

ELCANO

SPECIAL SITUATIONS SICAV

Informe - Abril 2023

05 de mayo de 2023

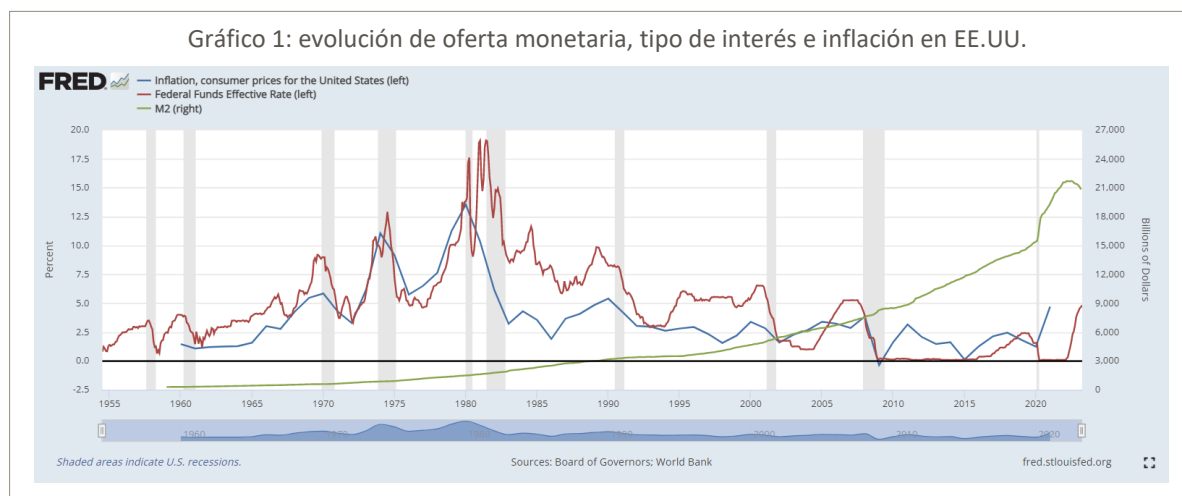
Apreciados socios:

El retorno de ELCANO SPECIAL SITUATIONS SICAV en 2023 hasta el 30 de abril es del +2,7%. En los últimos tres años, el resultado es del +35,2% anualizado, contra un retorno del MSCI World Net Index del +13,1% anualizado.

Una vez más, el sistema económico está tratando de ajustarse a las intervenciones políticas y monetarias. El año 2023 marca el final de un periodo histórico caracterizado por el crédito a coste cero.

La expansión monetaria que se inició a principios de siglo llevó a la Gran Crisis Financiera de 2008 y al boom de los mercados emergentes. Las expectativas de demanda exageradas y el fácil acceso al capital causaron una sobreexpansión de la capacidad productiva, lo que hizo necesaria la restructuración industrial entre 2015 y 2018. Un poco más tarde llegó el COVID, con una mayor reducción de capacidad productiva y una demanda sostenida mediante dinero nuevo. Todo ello, lógicamente, ha resultado en la mayor inflación desde los años 80 y una subida drástica de los tipos de interés como respuesta.

A continuación viene inevitablemente la crisis económica en la que hemos entrado. El Gráfico 1 muestra el fuerte crecimiento de la oferta monetaria (M2), el tipo de interés y la tasa de inflación.



La crisis económica actual será de duración e intensidad desconocidas, y no sabemos lo que vendrá después. Aunque algunos opinan que es un clásico proceso de liquidación de stocks que está tocando fondo, tenemos razones para pensar que estamos en una fase relativamente incipiente de un ajuste que podría extenderse hasta 2024. Incluso podría tratarse de un cambio de ciclo en el que, por fuerza, tendrá que imponerse la austeridad.

Esta recesión ha puesto de manifiesto cómo el dinero nuevo no crea riqueza, sino una mala asignación de recursos. No hay riqueza sin capital, y no hay creación de capital sin ahorro. Y no hay ahorro sin reducción del consumo. Además, el dinero nuevo crea la desigualdad económica que suele preceder a los desórdenes sociales.

