

**TRUE VALUE, FI**  
Nº Registro CNMV: 4683

**Informe** Trimestral del Primer Trimestre 2014

**Gestora:** 1) ALPHA PLUS GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.      **Depositario:** SANTANDER INVESTMENT, S.A.      **Auditor:**  
PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, SL  
**Grupo Gestora:**      **Grupo Depositario:** SANTANDER      **Rating Depositario:** Baa1

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.alphaplus.es](http://www.alphaplus.es).

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

**Dirección**

C/AYALA, 27, 6º IZQ 28001 - MADRID (MADRID) (917813276)

**Correo Electrónico**

[info@alphaplus.es](mailto:info@alphaplus.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](mailto:inversores@cnmv.es)).

**INFORMACIÓN FONDO**

Fecha de registro: 20/12/2013

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

**Categoría**

Tipo de fondo:

Otros

Vocación inversora: Renta Variable Internacional

Perfil de Riesgo: 7, en una escala del 1 al 7

**Descripción general**

Política de inversión: Al menos el 75% de la exposición total será en renta variable y el resto en activos de renta fija. El riesgo divisa oscilará entre el 0 y el 100% de la exposición total.

La inversión en renta variable será en compañías internacionales, tanto de alta como de baja capitalización bursátil, con perspectivas de revalorización a medio y largo plazo.

La parte no expuesta en renta variable será invertida en activos de renta fija preferentemente pública (sin descartar renta fija privada) de emisores de la zona Euro, sin que existan límites por rating. La duración media de la cartera de renta fija será inferior a 10 años.

El Fondo invertirá principalmente en valores de emisores de la zona Euro, Estados Unidos, Japón, Suiza, Gran Bretaña y demás países de la OCDE. El fondo podrá invertir hasta un 20% de la exposición total en países emergentes.

Los activos en los que invierte el Fondo estarán admitidos a cotización oficial en mercados regulados reconocidos y abiertos al público.

El grado máximo de exposición a riesgo de mercado por derivados es el patrimonio neto.

El fondo no tiene índice de referencia.

El fondo podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras, que sean activo apto, armonizadas o no, pudiendo pertenecer a su vez al grupo de la Gestora.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Unión Europea, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España.

Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% del patrimonio en activos que podrían introducir un mayor riesgo que el resto de las inversiones como consecuencia de sus características, entre otras, de liquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor.

El objetivo de gestión del Fondo es obtener de las inversiones realizadas una rentabilidad satisfactoria y sostenida en el tiempo, poniendo énfasis en la `inversión de valor` (value investing) y seleccionando activos que se encuentren infravalorados por el mercado y presenten un alto potencial de revalorización.

El fondo aplica la metodología del compromiso para la medición de la exposición al riesgo de mercado asociado a la operativa con instrumentos financieros derivados.

El fondo cumple con los requisitos exigidos por la Directiva 2009/65/CE.

#### **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 del Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

**Divisa de denominación** EUR

## 2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2014	Año t-1
Índice de rotación de la cartera	2,36		2,36	
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,20		0,20	

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 Participaciones	271.460,50	30.000,00
Nº de Partícipes	46	2
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	
Inversión mínima (EUR)	10 euros	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Periodo del informe	2.772	10,2104
2013	299	9,9692
2012		
2011		

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	0,33	0,32	0,65	0,33	0,32	0,65	mixta	al fondo
Comisión de depositario			0,02			0,02	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2014	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
Rentabilidad IIC	2,42	2,42							

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último año		Últimos 3 años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-2,18	03-02-2014				
Rentabilidad máxima (%)	1,60	04-03-2014				

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es *diaria*

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2014	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	13,47	13,47							
Ibex-35	17,79	17,79							
Letra Tesoro 1 año	0,50	0,50							
VaR histórico del valor liquidativo(iii)									

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los períodos con política de inversión homogénea.

