

Adjuntamos el informe de ELCANO SICAV a 1 de mayo de 2015. La rentabilidad neta de gastos de ELCANO SICAV acumulada en 2015 es del 6,7%. Desde su lanzamiento en diciembre de 2009, ELCANO acumula una rentabilidad neta del 73,0%, equivalente al 10,6% anual compuesto.

Hechos relevantes desde el 1 de marzo de 2015:

- Venta de las acciones de la empresa australiana de alimentación **Goodman Fielder (GFF:AU)** por la oferta pública de adquisición de Wilmar y First Pacific. La rentabilidad obtenida a lo largo de 14 meses ha sido del 11,3% con un peso medio del 4%. También se han vendido las acciones de la empresa de moda juvenil **American Eagle Outfitters (AEO:US)** con una rentabilidad del 50,5% en los 11 meses que ha estado en cartera con un peso del 4%.
- Inversión del 5% de la cartera en la ingeniería global domiciliada en Australia **WorleyParsons (WOR:AU)**. Con AU\$7bn de ingresos y 35.000 empleados en 46 países, WP es una de las mayores ingenierías enfocadas en energía, compitiendo contra empresas como Fluor, AMEC-FW, Chicago Bridge&Iron o Jacobs. Se han adquirido las acciones a un descuento cercano al 50% sobre lo que consideramos su justiprecio y múltiplos de mercado de AMEC-FW, el competidor con el modelo de negocio más parecido. Precio aparte, pensamos que se trata de un activo atractivo debido a:
 - Perfil de riesgo bajo. El modelo de negocio de WP es de servicios profesionales, con poca exposición a grandes proyectos, a fabricación y a contratos llaves en mano, lo que se traduce en una elevada y recurrente generación de caja.
 - Se trata de una organización ágil con poca burocracia, disciplinada, y centrada en su modelo de negocio de servicios profesionales en segmentos donde WP tiene fuertes capacidades. El fundador y presidente del consejo tiene el 20% de las acciones.
 - Las barreras de entrada son elevadas, en la forma de a) conocimiento; b) escala, combinando una organización global con fuerte presencia local; c) reputación y relaciones comerciales; d) capacidad de ofrecer soluciones integradas que abarquen todo la vida del proyecto.

Actualmente, el 25% de la cartera está invertida a lo largo de la cadena de valor de la producción de petróleo y gas. La velocidad a la que el ajuste económico está teniendo lugar - tanto en el lado de la demanda como en la inversión que eventualmente impactará a la oferta - nos hacen pensar que estamos cerca del suelo. A partir de ahí deberíamos ver, a medida que se digiere el exceso de inventario, una progresiva recuperación de precios hacia el coste marginal de extracción de petróleo (entre \$80-100) y, posteriormente, una recuperación en la actividad del sector.

En nuestra experiencia hay que tomar posiciones cuando hay pesimismo y poca visibilidad (lo hemos visto en el pasado en farmacéuticas, defensa, bancos, aseguradoras y múltiples casos concretos) ya que una vez el sector se estabilice, la mayor parte de la oportunidad habrá desaparecido.

~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias ~

- Adquisición de acciones en el fabricante y distribuidor global de relojes y complementos **Fossil Group (FOSL:US)**, con un peso del 5% en la cartera. Con unas ventas de \$3,5bn en 400 tiendas propias y 4.000 puntos de distribución externos, se trata del tercer fabricante del mundo después de Rolex y del grupo Swatch, siendo el número uno en EEUU. Se dirige principalmente al segmento medio (\$100-\$1.000) con una combinación de marcas propias (Fossil y Skagen) y licencias exclusivas (Adidas, Armani, etc).

La ventaja competitiva de Fossil se basa en la retroalimentación entre marcas y operaciones. Su estructura escalable e integrada verticalmente (diseño, fabricación, marketing y distribución) le permite la coordinación necesaria para explotar el potencial de las marcas. Una cartera de marcas junto con diversificación geográfica aseguran la recurrencia de ingresos para mantener la infraestructura.

Pensamos que el mercado ha sobreaccionado al lanzamiento del Apple Watch, dándonos la oportunidad de adquirir las acciones a 1,3x ventas y 8x beneficios operativos, un descuento del 40% sobre lo que consideramos su valor justo y de más del 50% sobre múltiplos de mercado de competidores o modelos de negocio similares. La empresa lo está aprovechando mediante un plan de recompra de acciones, dado su deuda reducida y elevada generación de caja.

