

ELCANO SPECIAL SITUATIONS, SICAV,S.A.

Nº Registro CNMV: 971

Informe Trimestral del Primer Trimestre 2022

Gestora: 1) GESALCALA, S.A., S.G.I.I.C.**Depositario:** CACEIS BANK SPAIN S.A.**Auditor:**

PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES S.L.

Grupo Gestora:**Grupo Depositario:** CREDIT AGRICOLE**Rating Depositario:** BBB

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.bancoalcala.com.

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionada con la IIC en:

Dirección

C/Jose Ortega y Gasset, 7, 28006 Madrid

Correo Electrónicoatencionalcliente@creand.es

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 25/02/2000

1. Política de inversión y divisa de denominación**Categoría**

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: 7 en una escala del 1 al 7

La sociedad cotiza en Bolsa de Valores.

Descripción general

Política de inversión: Política de inversión: La Sociedad podrá invertir hasta un 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IICs, en activos de renta variable y renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de estados miembros de la OCDE sujetos a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

La Sociedad cumple con la directiva 2009/65/EC (UCITS). No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa ni por sector económico, ni por países.

Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. La Sociedad no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso

Una información más detallada sobre la política de inversión de la Sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación EUR

2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2022	2021
Índice de rotación de la cartera	0,48	0,28	0,48	1,96
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,00	0,00	0,00	0,00

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	923.596,00	933.077,00
Nº de accionistas	108,00	103,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	12.938	14,0080	13,0489	14,3245
2021	12.686	13,5959	10,3604	14,0792
2020	10.946	10,4647	4,4481	11,6324
2019	12.034	11,0874	8,6569	16,3622

Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			
13,04	14,32	14,00	0	1,42	MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,51		0,51	0,51		0,51	patrimonio	al fondo
Comisión de depositario			0,01			0,01	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

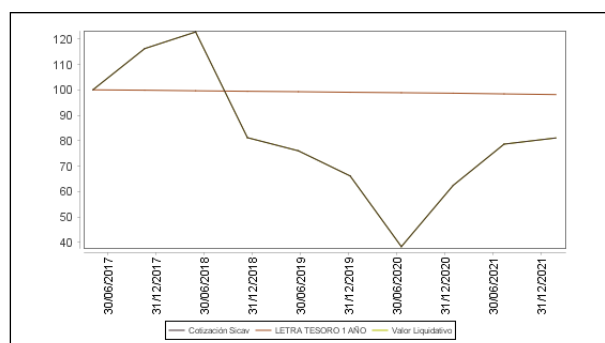
Acumulado 2022	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2021	2020	2019	2017
3,03	3,03	8,60	-5,07	1,16	29,92	-5,62	-18,56	6,73

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2022	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2021	2020	2019	2017
Ratio total de gastos (iv)	0,54	0,54	0,57	0,55	0,54	2,20	2,22	2,32	0,00

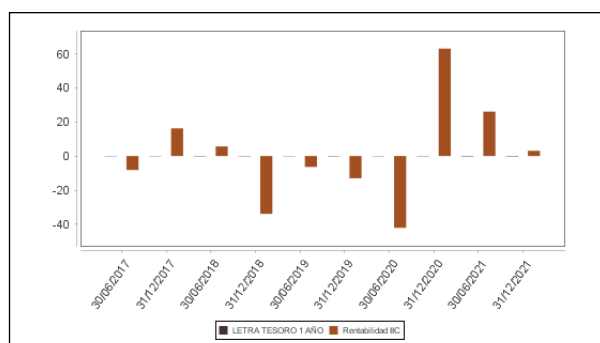
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Ultimos 5 años



Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	12.300	95,08	12.672	99,89
* Cartera interior	358	2,77	390	3,07
* Cartera exterior	11.925	92,18	12.281	96,81
* Intereses de la cartera de inversión	16	0,12	1	0,01
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	615	4,75	439	3,46
(+/-) RESTO	23	0,18	-425	-3,35
TOTAL PATRIMONIO	12.937	100,00 %	12.686	100,00 %

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	12.673	11.959	12.686	
± Compra/ venta de acciones (neto)	-1,02	-2,42	-1,02	-57,03
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	6,00	8,14	6,00	-24,63
(+) Rendimientos de gestión	6,58	9,53	6,58	-29,42
+ Intereses	0,01	0,00	0,01	3.823,99
+ Dividendos	0,26	0,27	0,26	-2,66
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,07	0,00	-0,07	1.524,36
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	6,02	9,27	6,02	-33,73
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	0,36	-0,01	0,36	-2.768,23
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,59	-1,41	-0,59	-57,18
- Comisión de sociedad gestora	-0,51	-1,30	-0,51	-60,31
- Comisión de depositario	-0,01	-0,01	-0,01	-0,21
- Gastos por servicios exteriores	-0,01	-0,03	-0,01	-65,77
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,01	-0,01	44,51
- Otros gastos repercutidos	-0,05	-0,06	-0,05	-13,66
(+) Ingresos	0,01	0,02	0,01	-42,93
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,01	0,02	0,01	-42,93
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	13.323	12.673	13.323	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