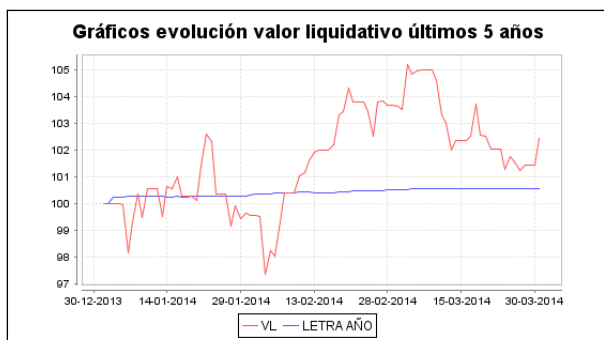
(iii) VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2014	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
Ratio total de gastos (iv)	0,42	0,42							

(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 últimos 5 años



### Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



## B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes*	Rentabilidad Trimestral media**
Monetario Corto Plazo			
Monetario			
Renta Fija Euro	11.449	233	3,61
Renta Fija Internacional			
Renta Fija Mixta Euro			
Renta Fija Mixta Internacional	3.574	111	3,49
Renta Variable Mixta Euro			
Renta Variable Mixta Internacional			
Renta Variable Euro			
Renta Variable Internacional	1.844	24	2,42
IIC de Gestión Pasiva(1)			
Garantizado de Rendimiento Fijo			
Garantizado de Rendimiento Variable			
De Garantía Parcial			
Retorno Absoluto	12.786	143	0,91
Global	42.505	357	3,03
Total fondos	72.158	868	2,75

\*Medias.

(1): incluye IIC que replican o reproducen un índice, fondos cotizados (ETF) e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

\*\*Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio de cada FI en el periodo

### 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	2.780	100,29	0	0,00
* Cartera interior	399	14,39	0	0,00
* Cartera exterior	2.381	85,89	0	0,00
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	152	5,48	300	100,33

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+/-) RESTO	-160	-5,77	-1	-0,33
TOTAL PATRIMONIO	2.772	100,00 %	299	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 periodo anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	299		299	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	130,69		130,69	703,27
- Beneficios brutos distribuidos	0,00		0,00	0,00
± Rendimientos netos	3,41		3,41	-6.899,23
(+) Rendimientos de gestión	4,21		4,21	0,00
+ Intereses	0,00		0,00	0,00
+ Dividendos	0,21		0,21	0,00
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00		0,00	0,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	3,87		3,87	0,00
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00		0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	0,88		0,88	0,00
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,01		0,01	0,00
± Otros resultados	-0,76		-0,76	0,00
± Otros rendimientos	0,00		0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,80		-0,80	1.500,37
- Comisión de gestión	-0,65		-0,65	9.673,17
- Comisión de depositario	-0,02		-0,02	4.829,82
- Gastos por servicios exteriores	-0,06		-0,06	31,12
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01		-0,01	5.811,37
- Otros gastos repercutidos	-0,07		-0,07	0,00
(+) Ingresos	0,00		0,00	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00		0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00		0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00		0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	2.772		2.772	

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

### 3. Inversiones financieras

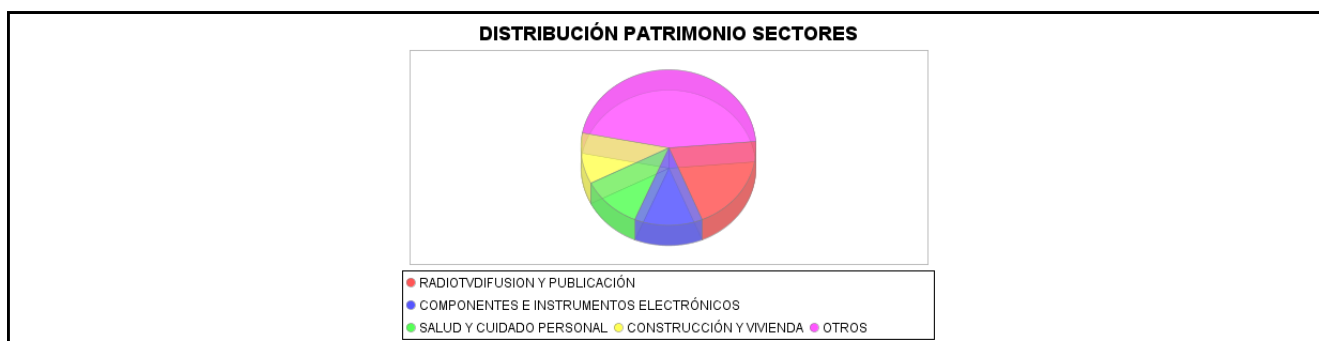
#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	349	12,59		
TOTAL RENTA FIJA	349	12,59		
TOTAL IIC	50	1,81		
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	399	14,40		
TOTAL RV COTIZADA	2.329	84,03		
TOTAL RENTA VARIABLE	2.329	84,03		
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	2.329	84,03		
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	2.728	98,43		

