en cartera. Asimismo se han vendido las acciones de **ConocoPhillips** (COP:US), con una rentabilidad del 7% anual durante tres años y medio. ELCANO SICAV ha comprado acciones de **Apache** (APA:US), **CST Brands** (CST:US), resultante de su escisión de la empresa americana de refino Valero, y propietaria de 2.000 estaciones de servicio, **POSCO** (PKX:US) acería coreana, propietaria de dos de las plantas más eficientes del mundo, el grupo **Bouygues** (EN:FP), y **News Corporation** (NWS:US).

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Wells Fargo	Banco
Apache	Energía
GDF Suez	Utility
CST Brands	Distribución
Swiss Re	Seguros

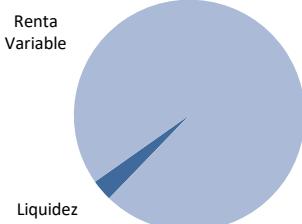
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
Apache	DirecTV
CST Brands	Vivendi
POSCO	McGraw-Hill
Bouygues	ConocoPhillips

Ficha Técnica

Ámbito de inversión	:	Renta variable internacional
Sociedad gestora	:	Credit Suisse Gestión, SGIIC
Depositario	:	Credit Suisse AG , Suc. España
Auditor	:	PricewaterhouseCoopers
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	:	€40,695,000 (30 junio 2013)
Número de accionistas	:	410 (a 30 junio 2013)
Bloomberg	:	CIF SM <equity>

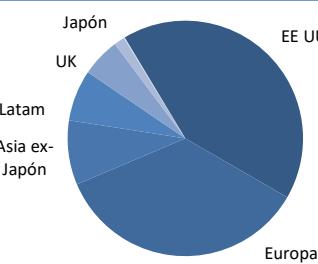
Distribución por Activos



Categoría Activos

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

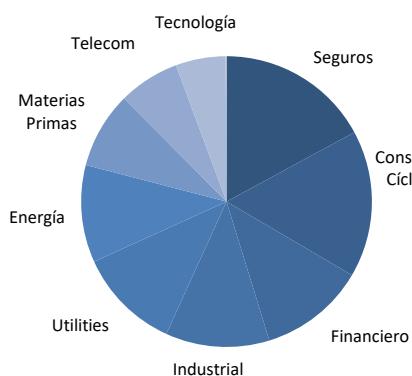
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



Región

EEUU	42%
Europa	35%
Asia ex-Japón	9%
Latam	7%
UK	5%
Japón	1%
Suiza	0%

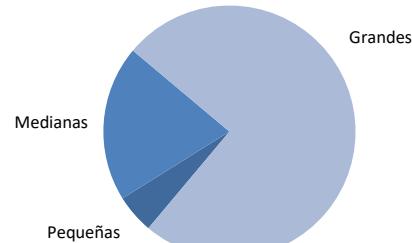
Distribución Sectorial por Actividad Económica



Sector

Seguros	17%
Consumo Cíclico	16%
Financiero	12%
Industrial	12%
Utilities	11%
Energía	11%
Materias Primas	9%
Telecom	7%
Tecnología	6%
Salud & Pharma	0%
Consumo Estable	0%

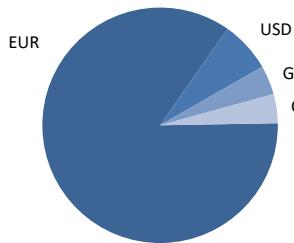
Distribución por Capitalización Bursátil



Capitalización

Inferior a €1bn	5%
Entre €1bn y €5bn	20%
Superior a €5bn	75%

Distribución por Divisas



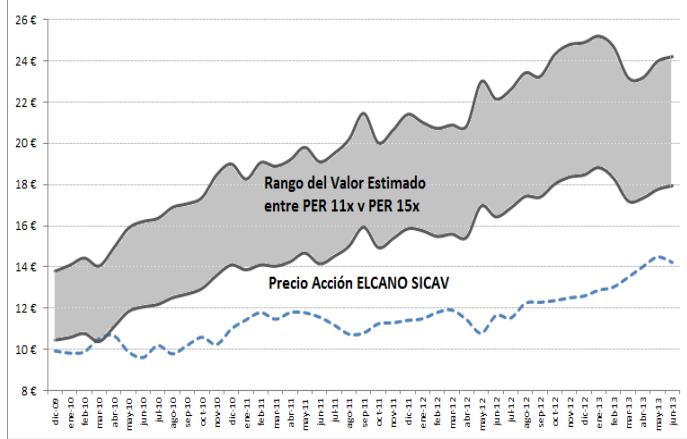
EUR	85%
USD	7%
GBP	4%
CHF	4%

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

2013 (Acumulado desde el inicio del año)	+12,9%
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)	+43,9%

Volatilidad	15,8%
-------------	-------

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.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.