

La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV durante los cuatro primeros meses de 2014 es del 1,71%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad neta del 72,0%, equivalente al 13,1% anual compuesto.

Hechos relevantes desde el 1 de marzo de 2014:

- Venta de la todas las acciones de la empresa de defensa alemana **Rheinmetall (RHM:GR)**, la aseguradora británica **Catlin (CGL:LN)**, y el grupo francés de distribución **Carrefour (CA:FP)**. Las rentabilidades obtenidas son del 45,1%, 54% (10,3% TAE) y 45,3% (12,5% TAE) respectivamente.
- Se han adquirido acciones en el holding belga **D'leteren (DIE:BB)** por el 4% de la cartera. Controlado por la familia D'leteren, consta de dos negocios. El primero es la red de concesionarios en exclusiva del grupo Volkswagen en Bélgica, que representa el 21% del mercado y opera desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Con €500mn de capital invertido genera actualmente una caja de €50mn antes de impuestos. La mayor oportunidad es el plan de eficiencia para los concesionarios en la zona de Bruselas (actualmente en pérdidas), que puede representar €20mn de ahorro. Valoramos el negocio en €700mn. El segundo negocio es Belron, líder mundial en reparación y sustitución de lunas, cuyas principales marcas comerciales son Carglass, Safelite y Autoglass. La mitad del negocio está en Europa y la otra mitad en EEUU, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, China y Brasil, con cuotas de mercado exceptuando China, entre el 20% y el 40%. Su extraordinaria rentabilidad (50% de retorno sobre capital invertido) está protegida por barreras de entrada como son la marca, relaciones con aseguradoras y flotas, y economías de escala y alcance en la red de servicio, compras, publicidad y tecnología. Belron tiene la oportunidad de ganar cuota de mercado y con ello mejorar la rentabilidad en EEUU y Alemania, que representan el 30% del mercado global.

Valoramos Belron en €3bn, equivalente a 15 veces la generación de caja actual, teniendo en cuenta las oportunidades de crecimiento. Después de deducir €600mn entre deuda y socios minoritarios, llegamos a un valor para las acciones superior a €3bn, que compara favorablemente con el valor de mercado actual de €1.8bn.

- Inversión del 4% de la cartera en el holding inmobiliario de Hong Kong **Wheelock & Co. (20:HK)** controlado por la familia Woo, sucesora del magnate naviero Sir Yue-Kong Pao. Su principal activo es el 51% de la cotizada **The Wharf Holdings (4:HK)**, cuyo principal activo es el Harbour City, el mayor centro comercial de Hong Kong. Con una superficie bruta de 850,000 m², genera el 7% de todas las ventas minoristas de HK. Wharf cotiza con un descuento del 40% sobre el valor de tasación de sus propiedades, lo que implica una rentabilidad bruta del alquiler del 11%. Wheelock a su vez cotiza con un descuento del 40% sobre el precio de Wharf en el mercado. Ambas sociedades tienen una posición financiera confortable, con deuda sobre activos del 5% para Wheelock y del 15% para Wharf.

Asumiendo que el descuento de holding en Wharf se mantiene, tenemos un potencial superior al 70% en un activo de máxima calidad. La confianza en que la reinversión de los alquileres se realizará a retornos atractivos se fundamenta en tres hechos: a) Se trata del patrimonio de una familia; b) el historial de creación de valor es excelente; c) el plan estratégico es sensato y conservador.

~ 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 la cadena americana de moda para jóvenes **American Eagle Outfitters (AEO:US)**. Una combinación de factores externos (climatología, entorno económico y competencia) junto con una colección poco acertada y las fuertes rebajas para liquidar el inventario se ha traducido en una importante caída de los beneficios en 2013 y el despido del consejero delegado. Después de una bajada en el precio de las acciones superior al 50%, AE cotiza a 0,6x ventas de 2013, 6x EBITDA 2013E y 3.5x EBITDA con márgenes normalizados, niveles atractivos a nivel absoluto y relativo versus el sector (1,2x ventas y 8,6x EBITDA). Además de \$350mn en caja neta, un CEO interino con una larga y exitosa trayectoria en el sector y una inversión en la compañía de \$180mn, AE tiene los elementos necesarios para competir exitosamente como son: marca, distribución y control de la cadena de valor. La evolución de la industria puede caracterizarse como progresiva, y AE está adaptándose con las siguientes iniciativas: mejora de la velocidad; desarrollo del canal electrónico; optimización de la red de tiendas y sus formatos dando mayor peso a los outlets, mejora de la implicación de los clientes mediante el uso de las nuevas tecnologías y adaptación de la marca a nuevas características demográficas.

La cartera se compone de 24 empresas operando en 16 sectores y cotizando en 10 mercados. Ningún sector ni mercado supera el 20% con la excepción de EEUU. ELCANO SICAV cotiza a 1x valor neto contable, 10,9x beneficios esperados para 2014, 7,9x beneficios operativos y una rentabilidad por dividendo del 3,4%.

En los últimos 6 meses se ha reciclado el 50% del capital, lo que permite mantener la cartera fundamentalmente atractiva después de las fuertes revalorizaciones de los pasados meses. Pensamos que 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: 17,01 euros (30/4/2014)
Fuente: Credit Suisse Gestión SGIC.

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 la empresa de defensa alemana **Rheinmetall (RHM:GR)**, la aseguradora británica **Catlin (CGL:LN)**, y el grupo francés de distribución **Carrefour (CA:FP)**.