Normalmente en una recesión sobra de todo. Pero de momento hoy parece que es más bien al revés: faltan mano de obra, coches, carreteras, energía, baterías, semiconductores, alimentos, (agua), etc. El primer día de clase te enseñan que “economía es la asignación de recursos escasos para fines alternativos”. Cuando los gobernantes toman el control de nuestras economías domésticas, el resultado es caos, descoordinación y pobreza. A todo este caos se añade una lucha global por los recursos, con el enfrentamiento incluso militar entre países.

Para nosotros es evidente que, en ausencia de una improbable transformación tecnológica radical, habrá que priorizar y renunciar, y que no será posible el futuro ideal que algunos plantean de 35h semanales, 2 coches eléctricos, vacaciones en el extranjero, ropa de usar y tirar, comer sano, barato y fuera de casa, etc.

Sin embargo, hay un límite a la intervención, y las personas juntas - que son las empresas - tienen una capacidad de adaptación enorme. Ésta ha consistido durante los últimos años en flexibilización, eficiencia, consolidación y racionalización.

El productor que ha sabido adaptarse está mejor situado que nunca y, en muchos casos, goza de un poder de mercado sin precedente. De una química que ha pasado a tener el 40% del mercado después de adquirir el mayor competidor escuchamos: *“Our pricing is a ratchet. Our pricing only turns one way and does not reverse. If necessary, we will sell zero volume into the freely negotiated market to preserve our ratchet principle and the value of our broad downstream chains based on those linchpin products”*.

La incertidumbre económica, política y la derivada del cambio climático, junto a las dificultades de financiación y la presión de los accionistas que exigen dividendos, sugieren que esta posición de fortaleza no va a cambiar en el corto plazo. El propietario de un grupo naviero hacía el siguiente comentario hace unas semanas: *“Our time has come, the market owes us a lot of money. And for us to be able to go to our stakeholders -- to our shareholders to build new ships, these are the rates that we require. We're not being arrogant, we should never be arrogant. We never say take it or leave it. We are always willing to provide you the service and the reliability that we are known for, but we need higher rates”*.

Esta es nuestra interpretación del entorno actual. ¿Cómo estamos actuando?

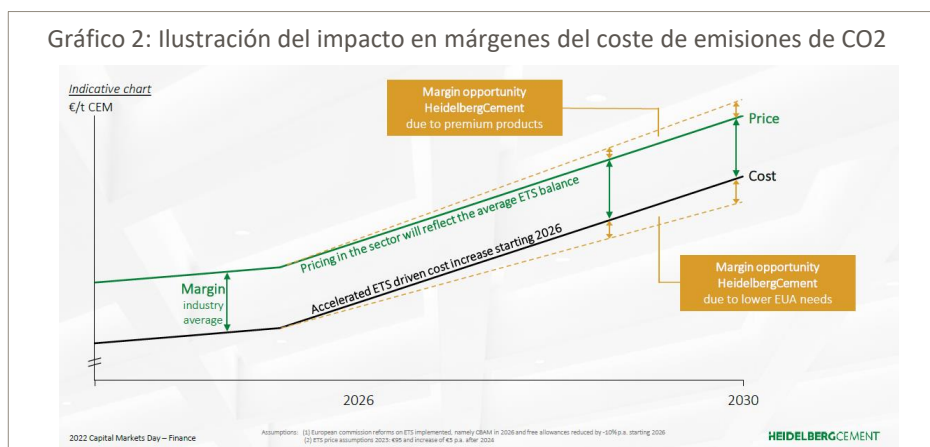
- Con preparación: gracias a muchos años de investigación contamos con un amplio espectro de oportunidades. Tenemos muchas cartas y no tenemos que jugarlas todas.
- Con prudencia, flexibilidad y un cierto agnosticismo. Prudentes significa que asumimos que esta recesión será larga y profunda y que el acceso a financiación continuará siendo difícil. También por prudencia estamos preparados para cualquier cambio, a mejor o a peor. Sabemos perfectamente qué hacer tanto si se da el escenario A, B o C. Aunque nuestra posición hoy podría llamarse “defensiva”, mantenemos una lista de 57 prospectos en sectores más cíclicos con un potencial de revalorización promedio del 130%.
- Nos posicionamos solamente cuando existe infravaloración y la tendencia fundamental y de mercado es positiva a corto, medio y largo plazo. En este entorno abundan las infravaloraciones “teóricas”, pero hay empresas o sectores que además tienen una tendencia a corto y medio plazo positiva. La totalidad de nuestra cartera está posicionada en esas ideas.
- Priorizamos empresas líderes en sus sectores con balances robustos. Los entornos difíciles, igual que los puertos de montaña en el ciclismo, permiten abrir hueco entre los líderes y el resto.