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)

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
BBX CAPITAL CORP	Compra de opciones "put"	135	Cobertura
Total subyacente renta variable		135	
PUT RUSSELL 2000 1200.00 06/14	Compra de opciones "put"	1.220	Cobertura
Total otros subyacentes		1220	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		<b>1355</b>	
FUT. EUR/CAD 06/14 (CME)	Futuros comprados	625	Cobertura
CTA LIBRAS C/V DIVISA	Compras al contado	50	Inversión
SUBYACENTE EUR/USD	Futuros comprados	1.247	Cobertura
SUBY. TIPO CAMBIO EUR/GBP (CME)	Futuros comprados	125	Cobertura
Total subyacente tipo de cambio		2047	
PUT RUSSELL 2000 1100.00 06/14	Emisión de opciones "put"	1.118	Cobertura
Total otros subyacentes		1118	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>3165</b>	

#### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

#### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

#### 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		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 una entidad del grupo de la gestora o 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

Partícipes significativos: 608.984,84 - 21,97%  
Durante el periodo se han efectuado, en miles de euros, operaciones de compra con el depositario por: 12.916 - 700%  
Durante el periodo se han efectuado, en miles de euros, operaciones de venta con el depositario por: 12.567 - 682%  
Se han realizado operaciones vinculadas con otras IICs, gestionadas, debidamente autorizadas por el depositario: 50 - 3%

#### 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

#### 9. Anexo explicativo del informe periódico

Desconcertante comportamiento de los mercados financieros durante el trimestre en el que han sucedido episodios de pánico con momentos claramente optimistas que han llevado a las bolsas y los bonos a máximos no vistos desde el inicio de la crisis. Los inversores se habían preparado para un año de confirmación de la recuperación económica, de bolsas más estables, de un mercado de renta fija con alta incertidumbre y, como consecuencia de lo anterior, de un aumento del



peso de los activos de riesgo en las carteras.

Las bolsas arrancaron el año con la fortaleza con que terminaron el 2013, la deuda periférica siguió en su proceso de reducción de las primas de riesgo y los bonos de gobierno AAA experimentaban ligeras pérdidas. A mediados de enero, la tendencia cambió radicalmente como respuesta a una fuerte devaluación del peso argentino. La importancia de Argentina en la economía mundial es poco relevante, pero desató las alarmas en los inversores, que se habían vuelto complacientes. Las turbulencias en las divisas, y otros activos emergentes llevan meses ocurriendo, pero en este caso la reacción de los mercados fue virulenta, con caídas en las bolsas entorno al 4%-5%, ampliación de los diferenciales corporativos entre 30pb y 40pb y bajada de la rentabilidad de la deuda gobierno core entre el 25pb y 30pb.