Se han adquirido acciones en el holding belga **D'leteren (DIE:BB)** que consta de dos negocios: la red de concesionarios en exclusiva del grupo Volkswagen en Bélgica, y el negocio de Belron (Carglass), líder mundial en reparación y sustitución de lunas. Asimismo, ELCANO SICAV ha invertido en el holding inmobiliario de Hong Kong **Wheelock & Co. (20:HK)**, y en la cadena americana de moda para jóvenes **American Eagle Outfitters (AEO:US)**.

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Diamond Offshore	Energía
Apache	Energía
Valmet	Bienes de Capital
Kodak	IT, Electrónica & Equipos
Wells Fargo	Banca

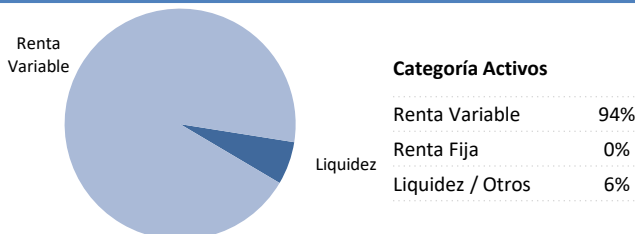
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
D'leteren	Rheinmetall
Wheelock & Co.	Catlin
American Eagle Outfitters	Carrefour

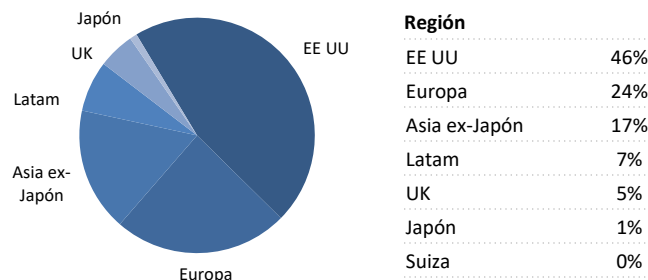
Ficha Técnica

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	: €80,508,000 (a 30/4/2014)
Número de accionistas	: 637 (a 31/03/2014)
Código Bloomberg	: CIF SM <equity>
Ticker	: S0646

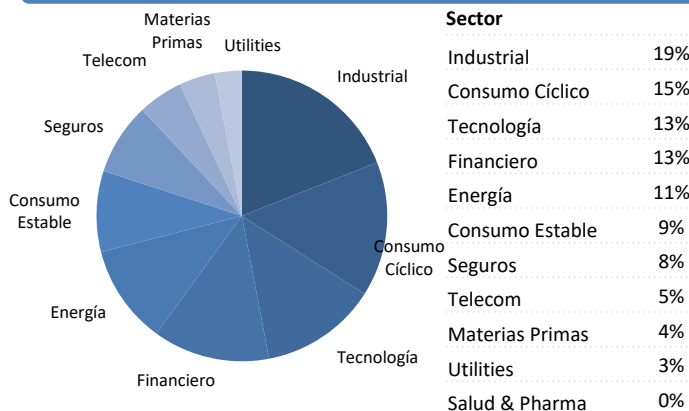
Distribución por Activos



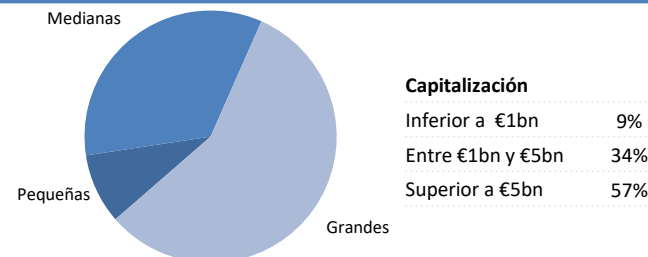
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



Distribución Sectorial por Actividad Económica



Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Divisas

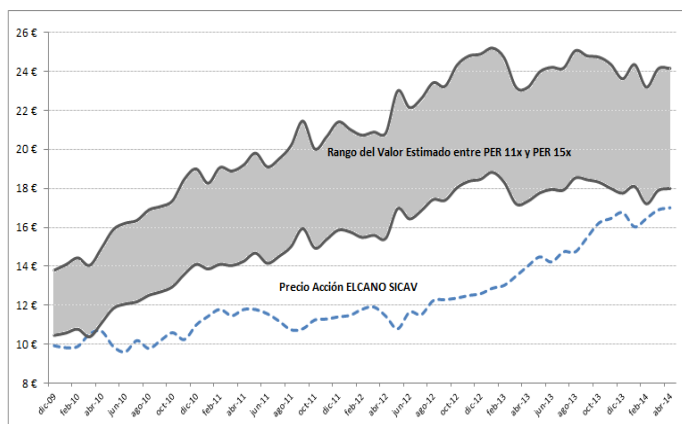
Con las coberturas de divisas	Porcentaje
EUR	80%
USD	13%
GBP	7%
CHF	0%

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

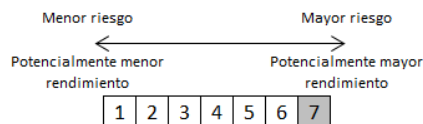
Rentabilidad por Ejercicios

2014 (desde inicio del ejercicio)	+1,7%
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)	+72,0%

Volatilidad	+14,9%
--------------------	---------------

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.