

**Adjuntamos el informe de ELCANO SICAV a 1 de mayo de 2017. La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV durante los cuatro primeros meses de 2017 es del -1,1%. Desde lanzamiento en diciembre de 2009 acumula una rentabilidad neta de comisiones y gastos del 82,6%, equivalente al 8,5% anual compuesto.**

Los cambios significativos desde el último informe de marzo de 2017 son:

- Venta de la totalidad de las acciones de Eastman Kodak (KODK:US) después de 3 años con un peso medio del 5% de la cartera, con una pérdida acumulada del 43,1% equivalente al -15,4% anual compuesto. Durante estos tres años:
  - Kodak ha reducido los costes de estructura a la mitad, pasando del 25% al 15% de ingresos, lo que le ha permitido mantener un EBITDA relativamente estable con unos ingresos un 25% menores.
  - Sin embargo, esta reducción incluye un gasto en I+D actual de \$30mn (2% ingresos) contra \$100mn (5% de ingresos) hace 3 años.
  - Kodak no ha sido capaz de monetizar ningún activo ni desarrollar ninguna de las supuestas prometedoras tecnologías. Además, hemos ido descubriendo obligaciones históricas que la empresa no ha sido transparente al respecto (ej. compromisos de compra de electricidad en el Eastman Business Park). Podemos afirmar que han sido tres años de promesas no cumplidas.
  - Al no monetizar ningún activo, solamente se ha repagado la mitad de la deuda inicial, y se ha hecho a través de un convertible que es dilutivo para los accionistas.

Como consecuencia Kodak hoy es altamente dependiente de un negocio maduro (planchas de impresión) y carece de la escala necesaria para desarrollar nuevos negocios, lo que claramente representa un riesgo a futuro. A nivel de valoración, parece evidente que ésta es sustancialmente inferior al rango bajo estimado por nosotros hace 3 años. Aunque las acciones probablemente cotizan a descuento, teniendo en cuenta estos factores, pensamos que el binomio riesgo-retorno no es atractivo y disponemos de mejores alternativas. El error quizá ha sido sobrestimar al equipo gestor incluyendo sus promesas y los riesgos y dificultades que conlleva la innovación basada en nuevo conocimiento.

Continuamos viendo signos evidentes de recuperación en la economía intermedia y la industria de petróleo y gas. Todo proceso de recuperación lleva tiempo hasta que la normalización de inventarios y el crecimiento de la demanda se traduce en un incremento de precios, que es el factor clave en la rentabilidad de la mayoría de negocios. Mientras que esto hecho ya es realidad en algunas industrias, en otras de momento sólo vemos una mayor actividad.

La tesis de ELCANO SICAV es que la recuperación irá ganando fuerza hasta probablemente culminar en un pico cíclico a final de década. Somos pacientes para capturar esta vuelta a la normalidad, sabiendo que el mercado lo irá reconociendo progresivamente de manera no uniforme a medida que los fundamentales vayan mejorando.

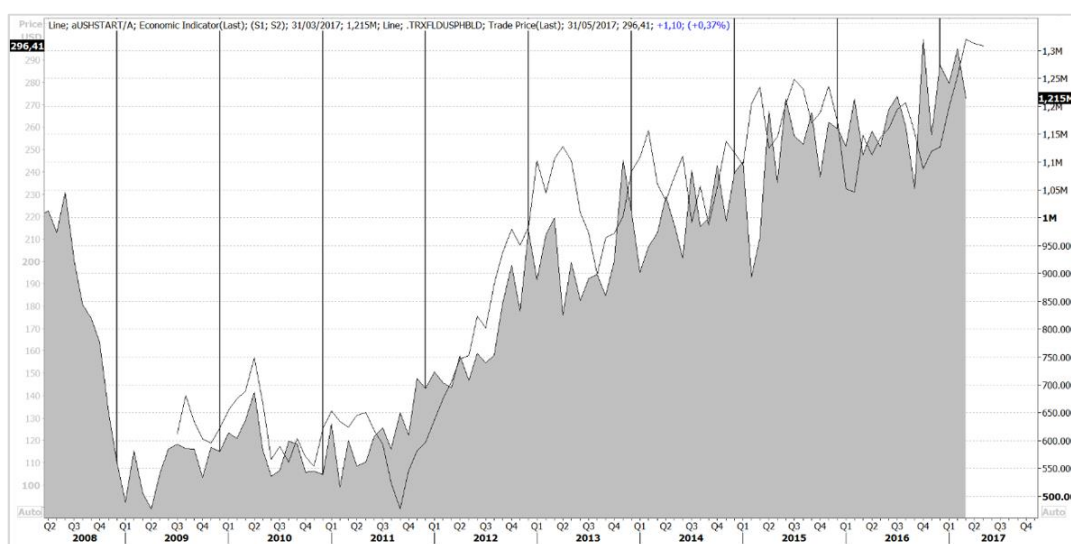
*~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias. El valor de las inversiones puede tanto incrementarse como disminuir, y cabe la posibilidad de que recupere un importe inferior al invertido. Por favor lea el Aviso Importante en la última página. ~*

Pensamos que un ejemplo reciente, la recuperación de la construcción residencial en EEUU, puede ayudar a entender este proceso. El gráfico muestra el número de viviendas iniciadas en EEUU (derecha y en gris sombreado) y el comportamiento de mercado de un índice de empresas dedicadas a la construcción residencial (izquierda, línea negra).