Tras la efímera recuperación de los mercados en febrero volvimos a experimentar jornadas de alta tensión provocadas por los acontecimientos políticos en Ucrania, a los que se añadieron las dudas sobre el crecimiento económico y el deterioro de la economía china. Las bolsas aumentaron su dependencia de las noticias y los grandes beneficiados en este escenario de incertidumbre han sido los activos refugio. La respuesta de los inversores fue bastante lógica, buscando refugio en el oro y los bonos de gobierno de máxima calidad crediticia. El buen comportamiento de todos los bonos de gobierno ha permitido que las rentabilidades de la deuda periférica perforaran niveles muy relevantes. La inestabilidad política puso en alerta a los inversores, pero entendemos que nuestro escenario central sigue vigente: consolidación de la recuperación económica, estabilización de la inflación, retirada progresiva de estímulos en EE.UU y subida progresiva de los tipos de interés de las curvas Europeas.

El mes de Marzo consolidó la recuperación de las bolsas que han experimentado subidas moderadas como consecuencia de unos datos macro económicos que siguen apoyando la recuperación pero que no son lo suficientemente fuertes como para provocar la acción de los bancos centrales. La tensión sobre Ucrania se ha reducido a pesar de que Rusia ha conseguido su objetivo de anexionarse la península de Crimea. El temor a un enfrentamiento bélico ha desaparecido, tomando su lugar las sanciones económicas que impondrán tanto la unión Europea como los EE.UU. El otro foco de preocupación para los inversores se encuentra en la evolución de la inflación en Europa. A pesar de la mejora en los indicadores adelantados, la inflación sigue descendiendo, por lo que son muchos los inversores que están apostando a favor de que el BCE amplíe las medidas de expansión monetaria con el objetivo de luchar contra la deflación. En el trimestre, la deuda gobierno y corporativa han experimentado rendimientos positivos superiores a las expectativas que manejaban los inversores a principio de año. Especialmente positivo ha sido el comportamiento de la deuda periférica, que ha conseguido situar su diferencial frente a Alemania en niveles mínimos desde que comenzase la crisis. Mientras tanto, China sigue demostrando debilidad, por lo que los sectores más cíclicos y las materias primas siguen presionados.

El rendimiento del primer trimestre ha sido satisfactorio si lo comparamos con los índices de referencia como Russell2000 (índice que agrupa pequeñas-medianas compañías de USA) y MSCI world.

Rendimiento del fondo y de los índices desde 1-ENE- 2014 a 31-MAR de 2014

True Value Rusell 2000 MSCI world

2,1% 0,8 % 0,7%

Dentro de nuestra filosofía de inversión dividimos la cartera en dos partes: situaciones especiales y value investing. En función de lo barato o caro que creamos que está el mercado y de las oportunidades que encontremos asignaremos un % mayor o menor a situaciones especiales. En estos momentos las situaciones especiales suponen un 40% de la cartera. Este porcentaje puede variar entre un 30% y un 60%. Hemos mantenido una posición de efectivo del 9% por si aparecen nuevas oportunidades. Casi todas las situaciones especiales tienen catalizadores definidos para los próximos meses, es decir, en el corto plazo

Entorno macro

Como inversores value no tratamos de predecir el ciclo económico ni lo que hará la bolsa dentro de 3 meses o 1 año, nadie lo sabe. Muchos inversores creen que años de bolsa como el 2013 van a seguir para siempre y será difícil cumplir esas expectativas, lo cual producirá correcciones a corto plazo. Por otro lado no compartimos la visión de que exista una burbuja en bolsa porque los mercados se hayan revalorizado rápidamente desde el 2012. Recordemos que la renta variable apenas se ha movido durante más de 14 años. La bolsa americana, SP500 por ejemplo, cotiza a 17x beneficios siendo su media histórica 15x, mientras que España (Ibex35) cotiza a 12x siendo su media histórica de 13x. Obviamente haber entrado a renta variable en años como 2000 o 1966 con las bolsas a 30x y 25x, hubiera sido una decisión difícil.