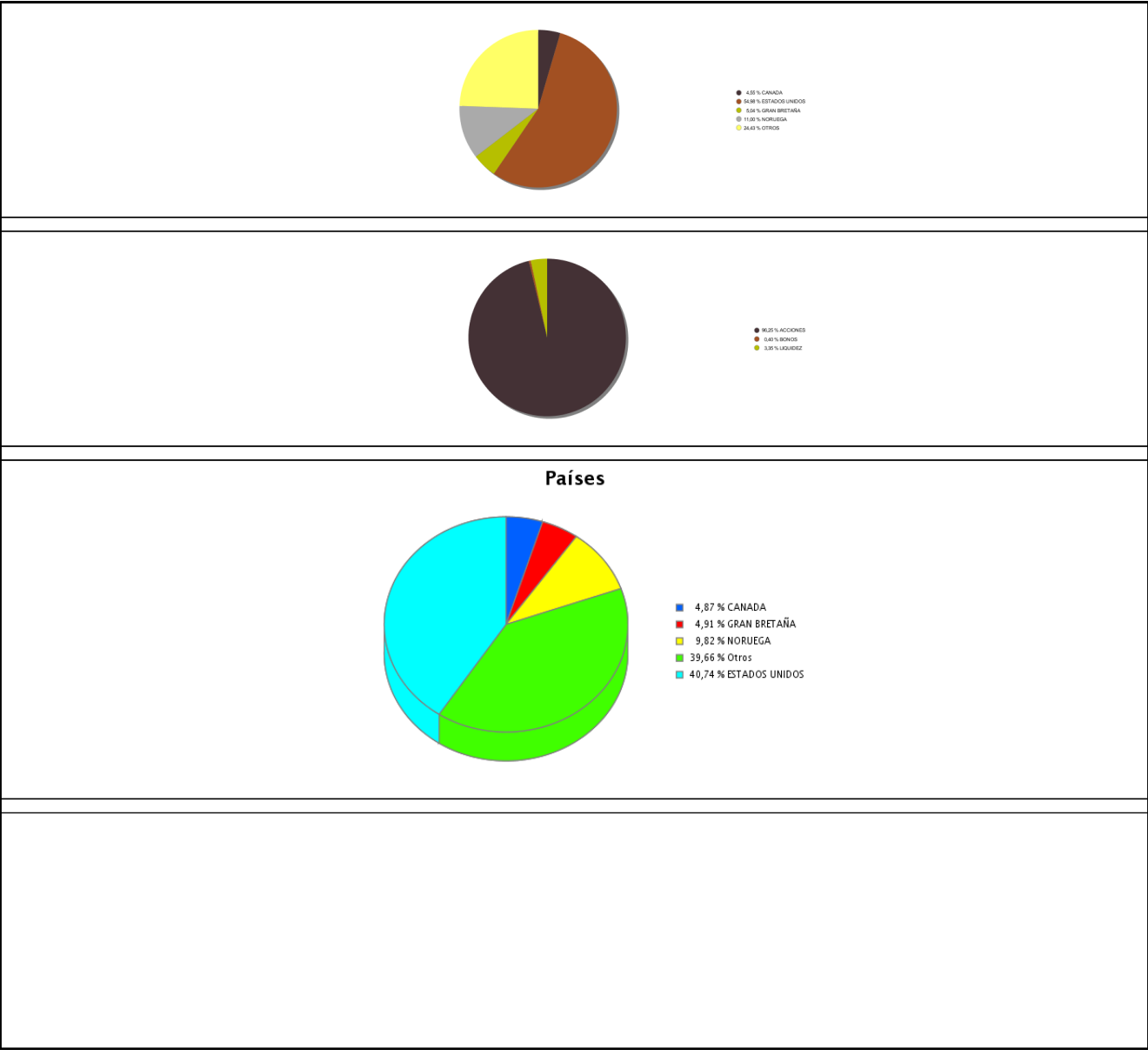
3. Inversiones financieras

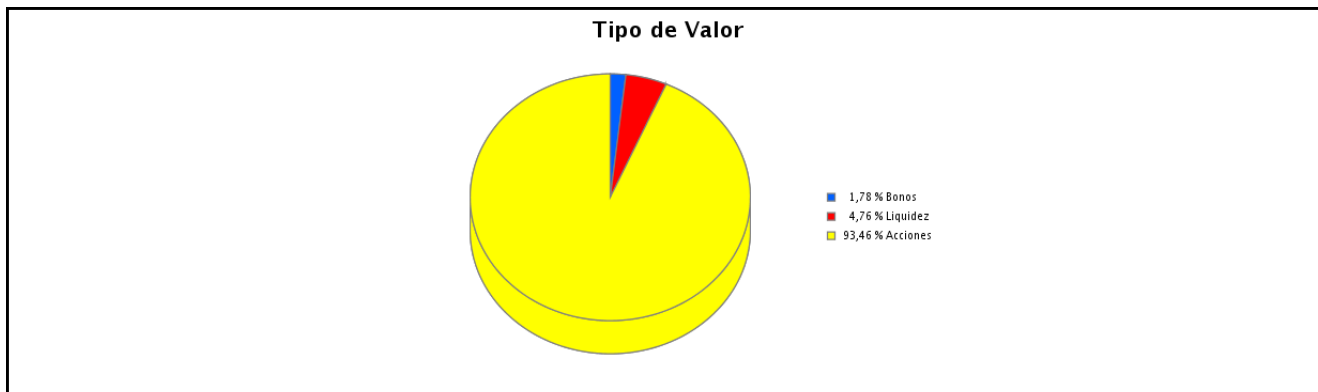
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RV COTIZADA	358	2,77	390	3,07
TOTAL RENTA VARIABLE	358	2,77	390	3,07
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	358	2,77	390	3,07
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	163	1,26	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	51	0,40	51	0,40
TOTAL RENTA FIJA	214	1,66	51	0,40
TOTAL RV COTIZADA	11.230	86,80	11.689	92,14
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	481	3,72	541	4,26
TOTAL RENTA VARIABLE	11.711	90,52	12.230	96,40
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	11.925	92,18	12.281	96,81
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	12.283	94,94	12.671	99,88

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.
Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total





3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

No existen posiciones abiertas en instrumentos financieros derivados al cierre del periodo.

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes	X	

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

g.) El Consejo de Administración de ELCANO SPECIAL SITUATIONS SICAV S.A. ha adoptado el acuerdo de seguir siendo una IIC con el objeto de seguir tributando al 1% en el Impuesto de Sociedades.

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

No aplicable.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Informarles que el Informe de Auditoría correspondiente al ejercicio 2018 ha sido aprobado sin salvedades.

9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACION DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados. El primer trimestre de 2022 ha seguido marcado por el impacto de la pandemia COVID-19 y las medidas extraordinarias tomadas por los gobiernos y los bancos centrales.