- Históricamente en EEUU se han construido alrededor de 1,5mn de viviendas anuales de acuerdo con sus necesidades demográficas. En la gran crisis financiera, la construcción se desplomó hasta solamente 500,000 anuales, en tan sólo 12 meses. A partir de ahí siguieron dos años de estabilidad en un nivel muy bajo hasta que empezó una recuperación que continúa hasta nuestros días (más de 6 años).
- A nivel de mercado, podemos observar una recuperación progresiva de la mano de los fundamentales, con fluctuaciones entre medio más o menos pronunciadas. El resultado fue un retorno anual, dependiendo del momento de entrada, de entre el 15 y el 20%. Los inversores que entendieron la mecánica del ciclo y que tuvieron la disciplina de estar invertidos durante la recuperación, incluyendo momentos de resultados negativos, vieron su paciencia recompensada.

Tenemos la convicción de que estamos ante otro proceso cíclico en las industrias de Petróleo y Gas, Material Primas y distintas partes de la economía intermedia. Las causas y las curas son diferentes, pero la conclusión de que a un periodo de depresión le seguirá uno de recuperación en el que como inversores nos beneficiaremos es la misma.

**Gráfico: Monthly US Housing Starts & US Homebuilders Index**



(Fuente: Reuters)

~ 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 cartera actual formada por 16 empresas cotiza a 12x beneficios esperados para 2017, 5,5x beneficios normalizados, 0,8x 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*

### **La Estrategia de Inversión de ELCANO SICAV**

ELCANO SICAV es un vehículo de inversión en renta variable global cuyo objetivo es obtener el mayor rendimiento anual compuesto a largo plazo, superando la inflación más el 5%.

La estrategia de inversión de ELCANO SICAV se basa en cinco principios:

- Análisis profundo
- Razonamiento independiente del consenso y decisiones libres de emociones
- Comprar a descuento
- Invertir en buenos negocios
- Concentración en las mejores ideas

La relación con los inversores de ELCANO SICAV está basada en la total transparencia y el compromiso

*Rentabilidades pasadas, así como el objetivo de rendimiento arriba indicado, no son garantía de futuras ganancias.*

*~ 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: €18,06 (30/04/2017)  
Fuente: Credit Suisse Gestión S.G.I.I.C., S.A.

Estrategia de Inversión

ELCANO SICAV es un vehículo de inversión en renta variable global cuyo objetivo es obtener el mayor rendimiento anual compuesto a largo plazo, superando la inflación más el 5%.

La estrategia de inversión de ELCANO SICAV se basa en cinco principios:

- Análisis profundo
- Razonamiento independiente del consenso y decisiones libres de emociones
- Comprar a descuento
- Invertir en buenos negocios
- Concentración en las mejores ideas

La relación con los inversores de ELCANO SICAV está basada en la total transparencia y el compromiso.

*Rentabilidades pasadas, así como el objetivo de rendimiento arriba indicado, 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.*

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Vallourec	Energía
Timkensteel	Materiales
Diamond Offshore	Energía
Transocean	Energía
Subsea 7	Energía

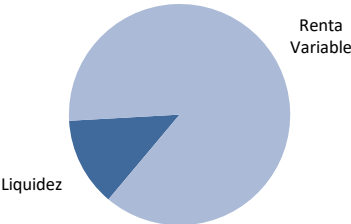
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
	Kodak (KODK:US)

Ficha Técnica

Ámbito de inversión	:	Renta variable internacional
Sociedad gestora	:	Credit Suisse Gestión, SGIIC
Depositorio	:	Credit Suisse AG, Suc. España
Asesor	:	Batlle&Fernandez Partners EAFI
Auditor	:	Deloitte
Órgano regulador	:	CNMV
Mercado cotizado	:	Mercado Alternativo Bursátil
Comisión gestión y asesor.	:	1,50% anual
Comisión Anual Éxito	:	10% sobre el exceso del 5%
Comisión depositaria	:	0,075% anual
Código ISIN	:	ES0118626037
Inicio (nuevo consejo)	:	1 diciembre 2009
Divisa de referencia	:	EUR
Liquidez	:	Diaria
Patrimonio	:	€62,321,000 (a 30/04/2017)
Número de accionistas	:	515 (a 31/03/2017)
Código Bloomberg	:	CIF SM <equity>
Ticker	:	S0646

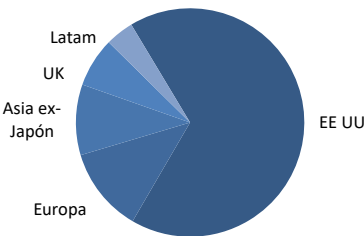
Distribución por Activos



Categoría Activos

Renta Variable	87%
Renta Fija	0%
Liquidez / Otros	13%

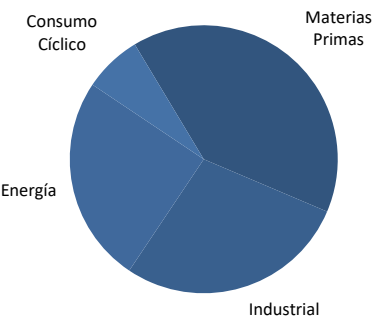
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