### Visión general de nuestras inversiones

En la estructura central de cartera que hemos ido construyendo a lo largo del primer trimestre, juegan un papel de especial relevancia tanto en peso sobre el total de patrimonio, como en grado de convicción, determinadas apuestas. Las más importantes son:

Extendicare (10% cartera, situación especial). Esta es la perfecta definición de situación especial. Extendicare se dedica al negocio de residencias de ancianos en USA y Canadá. Posee las instalaciones y también las gestiona. Cotiza a 7usd. EL negocio de Canadá es maravilloso, con un 98% de ocupación, lista de espera para ingresar en las residencias y unos beneficios muy interesantes, sin embargo, la parte de USA es un negocio bajo presión por el afán del gobierno de Obama por reducir los gastos médicos, también la ley sobreprotege al consumidor y le genera interminables litigios a estas compañías. El equipo directivo es consciente de la situación y en Mayo de 2013 se tomó la decisión de vender el negocio de USA, ahora casi un años después falta pocos meses para que se cierre la operación. Si aplicamos una valoración a los activos de USA y Canadá la acción debería valer alrededor de 14usd. Existe cierta incertidumbre y es saber a qué precio se venderá el negocio de USA y si conseguirán venderlo en su totalidad o solo una parte. Lo más importante y en el peor de los casos no esperamos pérdidas superiores al 15% ya que la empresa paga un generoso dividendo del 7% y esto hace de soporte en la cotización. Por esta razón y hasta que no se sucedan el anuncio de la venta el precio no se moverá ni en subidas de mercado ni en bajadas. De esta forma se da el CARA gana mucho, y CRUZ no pierdo, desgraciadamente este tipo de situaciones no aparecen todos los días y por eso invertimos un % de la cartera acorde al riesgo.

Micron ( 9,8% cartera, Value investing). Micron se dedica a fabricar memorias DRAM y NAND (como las que usa un USB por ejemplo), tradicionalmente este tipo de negocio era muy malo, ya que había más de 20 gobiernos subvencionando empresas estatales que no hacían dinero, pero tras la crisis financiera del 2008 y 2011 el campo de juego se ha reducido a 3 compañías (Samsung, Micron y Hynix). Esta industria al igual que otras industrias commodity como la minería, acero, se caracterizaba por la irracionalidad de los participantes. Una empresa comenzaba a invertir dinero para fabricar más barato y así ganar más dinero, pero los demás hacían lo mismo, entonces el suministro aumentó y la demanda es la misma, esto hace que los precios bajen y todas acaban ganando lo mismo que al principio pero en el camino se han endeudado y cuando llega el siguiente ciclo económico se lleva por delante a las empresas más débiles. Eso fue lo que pasó en el sector de las memorias electrónicas. Pero la situación ha cambiado, y tenemos una sólida convicción en ello. Primero Samsung esta incentivada a mantener los precios altos ya que gran parte de su producción es para consumo propio en la fabricación de sus dispositivos electrónicos, de esta forma sus rivales dentro del sector de smartphones y tablets tendrán mayores costes ya que tienen que comprar esas memorias a Micron o Hynix. Por otro lado Hynix ya declaró que ahora se va a centrar en generar beneficios y no volumen de ventas. Una cosa es lo que diga una compañía y otra lo que haga, y Hynix ha demostrado que sigue este camino, a finales de 2013 a Hynix se le quemó una de sus mayores fabricas en China, esto eliminó un 10% de capacidad mundial de memorias. Pronto aparecieron rumores de que al reconstruirla iba a aumentar capacidad (ese día Micron cayó un 10%), pero la compañía salió rápidamente a decir que simplemente iban a reconstruir la fábrica con su capacidad histórica. Micron también ha manifestado que no va a añadir más capacidad de la que exija la demanda.

En este 2014 los beneficios de Micron van a ser de 3,50usd a 4usd por acción si aplicamos un múltiplo de 10 veces ó 12 veces (similar al de otras empresas de semiconductores) tenemos un precio objetivo de 35usd a 45usd y cotiza actualmente en 23usd. La oportunidad existe porque la visión de otros participantes del mercado es de la antigua industria de memorias, por esos creemos que a medida que la empresa vaya presentando resultados positivos varios trimestres la cotización debería reflejar el valor real de la compañía.