Además, las tensiones geopolíticas con Rusia han derivado en la guerra en Ucrania, que ha desencadenado una crisis energética en Europa, junto a un encarecimiento energético global y otros impactos derivados de unas sanciones contra Rusia sin precedentes. Está por ver el impacto en el crecimiento económico y en los planes de transición energética. Los datos de inflación han confirmado las peores previsiones y habrá que ver las actuaciones que tomen en 2022 los bancos centrales y su impacto en los mercados.

La volatilidad en el trimestre ha cerrado en 20, por encima del trimestre anterior. En general ha permanecido en niveles elevados entre 20 y 30 por las tensiones geopolíticas y los efectos sobre las materias primas y el crecimiento económico. El primer trimestre ha sido en general muy negativo, con la excepción del sector energético y de materias primas. El S&P caía un -4.9% en el trimestre, el Euro Stoxx -9.2%, el Nasdaq 100 -9.1% y el Russell Small Cap -7.8%.

Por estilo de inversión, la evolución del Russell Midcap Value -2.3% ha sido superior al Russell Midcap Growth -12.7%. En cuanto a sectores, en el primer trimestre la evolución ha sido Energía +17.9%, Materiales +0.9%, Financiero -1.4%, Consumo Estable -3.1%, Healthcare -5.6%, Industriales -6.6%, Consumo Cíclico -10.3%, Tecnología -11.0%.

Este trimestre ha vendido marcado por la aparición de la variante Omicron tras la Delta, que ha traído nuevas restricciones acotadas en el tiempo. Aunque no ha supuesto un impacto en las perspectivas de crecimiento, sí que continúan los cuellos de botella en las cadenas de suministros. Este trimestre la FED ha reconocido el incremento de la inflación como un efecto real, y habrá que ver las actuaciones que tomen en 2022 los bancos centrales y su impacto en los mercados.

Siguen aterrizándose programas de estímulos y planes de transición energética. En Europa preocupa el coste energético y las tensiones geopolíticas con Rusia.

La volatilidad en el trimestre ha cerrado en 17, por debajo del trimestre anterior. En general ha permanecido en niveles bajo 20 excepto un fuerte repunte a final de noviembre e inicio de diciembre. El cuarto trimestre ha sido en general muy positivo, especialmente en las compañías de mayor capitalización y tecnológicas. El S&P subía un 10.6% en el trimestre, el Euro Stoxx +5.5%, el Nasdaq 100 +11.1%, el Russell Small Cap +1.9%.