Cambios realizados en la cartera:

Desde el último informe de diciembre, hemos realizado las siguientes compras:

- **Heidelberg** y **Vicat** son dos cementeras globales. El sector es un emisor importante de CO2 pero, por otro lado, no existen muchas alternativas económicas. Si se internalizase el 100% del coste de emisión, el precio del cemento debería ser al menos un 50% más elevado, y eso resultaría en cierta destrucción de la demanda. Nuestra opinión es que, al ser un material sin un sustituto económico, lo relevante son las emisiones relativas y las empresas mejor posicionadas tendrán una ventaja estructural, lo mismo que

sucede en tantas otras industrias. El Gráfico 2 muestra el concepto. En este sentido, las dos empresas están atacando el problema con mucha anticipación y son líderes relativos en emisiones. La otra preocupación del mercado es que se rompa la disciplina en precios, lo que es improbable debido a la incertidumbre global y a las necesidades de inversión medioambiental. Hemos pagado menos de 5x EBITDA.



- **NORMA Group** es el líder mundial en tecnologías de conexión para los mercados finales de agua, movilidad e industria en general. Ofrece más de 40.000 productos y numerosas soluciones a 10.000 clientes en 100 países. Una transición de planta mal ejecutada es la causa de que sus márgenes se hayan reducido a la mitad. La empresa está implementando un plan para solucionar el problema en los próximos 2 años. Hemos pagado 8x el EBITDA actual y 5x el normalizado.
- **Martinrea** es un proveedor de automoción Tier 1 con sede en Canadá y presencia global especializada en la fabricación de estructuras y sistemas de propulsión en aluminio y acero y gestión de fluidos. En tan sólo dos décadas, de la mano de sus fundadores, Martinrea se ha establecido como un proveedor global con escala y excelente reputación. Parte del éxito radica en la cultura inculcada por sus fundadores, que está plasmada en estos 10 principios:

- The Golden Rule-Treat everyone with dignity and respect
- We make great, high quality products
- Every location must be a centre of excellence
- Discipline and ownership are key
- We strive for greatness
- We are a diverse and inclusive team
- Challenges make us better
- Think different
- Work hard, play hard
- Leave it better

Son muchas las empresas con frases bonitas grabadas en sus oficinas centrales o página web, pero contados los casos en que estas ideas se corresponden con la realidad diaria. Martinrea es una excepción, y hay numerosos indicadores que lo demuestran, como una rotación de personal extremadamente baja y unas calidades excepcionales. Después de años de inversiones para establecerse como un proveedor relevante y eficiente, con las plantas funcionando al 100%, y una demanda creciente por sus tecnologías, Martinrea está en una buena posición para mejorar los márgenes y la generación de caja, lo que debería cerrar el descuento de valoración.

- Hemos vuelto a invertir en **Manitowoc**, fabricante de grúas. Los potenciales problemas derivados de la inflación nos llevaron a vender la posición a final de 2021, realizando un retorno del 97%. Ahora estamos

en un escenario en el que la combinación de: a) un precio más asequible de las grúas (el precio del acero, la principal materia prima, se ha reducido a la mitad desde 2021); b) una utilización elevada que se traduce en mayor precio de alquiler; c) una flota envejecida que necesita renovarse; d) buenas perspectivas a medio plazo por la inversión en infraestructura; deben resultar en una demanda relativamente fuerte en los próximos años. Ese entorno permitirá a Manitowoc acercarse a su objetivo de resultados, lo que implicaría una valoración actual de 4x EBITDA.