- Compra de acciones de la empresa química **Chemtura (CHMT:US)** por el 5% de la cartera. Tiene su origen en la fusión en 2005 de las químicas Crompton (aditivos para polímeros, uretano, EPDM y agroquímica) y Great Lakes (productos de consumo y retardadores de llama y otros productos derivados del bromo). En 2009 la empresa pasó por un proceso de concurso de acreedores, por la combinación de excesivo endeudamiento (\$950mn) y obligaciones históricas de pensiones (\$600mn) además del impacto de la crisis en la demanda de retardadores de llama, utilizados en construcción.

A partir de ahí, Chemtura emergió con un balance saneado (sin pensiones y con \$400mn de deuda), y en los últimos dos años ha simplificado su portfolio vendiendo el negocio de agroquímica, antioxidantes y productos de consumo (por un total de \$1.5bn, reinvertidos en reducir 1/3 las acciones en circulación), para centrarse en: a) aditivos para petróleo (proveedor independiente #1); b) uretanos (líder global en moldeados de elastómeros curados en caliente); c) retardadores de llama (uno de los tres productores globales); d) organometalicos.

El objetivo del equipo gestor es conseguir alcanzar en los próximos 3 años una cifra de ventas de \$2.5bn a margen EBITDA típico en la industria del 20%, lo que a múltiplos actuales de mercado o pagados en compraventas implicaría 2,5 veces el valor de mercado actual (Chemtura cotiza a tan sólo 1.3x ventas). Las palancas son una combinación de crecimiento en volúmenes junto con mejores precios por innovación y marketing, recuperación cíclica en los negocios de bromo y organometalicos y, finalmente, ahorro de costes mediante simplificación de estructuras y consolidación de plantas.

~ Rentabilidades pasadas no son garantía de futuras ganancias ~

La cartera está actualmente invertida en 23 empresas compitiendo en 16 industrias y cotizando en 8 mercados distintos. ELCANO SICAV cotiza a 1,1x valor neto contable, 14,3x beneficios esperados para 2015 - 8,3x los beneficios medios ajustados por inflación de los últimos 10 años - y una rentabilidad por dividendo del 2,5%.

Confiamos en que la combinación de empresas líderes cotizando a descuento, junto con la incesante búsqueda de oportunidad, resultará en rentabilidades superiores 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 ~

Valor Liquidativo: €17,10 (30/04/2015)
Fuente: Credit Suisse Gestión S.G.I.I.C., S.A.

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

Venta de las acciones de la empresa australiana de alimentación **Goodman Fielder (GFF:AU)** con una rentabilidad obtenida a lo largo de 14 meses del 11,3%. También se han vendido las acciones de la empresa de moda **American Eagle Outfitters (AEO:US)** con una rentabilidad del 50,5% en los 11 meses que ha estado en cartera. Inversión del 5% de la cartera en la ingeniería global **WorleyParsons (WOR:AU)**; adquisición de acciones en el fabricante y distribuidor global de relojes **Fossil Group (FOSL:US)**; compra de acciones de la empresa química **Chemtura (CHMT:US)** por el 5% de la cartera.

Principales Posiciones en la Cartera

Empresa	Sector
General Cable	Bienes de Capital
Apache	Energía
Diamond Offshore	Oil & Gas Services & Equip
AECOM	Bienes de Capital
Kodak	Equipos de Oficina

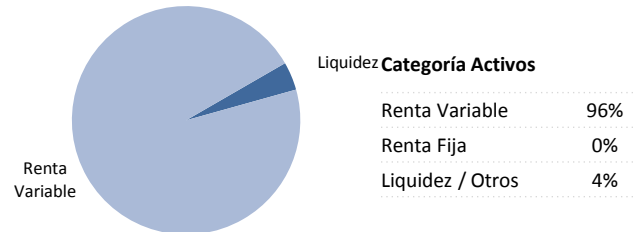
Incrementos / Entradas & Reducciones/ Salidas

Incrementos / Entradas	Reducciones / Salidas
WorleyParsons	Goodman Fielder
Fossil Group	American Eagle Outfitters
Chemtura	

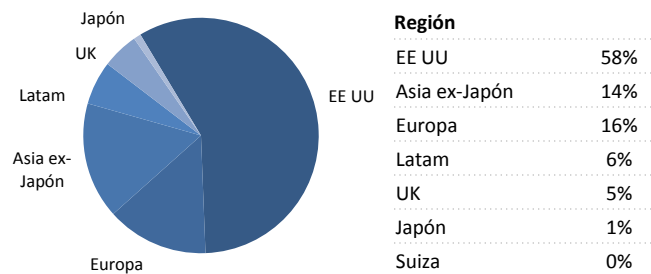
Ficha Técnica

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	: €89,309,000 (a 30/04/2015)
Número de accionistas	: 640 (a 31/03/2015)
Código Bloomberg	: CIF SM <equity>
Ticker	: S0646