Por estilo de inversión, la evolución del Russell Midcap Value +8.1% ha sido superior al Russell Midcap Growth +2.7%. En cuanto a sectores, en el cuarto trimestre la evolución ha sido Tecnología +7.9%, Materiales +6.0%, Consumo Cíclico +5.9%, Consumo Estable +5.2%, Healthcare +4.5%, Industriales +3.9%, Financiero +2.1%, Energía +0.7%.

b) Decisiones generales de inversión adoptadas. Al inicio del periodo, el porcentaje de inversión destinado a invertir en renta fija y renta variable ha sido de 0,41% y 99,48%, respectivamente y a cierre del mismo de 1,78% en renta fija y 93,31% en renta variable. El resto de la cartera se encuentra fundamentalmente invertida en activos del mercado monetario.

Dicha composición de cartera y las decisiones de inversión al objeto de construirla, han sido realizadas de acuerdo con el

entorno y las circunstancias de mercado anteriormente descrita, así como una consideración al riesgo que aportaban al conjunto de la cartera.

Dicha composición de cartera y las decisiones de inversión al objeto de construirla, han sido realizadas de acuerdo con el entorno y las circunstancias de mercado anteriormente descrita, así como una consideración al riesgo que aportaban al conjunto de la cartera.

c) Índice de referencia. La rentabilidad de la IIC es de 3,03%, por encima de la rentabilidad de la letra del tesoro español con vencimiento a un año, que es de -0,18%.

d) Evolución del Patrimonio, partícipes, rentabilidad y gastos de la IIC. Durante el periodo, el patrimonio de la IIC disminuyó en un 4,93% hasta 12.937.678,39 euros frente a 13.607.974,84 euros del periodo anterior. El número de accionistas disminuyó en el periodo en 6 pasando de 114 a 108 accionistas. La rentabilidad obtenida por la IIC en el periodo es de 3,03% frente a una rentabilidad de 24,58% del periodo anterior. Los gastos soportados por la IIC han sido del 0,54% sobre el patrimonio durante el periodo frente al 0,54% en el periodo anterior.

e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora. La rentabilidad de la IIC obtenida en el periodo de 3,03% es mayor que el promedio de las rentabilidades del resto de IICs gestionadas por la gestora que es de -1,3%.

2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES.

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo. Las principales adquisiciones llevadas a cabo en el período fueron: acciones de ORIGIN ENTERPRISES, SUBSEA 7, STOLT-NIELSEN, IVE GROUP, BILFINGER, GLENCORE, ODFJELL, TRAVEL AND LEISURE, bono convertible de CINEWORLD.

Las principales ventas realizadas en el periodo fueron: acciones de CHEMOURS, GREEN PLAINS, VISTA OUTDOOR, WALLENIUS WILHEMSEN, HILTON GRAND VACATIONS, UNIVERSAL INSURANCE HOLDINGS, SEAWAY 7, WHITING PETROLEUM, BW IDEOL, OLIN, CINEWORLD.

b) Operativa de préstamos de valores. N/A

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos. N/A

d) Otra información sobre inversiones. Esta sociedad no tiene ningún activo en litigio ni afectado al artículo 48.1.j. del RIIC. A 31 de marzo, la sociedad contaba con acciones no cotizadas de MCDERMOTT por el 0,58% del patrimonio y Warrants A y B por el 1,87%. Dichas acciones y warrants se recibieron como intercambio por los bonos cotizados de la compañía que se tenían en cartera tras la finalización del proceso concursal en Abril de 2020. En el entorno de crisis por la pandemia y especialmente en el sector de energía, la compañía postpuso sacar a cotizar las acciones de la nueva compañía, tal como prevén sus estatutos. Mientras tanto hay mercado OTC para las acciones, la compañía sigue reportando trimestralmente en el formato de la SEC y planea hacer el IPO tan pronto como el entorno de mercado lo permita.

El 30 de marzo las acciones de DIAMOND OFFSHORE DRILLING empezaron a cotizar en el NYSE. La sociedad contaba con acciones recibidas como intercambio por los bonos cotizados de la compañía que se tenían en cartera tras la finalización del proceso concursal a final de abril 2021. El peso a 31 de marzo es del 3,72% del patrimonio. 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD. N/A

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO. El riesgo asumido por la IIC, medido por la volatilidad del valor liquidativo, es de 19,32%, frente a una volatilidad de 0,18% de la letra del tesoro español con vencimiento un año.

5. EJERCICIO DERECHOS POLÍTICOS. N/A

6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV. Informarles que el Informe de Auditoría correspondiente al ejercicio 2020 ha sido aprobado sin salvedades.