- Finalmente, hemos tomado una posición por segunda vez en **Universal Insurance Holdings**, la aseguradora líder de hogar en Florida con 1mn de pólizas. Recientemente, un entorno legal adverso ha provocado grandes pérdidas para el sector, con la consiguiente reducción de capacidad. Después de subidas de primas de más del 100%, finalmente y contra todo pronóstico, se ha aprobado un paquete de leyes que terminan con el abuso legal contra las aseguradoras. Universal, como líder en un sector en el que la capacidad se ha esfumado, debe beneficiarse de un periodo de buenos resultados técnicos, que se suman a las mayores rentabilidades de las inversiones. Hemos pagado por debajo de valor en libros por una empresa que en un entorno difícil genera un ROE superior al 15%.
- Hemos incrementado las posiciones en **Balfour Beatty**, **O-I Glass**, **AGI** y **Samsonite**, que combinan una valoración todavía atractiva con una buena tendencia fundamental y de mercado.

Hemos ejecutado las siguientes salidas:

- Venta de las acciones en **Sisecam** (+51% en 20 meses), **Fluor** (+51% en 17 meses), **Imperial Brands** (+12% en 9 meses), **Valeo** (-11% en 8 meses) y **Freyr Battery** (-28% en 25 meses). La lección con Freyr es reaccionar antes y no comprar ideas a muy largo plazo sin que a la vez haya resultados positivos a corto plazo.
- Lo que denominamos falsas señales o ventas en menos de 6 meses después de haber entrado: **Tutor Perini**, **Capri** y **RHI Magnesita** con una pérdida media del 10%. Éstas representan un porcentaje relativamente pequeño de la cartera y son parte de la disciplina autoimpuesta de control de riesgo. Hemos recibido nueva información fundamental o de mercado que nos sugiere que la tesis original no es correcta.

Después de estos cambios, la cartera queda invertida en 28 valores pertenecientes a 20 sectores distintos. En agregado, para los próximos dos años, se espera un crecimiento en ventas y EBITDA del 14% y del 41% respectivamente (según los datos de consenso de mercado). **El potencial de revalorización de la cartera actual es del 71%**. El momento fundamental y técnico es favorable para todas las posiciones. Todo esto no es garantía de éxito, pero claramente pone las probabilidades de ganancia a nuestro favor a la vez que limita el riesgo.

Gracias por la confianza y estamos a vuestra disposición.

Atentamente,



Marc Batlle, CFA

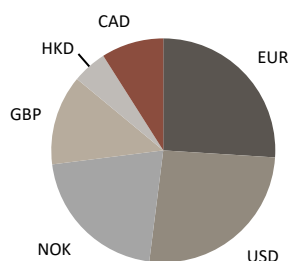
Consejero Delegado, ELCANO SPECIAL SITUATIONS SICAV

Composición de la cartera

Distribución por Activos

Renta Variable	94%
Renta Fija	1%
Liquidez / Otros	5%

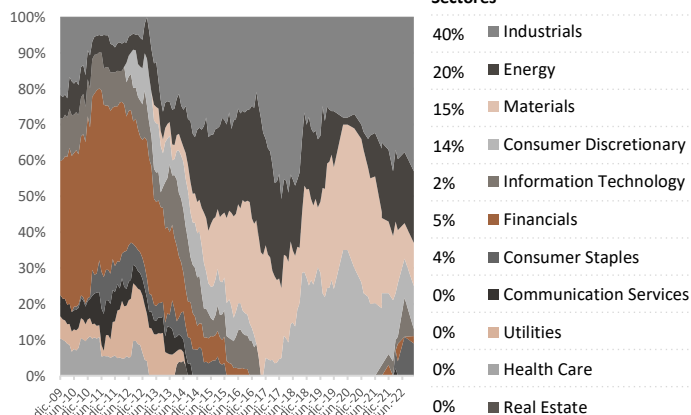
Distribución por Divisas



Con las coberturas de divisas

EUR	26%
USD	26%
NOK	21%
GBP	13%
HKD	5%
CAD	9%

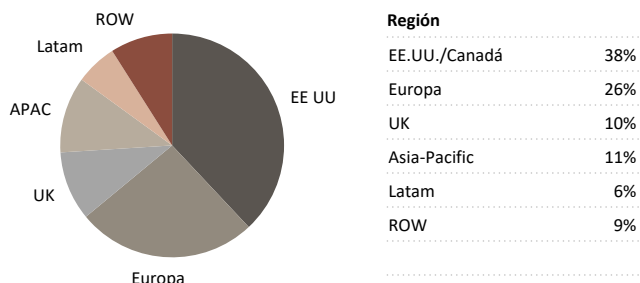
Distribución Sectorial por Actividad Económica



Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
Odfjell	Industriales
O-I Glass	Materiales
AG Growth Int. (AGI)	Industriales
Subsea 7	Energía
Daimler Truck	Industriales

Distribución Geográfica por Generación de Beneficio

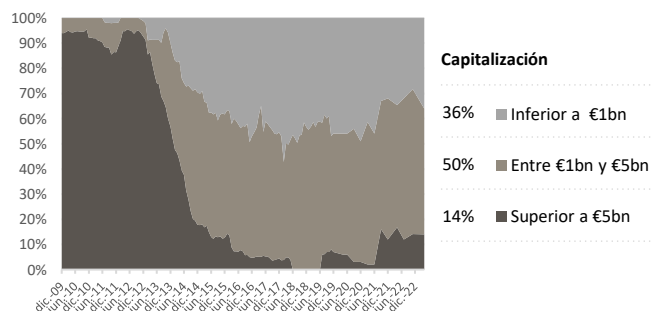


Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
Heidelberg Materials	Sisecam
Vicat	Fluor Corp
Norma Group	Imperial Brands
Martinrea Intl.	Valeo
Manitowoc	Freyr Battery
Universal Insurance Holdings	

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
Balfour Beatty	
O-I Glass	
AGI	
Samsonite	

Distribución por Capitalización Bursátil



Objetivo y Estrategia de Inversión

ELCANO SPECIAL SITUATIONS 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 se basa en la combinación de valoración y *momentum*.

- Un análisis profundo permite identificar buenos negocios con fuerte potencial de revalorización.
- Solamente se invierte cuando los fundamentales van a mejor y el mercado así lo refleja.

La relación con los inversores está basada en la transparencia y el compromiso.

Periodo recomendado de inversión : +5 años

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.

Valor Liquidativo: €13,90 (28/04/2023)
Fuente: BME MTF Equity (MAB)

Rentabilidad por ejercicios

2023 (acumulado en el presente año)	+2,7%
2022	-0,5%
2021	+29,9%
2020	-5,6%
2019	-18,6%
2018	-30,1%
2017	+6,7%
2016	+49,0%
2015	-23,5%
2014	-4,2%
2013	+32,7%
2012	+10,4%
2011	+3,8%
2010	+10,7%
2009 (1 mes del 1 al 31 de diciembre)	+0,4%

Ficha Técnica

Denominación completa	: Elcano Special Situations, Sicav
Código ISIN	: ES0118626037
Ámbito de inversión	: Renta variable internacional
Sociedad gestora	: Creand AM
Gestora delegada	: Batlle & Partners AV
Depositario	: CACEIS Bank Spain
Auditor	: PricewaterhouseCoopers
Órgano regulador	: CNMV
Mercado cotizado	: BME MTF Equity (MAB)
Comisión gestión	: 2,05% anual
Comisión Anual Éxito	: 10% sobre el exceso del 5% (con HWM)
Comisión depositaria	: 0,075% anual
Inicio (nuevo consejo)	: 1 diciembre 2009
Divisa de referencia	: EUR
Liquidez	: Diaria
Patrimonio	: 12,1 m€
Número de accionistas	: 123
Código Bloomberg	: CIF SM <equity>
Ticker	: S0646

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 Special Situations, SICAV, S.A. depositado en la CNMV es 7 (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 Special Situations 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, Gesalcalá S.G.I.I.C. (Calle Ortega y Gasset 7, 28006 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 Special Situations, 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, Gesalcalá S.G.I.I.C. está inscrita en el registro oficial de la CNMV con el número 137. La gestora delegada, Batlle & Partners, Agencia de Valores, S.A. está inscrita en el registro oficial de la CNMV con el número 284. Más información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (www.cnmv.es) y en el Mercado Alternativo Bursátil (www.bolsasymercados.es/MTF_Equity).

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.