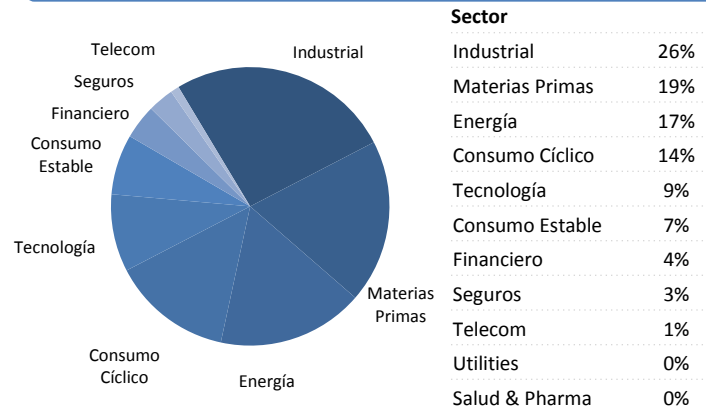
Distribución por Activos



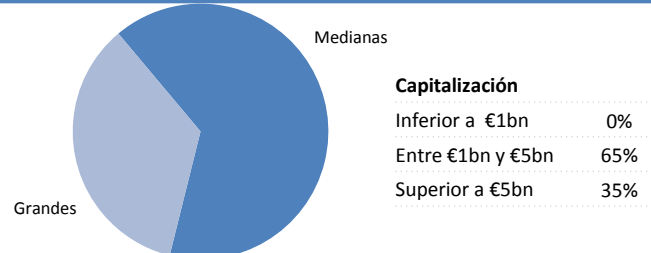
Distribución Geográfica por Generación de Beneficio



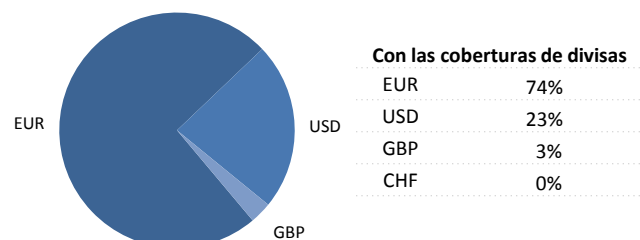
Distribución Sectorial por Actividad Económica



Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Divisas

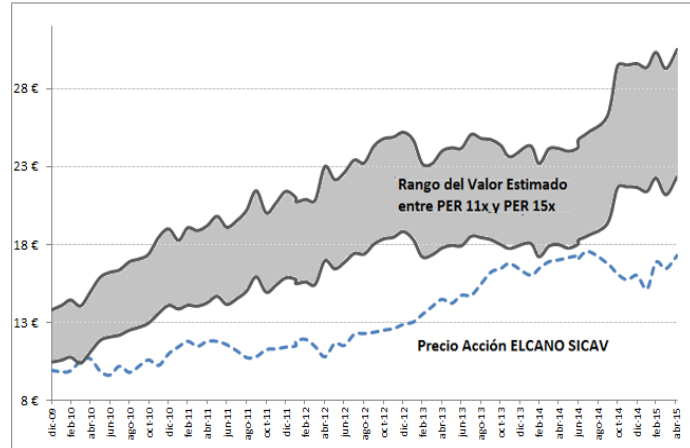


Evolución cotizaciones ELCANO y otros índices bursátiles



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

2015 (desde inicio del ejercicio)	+6,7%
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 diciembre 2009)	+73,0%

Volatilidad	+14,6%
-------------	--------

Fuente: Credit Suisse SGIC, Bloomberg, Elaboración Propia.

AVISO IMPORTANTE:

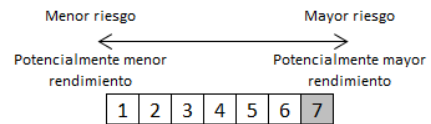
El presente documento ha sido elaborado con la finalidad de proporcionar información sobre la materia objeto del mismo. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso. Está publicación no constituye una oferta de compra o de venta de los valores en ella mencionados, ni debe ser 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 ser consciente de 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. El perfil de riesgo según el Folleto simplificado/DFI de la sicav depositado en la CNMV es 7, el de mayor 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. 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).

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. 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).

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.