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS. N/A

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS. N/A

9. COMPARTIMENTOS DE PROPÓSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS). N/A

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO. En su último informe de Abril 2022, el FMI espera que el crecimiento mundial se modere pasando del 6,1% en 2021 a un crecimiento global del 3,6% para 2022 y un 3,6% para 2023. Para las economías avanzadas se espera, para 2022 y 2023, un crecimiento del 3,3% y 2,4%, con US +3,7% y +2,3%, Europa +2,8% y +2,3% y Japón +2,4% y 2,3%. Para emergentes y en desarrollo se proyecta un

crecimiento del +3,8% y 4,4%, entre las que destacamos la región Asia oriental-Pacífico con un +5,4% y +5,6%, con China +4,4% y 5,1%.

En el primer trimestre pudimos analizar la publicación de los resultados de las compañías para el último trimestre de 2021 y sus perspectivas.

Vemos tres fuerzas o tendencias económicas relevantes: i) La vuelta a la normalidad o el mundo post-covid; ii) El ciclo de capital; iii) La transición energética; todo ello con consecuencias derivadas como la inflación o la inestabilidad geopolítica.

La causa última de tanta inestabilidad económica, de una sociedad que avanza en zig-zag siempre es la misma: la planificación central y la supresión de libertades. Que la planificación central no funciona no es un juicio moral, sino una ley económica más que probada a nivel teórico y práctico.

El ciclo de capital y la transición energética están ganando cada vez más fuerza y son causa de una buena parte de la inestabilidad e inflación.

Centrándonos en la primera tendencia, y retrocediendo dos años, podemos simplificar la cadena de hechos en: 1º) tres decisiones políticas: confinamiento, fábricas paradas y pagos a familias o empresas. 2º) El ajuste económico en respuesta: escasez e incremento de precios; grandes beneficios para los productores de materias primas; elevadas tasas de inflación; la manufactura empieza a tener problemas por incremento de costes, que intenta traspasar al cliente; conflictos laborales, huelgas, etc. 3º) Ante este ajuste, se toman nuevas decisiones: subidas de los tipos de interés; intervención en el precio de ciertos bienes y en ciertas actividades. 4º) El mercado empieza a descontar una recesión desde hace 6 meses.

Por bienintencionadas que sean, las decisiones tienen consecuencias y cada distorsión fuerza al sistema económico a adaptarse, en un ciclo ineficiente de decisión-reacción que lleva al estancamiento en vez de al crecimiento.

De ahora en adelante, la prolongación de la elevada inflación actual depende en gran medida de una decisión política, aunque también juegan un rol la transición energética (a su vez una decisión) y el ciclo de capital. La decisión es la siguiente: o bien se deja de distorsionar el valor del dinero, subiendo los tipos de interés significativamente causando una recesión pero restableciendo un equilibrio que permite un crecimiento ordenado a largo plazo, o se continúa igual con elevadas tasas de inflación y una economía disfuncional y con el tiempo más pobre.

En episodios de elevada inflación sostenida casi todo el mundo pierde, incluyendo los negocios, que ven su generación de caja mermada por la necesidad de reinvertir en stock y activos productivos a costes cada vez más elevados, además de potenciales problemas para refinanciar la deuda. Algunos negocios excepcionales sin necesidades de reinversión y con deuda en su balance pueden beneficiarse de un entorno inflacionario, pero se trata de casos atípicos y siempre asumiendo que no tendrán interferencias políticas. También hay que señalar que ciertos sectores ganan con una mayor actividad si saben gestionar los cambios en el nivel de precios (ej. la construcción) o lógicamente los propietarios de la materia prima.

Vemos muchos ejemplos de empresas manufactureras, para las que el entorno inflacionario es erosivo: el volumen crece, pero los incrementos de precios que trasladan al cliente van por detrás de los costes y, sobre todo, hay que reinvertir mucho en stock. El resultado es un incremento de la deuda neta para un mismo nivel de beneficio, resultando en un ratio de apalancamiento mucho mayor.

Por el razonamiento anterior, hemos ido vendiendo las inversiones en manufactura desde hace meses por el temor a los efectos secundarios del COVID, posicionando ELCANO o bien cerca de la materia prima, o bien en negocios sin necesidad de reinversión con capacidad de trasladar subidas de costes rápidamente, o bien en sectores que se benefician de una mayor actividad. Pensamos que la rotación (además de ganar en potencial de revalorización al hacer la cartera más atractiva en precio) nos ha posicionado para aprovechar el entorno inflacionario e inestable actual, a la vez que

estamos preparados para reaccionar ante cualquier cambio.