Región

EE UU	67%
Europa	12%
Asia ex-Japón	10%
UK	7%
Latam	4%
Japón	0%
Suiza	0%

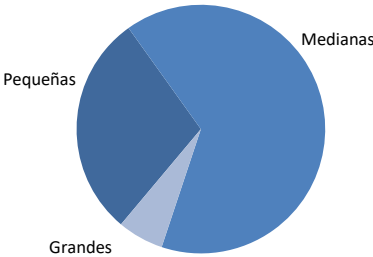
Distribución Sectorial por Actividad Económica



Sector

Materias Primas	40%
Industrial	28%
Energía	25%
Consumo Cíclico	7%
Tecnología	0%
Financiero	0%
Consumo Estable	0%
Seguros	0%
Telecom	0%
Utilities	0%
Salud & Pharma	0%

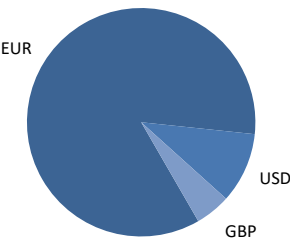
Distribución por Capitalización Bursátil



Capitalización

Inferior a €1bn	29%
Entre €1bn y €5bn	65%
Superior a €5bn	6%

Distribución por Divisas



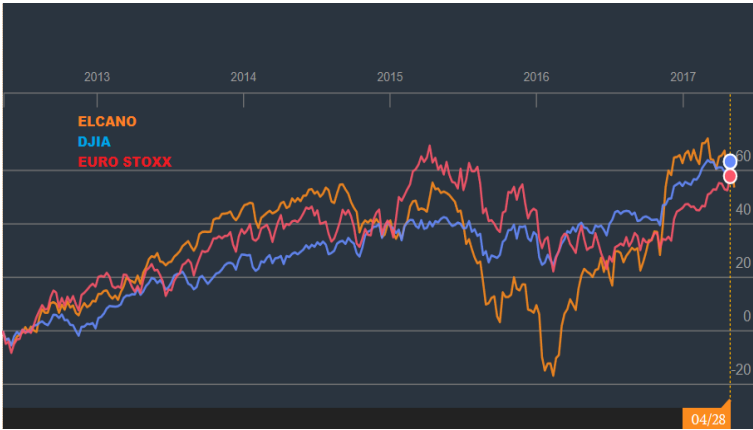
Con las coberturas de divisas

EUR	85%
USD	10%
GBP	5%
CHF	0%

Datos de Rentabilidad & Volatilidad

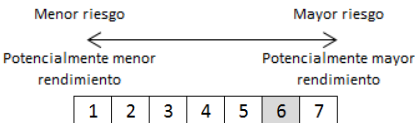
Rentabilidad por Ejercicios	
2017 (acumulado en el presente año)	-1,1%
2016	+49,0%
2015	-23,5%
2014	-4,2%
2013	+32,6%
2012	+10,4%
2011	+3,8%
2010	+10,7%
2009 (Del 1 al 31 de diciembre)	+0,4%
Acumulado desde inicio ELCANO SICAV (1 dic 2009)	+82,6%
Volatilidad	+18,6%

Evolución cotizaciones ELCANO SICAV y otros índices bursátiles



Fuente: Bloomberg (Datos diarios, últimos 5 años)

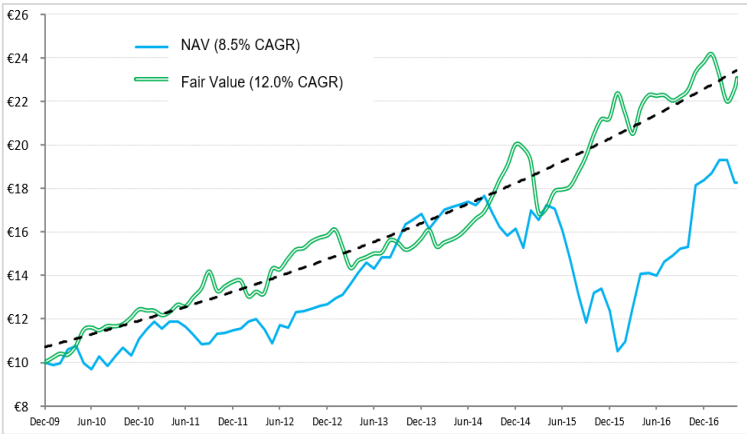
Perfil de Riesgo y Remuneración



**Perfil de Riesgo y Remuneración de ELCANO SICAV: 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](http://www.cnmv.es)

Evolución del valor justo y valor liquidativo (desde dic 2009)



Fuente: Elaboración propia. Bloomberg.

Periodo mínimo recomendado de inversión : 5 años

~ 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.**