Nos adaptamos y reposicionamos, guiados por nuestro doble criterio: 1) POTENCIAL/VALORACIÓN: Identificar buenos negocios que, por algún motivo, parecen estar infravalorados, como puede ser el desconocimiento, motivos técnicos, cíclicos o reestructuraciones operativas. Estas oportunidades son tratadas como hipótesis. Afortunadamente, tenemos un universo de cobertura de 500 empresas en 120 sectores que nos da muchas opciones. El potencial de revalorización de la cartera actual es del 63%. 2) MOMENTO: Tomar posiciones cuando la tendencia fundamental es a mejor y el mercado así lo refleja, cumpliendo con nuestro algoritmo ELC-20. El momento es la confirmación de nuestra hipótesis. Toda la cartera tiene buen momento fundamental y de mercado. Se espera que el EBITDA crezca un 64% en los próximos 2 años.

Ante este entorno actual tan complicado, pensamos que estamos bien posicionados con una cartera formada por 32 compañías que se beneficia de las 3 grandes fuerzas y de la inflación, además de tener potencial y momento fundamental y de mercado. Y siempre atentos para adaptarnos a lo que venga.

En el cuarto trimestre pudimos analizar la publicación de los resultados de las compañías para el tercer trimestre y sus perspectivas.

Los efectos del COVID-19 no han desaparecido, con restricciones impuestas en distintos lugares del mundo con cada nueva variante. Sin embargo, nos hemos adaptado. Vemos un consumidor ansioso por volver a la normalidad: lujo, turismo, cine, restaurantes, eventos, etc. Todo está volviendo, ajustado a las restricciones y todavía hay una demanda acumulada no satisfecha.

Las empresas están lidiando con cuatro retos principales: cadena de suministro, transporte, inflación y disponibilidad de mano de obra. ¿La causa? Las restricciones junto con la inyección de liquidez. Y más restricciones y más liquidez agravan el problema. El sistema económico es delicado, y cualquier intervención o manipulación política tiene importantes consecuencias. Una sociedad que no produce no puede consumir. Suena obvio, pero durante esta época se ha vivido en un cierto espejismo que está ya desapareciendo.

Aunque no sabemos cómo acabará este experimento, los finales suelen ser bruscos. Y en este caso la política tendrá algo que ver. Nosotros vemos dos salidas o elecciones políticas: una crisis de recursos o una crisis de crédito. El final de la inyección de liquidez provocaría una contracción económica a corto plazo. La continuación de estas políticas para suavizar los efectos de las restricciones provoca escasez de bienes e inflación a corto y medio plazo. Janet Yellen, secretaria del Tesoro y expresidente de la Reserva Federal reconoció a final del trimestre que la inflación no podía describirse como transitoria.

El problema con la inflación es el papel de las expectativas. Una inflación puntual elevada o una más moderada pero que se alargue en el tiempo, puede llevar de igual manera a una expectativa de inflación permanente. Esta expectativa es lo que la convierte en realidad: los trabajadores piden aumento de sueldo, los empresarios suben precios, y se entra en una espiral de la que no es fácil salir.

Como explicábamos en el anterior informe, la eficiencia operativa, el poder de mercado, la localización geográfica y la posición de una empresa en la estructura de producción son los principales determinantes de la rentabilidad de las empresas en un entorno inflacionario. Durante los últimos meses hemos reducido la exposición a la manufactura para tener una cartera bien adaptada al entorno.

La transición energética gana fuerza día tras día y se están empezando a materializar los efectos hipotéticos que mencionábamos en el informe del segundo trimestre de 2021: inflación, ganadores y perdedores y tensiones geopolíticas. Más de la mitad de la cartera se beneficia directamente de la transición.

También vemos movimientos corporativos en los sectores en los que estamos presentes, que reflejan en muchos casos la

inconsistencia entre valor público y valor privado. Durante estos años hemos observado cómo empresas relevantes en sectores atractivos, con retos a corto plazo, son adquiridas una vez han solucionado sus problemas más complicados (reducción de personal, refinanciación, corrupción, etc.). Los movimientos corporativos suelen ir en oleadas y responder a cambios estructurales.

A nivel industrial, los inventarios están en mínimos, no existen planes de expansión de capacidad significativos, y la utilización es elevada. La transición energética contribuye a un mercado más estrecho ya que países como China no tienen acceso a energía ?limpia? barata y por lo tanto están reduciendo capacidad. Adicionalmente, la incertidumbre que ésta trae consigo está provocando un diferimiento en las inversiones que son necesarias para satisfacer la demanda de los próximos años. Todo ello apunta a un mercado relativamente favorable para los productores.

Tenemos una cartera bien posicionada en este entorno. Y, de todos modos, tenemos una mentalidad abierta y un proceso flexible para reaccionar rápido. La combinación de amplio potencial de revalorización según nuestra estimación de valoración junto con resultados crecientes (+230% EBITDA de consenso entre 2020 y 2022) debe resultar en una continuación de los buenos resultados.

Como ya explicamos anteriormente, hemos adaptado y perfeccionado nuestro sistema y hoy podemos afirmar que los resultados son positivos. Nuestra estrategia está basada en dos conceptos: 1) POTENCIAL/ VALORACIÓN: Identificar buenos negocios que, por algún motivo, parecen estar infravalorados, como puede ser el desconocimiento, motivos técnicos, cíclicos o una mala gestión. Estas oportunidades son tratadas como hipótesis. Un universo de cobertura de 500 empresas y un proceso eficiente de búsqueda de ideas nos da muchas opciones. 2) MOMENTUM: Tomar posiciones cuando la tendencia es a mejor y el mercado así lo refleje, cumpliendo con nuestro algoritmo ELC-20. El momento positivo es la confirmación de nuestra hipótesis.

De este modo se evita la acumulación de pérdidas provocada por ideas que no funcionan, y se aprovechan mejor las buenas ideas, resultando en una cartera de menor riesgo y mejores resultados acumulados. La ventaja adicional es una flexibilidad que permite navegar bien en entornos cambiantes.

10. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES0113900J37 - Acciones BANCO SANTANDER CENTRAL H	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0124244E34 - Acciones MAPFRE	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0142090317 - Acciones OHL GROUP	EUR	356	2,75	388	3,06
ES0144580Y14 - Acciones IBERDROLA	EUR	1	0,01	1	0,01
ES0178430E18 - Acciones TELEFONICA	EUR	1	0,00	0	0,00
TOTAL RV COTIZADA		358	2,77	390	3,07
TOTAL RENTA VARIABLE		358	2,77	390	3,07
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		358	2,77	390	3,07
XS2334036287 - Bonos CINEWORLD GROUP PLC 7,500 2025-04-16	USD	163	1,26	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		163	1,26	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		163	1,26	0	0,00
US25260WAB72 - Bonos DIAMOND OFFSHORE DRI 13,000 2027-04-22	USD	24	0,18	25	0,19
US25260WAC55 - Bonos DIAMOND OFFSHORE DRI 9,000 2027-04-26	USD	27	0,21	27	0,21
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION		51	0,40	51	0,40
TOTAL RENTA FIJA		214	1,66	51	0,40
BMG5924V1063 - Acciones MCDERMOTT INTL INC	USD	30	0,24	18	0,14
BMG5924V1147 - Acciones MCDERMOTT INTL INC	USD	116	0,90	82	0,64
BMG5924V1220 - Acciones MCDERMOTT INTL INC	USD	126	0,97	90	0,71
VGG1890L1076 - Acciones MICHAEL KORS HOLDINGS LTD	USD	292	2,26	359	2,83
KYG6610J1343 - Acciones NOBLE CORP PLC	USD	0	0,00	0	0,00
BMG850801025 - Acciones STOLT NIELSEN LTD	NOK	573	4,43	225	1,77
BMG9460G1197 - Acciones VALARIS PLC	USD	0	0,00	0	0,00
KYG9593A1040 - Acciones WHARF HOLDINGS LTD	HKD	0	0,00	0	0,00
MHY2106R1100 - Acciones DORIAN LPG LTD	USD	0	0,00	0	0,00
MHY2745C1104 - Acciones GOLAR LNG LTD 8,750	USD	114	0,88	0	0,00
GB00BJVJZD68 - Acciones VALARIS PLC	USD	0	0,00	0	0,00
GB00B0H2K534 - Acciones PETROFAC	GBP	234	1,81	261	2,06
IE00B1VW4493 - Acciones ORIGIN ENTERPRISES PUBLIC LTD	EUR	529	4,09	198	1,56
GB00B15FWH70 - Acciones CINEWORLD GROUP PLC	GBP	0	0,00	119	0,94

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
GB00BH4HKS39 - Acciones VODAFONE GROUP	GBP	0	0,00	0	0,00
JE00B4T3BW64 - Acciones GLENCORE PLC	GBP	587	4,53	295	2,33
AU000000GNC9 - Acciones GRAINCORP LTD	AUD	1	0,00	1	0,00
AU000000IGL0 - Acciones IVE GROUP	AUD	264	2,04	0	0,00
AU000000WOR2 - Acciones WORLEYPARSONS LTD	AUD	1	0,01	1	0,01
AU0000079691 - Acciones UNITED MALT GROUP LTD	AUD	0	0,00	0	0,00
NO0003399909 - Acciones ODFJELL SE	NOK	557	4,30	314	2,48
GB0003452173 - Acciones FIRSTGROUP PLC	GBP	0	0,00	0	0,00
HK0004000045 - Acciones WHARF HOLDINGS LTD	HKD	0	0,00	0	0,00
DE0005408884 - Acciones LEONI AG	EUR	1	0,01	1	0,01
DE0005909006 - Acciones BILFINGER SE	EUR	596	4,61	360	2,84
DE0007030009 - Acciones RHEINMETALL AG	EUR	2	0,01	1	0,01
GB0009697037 - Acciones BABCOCK INTERNATIONAL GROUP	GBP	285	2,20	281	2,22
FR0010208488 - Acciones GAZ DE FRANCE	EUR	1	0,01	1	0,01
NO0010571680 - Acciones WALLENIOUS WILHELMSEN ASA	NOK	412	3,19	655	5,16
NO0010576010 - Acciones WILH WILHELMSEN HLD	NOK	2	0,02	2	0,02
NO0010893803 - Acciones OHT ASA	NOK	0	0,00	250	1,97
NO0010947385 - Acciones BW IDEOL	NOK	0	0,00	221	1,74
FR0013506730 - Acciones VALLOUREC SA	EUR	0	0,00	0	0,00
NL0014559478 - Acciones TECHNIP	EUR	320	2,48	282	2,22
LU0075646355 - Acciones SUBSEA 7 SA	NOK	297	2,30	1	0,00
US03743Q1085 - Acciones APACHE CORP	USD	4	0,03	2	0,02
US05614L2097 - Acciones BABCOCK & WILCOX ENTERP	USD	260	2,01	280	2,21
LU0633102719 - Acciones SAMSONITE INTERNATIONAL SA	HKD	625	4,83	555	4,37
HK1097008929 - Acciones I CABLE COMMUNICATIONS	HKD	0	0,00	0	0,00
CA1375761048 - Acciones CANFOR CORP	CAD	230	1,78	234	1,84
CA15101Q1081 - Acciones CELESTICA INC	USD	399	3,08	362	2,86
US1638511089 - Acciones THE CHEMOURS COMPANY	USD	0	0,00	588	4,63
US1724641097 - Acciones CINER RESOURCES LP	USD	634	4,90	524	4,13
US23355L1061 - Acciones DXC TECHNOLOGY CO	USD	0	0,00	0	0,00
LU2360697374 - Acciones FREYR BATTERIES	USD	484	3,74	429	3,38
US2605571031 - Acciones DOW INC	USD	6	0,04	5	0,04
US2774614067 - Acciones EASTMAN KODAK CO	USD	1	0,00	0	0,00
US3434121022 - Acciones FLUOR CORPORATION	USD	503	3,89	348	2,75
US34988V1061 - Acciones FOSSIL GROUP INC	USD	1	0,01	1	0,01
US3696043013 - Acciones GENERAL ELECTRIC CO.	USD	1	0,01	1	0,01
US3932221043 - Acciones GREEN PLAINS	USD	0	0,00	533	4,20
US3936571013 - Acciones GREENBRIER COMPANIES INC	USD	340	2,63	295	2,32
US4062161017 - Acciones HALLIBURTON CO	USD	444	3,43	261	2,05
US42824C1099 - Acciones JHP INC	USD	2	0,01	1	0,01
US43283X1054 - Acciones HILTON WORLDWIDE HOLDINGS INC	USD	271	2,10	565	4,45
US4586653044 - Acciones INTERFACE INC	USD	273	2,11	312	2,46
US58004K1097 - Acciones MCDERMOTT INTL INC	USD	44	0,34	27	0,21
US5948374039 - Acciones MICRO FOCUS INTERNATIONAL PLC	USD	0	0,00	0	0,00
US65249B2088 - Acciones TWENTY FIRST CENTURY FOX	USD	2	0,02	2	0,02
US6806652052 - Acciones OLIN CORP	USD	398	3,07	591	4,66
US75508B1044 - Acciones RAYONIER	USD	246	1,90	221	1,74
US78413P1012 - Acciones SEACOR MARINE	USD	1	0,01	0	0,00
US8873991033 - Acciones TIMKENSTEEL CORP	USD	2	0,02	1	0,01
US8941641024 - Acciones WYNDHAM WORLDWIDE CORP	USD	259	2,00	131	1,03
US91359V1070 - Acciones UNIVERSAL INSURANCE HOLDINGS	USD	0	0,00	344	2,71
US9283771007 - Acciones VISTA OUTDOOR INC	USD	0	0,00	563	4,43
US9297401088 - Acciones WABTEC CORP	USD	0	0,00	0	0,00
US9663875089 - Acciones WHITING PETROLEUM CORP	USD	456	3,53	495	3,90
TOTAL RV COTIZADA		11.230	86,80	11.689	92,14
US25271C2017 - Acciones DIAMOND OFFSHORE DRILLING	USD	394	3,05	444	3,50
US25271C4096 - Acciones DIAMOND OFFSHORE DRILLING	USD	86	0,67	97	0,77
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN		481	3,72	541	4,26
TOTAL RENTA VARIABLE		11.711	90,52	12.230	96,40
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		11.925	92,18	12.281	96,81
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		12.283	94,94	12.671	99,88

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

11. Información sobre la política de remuneración

No aplicable

12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)

--