Yellow Media (8% cartera, situación especial y Value Investing). Yellow media es el equivalente de las Páginas Amarillas de España en Canadá, tradicionalmente era un buen negocio con situación monopolística pero con la entrada de internet la gente dejó de usar las páginas amarillas impresas, aunque siempre habrá un sector de la población que las demande. Esta empresa vio el problema y migro el negocio a internet solo que se endeudó demasiado y quebró en el 2012 cuando tenía más de 3.000Musd de deuda. Pero gracias a la reestructuración de deuda esta redujo a 900Musd y la empresa volvió a cotizar el 2013 en una situación muy viable. Por un lado los ingresos impresos caen al 18% anual pero los ingresos online crecen al 7%, y para finales del 2015 la empresa volverá al crecimiento. Ha reducido su deuda neta que

para finales de este 2014 será de unos 400MUSD y estará ganando unos 140MUSD anuales, vemos que la viabilidad de la compañía está asegurada. La compañía ha contratado a Mr. Billot que hizo con las páginas amarillas de Francia (Solocal) lo que Yellow media necesita en Canadá. Yellow media va a ganar unos 4,5USD por acción este año, y aunque los ingresos antes de estabilizarse en 2015 caerán algo, el beneficio no caerá más y crecerá en 2015 y 2016 debido a que la compañía pagará menos por su deuda cuando la refinance. Si aplicamos un múltiplo conservador de 10x-12x las acciones deberían valer 54USD-45USD y cotizan a 24USD. Es más, a 3 años vista cuando la compañía sea puramente online podría cotizar a 20x beneficios del 2016 (en línea con empresas similares) de 5USD por acción o lo que es un precio objetivo de 100USD. Al igual que Micron necesitamos que la empresa vaya presentando varios trimestres sólidos de resultados y los inversores volverán a confiar en Yellow media, ya que es una empresa en la que mucha gente perdió hasta la corbata. Antiguamente 12 analistas de grandes bancos cubrían la compañía y tenían recomendaciones de compra, ahora solo hay uno y pequeño, que inició hace poco la cobertura de la compañía. Es típica esta dinámica en empresas que pasaron por el estigma de la bancarrota. De nuevo el comportamiento de esta posición no está ligado al mercado, sino a otros factores.

Constellation Software (4,5% de la cartera, value investing). Esta compañía está dirigida por uno de los equipos directivos más hábiles de Canadá, Mark Leonard creó este negocio en 1994 con la compra de una pequeña compañía de software y se dio cuenta de algo muy interesante y es que cuando vendes software el cliente te paga por adelantado una cuota anual pero la compañía le ofrece el servicio a lo largo de 12 meses. Al igual que las compañías de seguros usan el dinero que les pagamos a principio de año para invertir en productos financieros, él vio la oportunidad de comprar nuevas compañías de software que poseían esta característica, es como financiación gratis a 12 meses que te proporcionan tus clientes. La empresa ha crecido hasta ser un conglomerado de 125 compañías de software en nichos de mercado muy interesantes. Mr. Leonard aplica la filosofía de comprar barato, empresas difíciles de copiar y que sean rentables. Y a pesar de haber crecido comprando otras compañías apenas tiene deuda y no ha emitido nuevas acciones. La compañía ha crecido a una media del 30% anual durante los últimos 10 años, posee márgenes de beneficio y retornos sobre el capital propios de negocios maravillosos como pudieran ser Coca-Cola o Procter-Gamble.

Este año la empresa va a ganar 13USD por acción y cotiza a 250USD, como podemos ver no es un múltiplo barato, pero pongamos esto en perspectiva. Por ejemplo en España tenemos un negocio maravilloso llamado Inditex (Zara) que crecerá de forma moderada al 5-10% anual los próximos años y aun así cotiza a 25x beneficios. Aunque Constellation ralentizase su crecimiento los próximos 10 años al 20% creemos que es una oferta más razonable tomar la opción de Constellation (20x vs 25x y crecimiento del 20% vs 10%) si a esto le añadimos que el CEO cuida la empresa como su hijo ya que tiene invertido toda su fortuna en el mismo y rara vez ha vendido una acción, nos encontramos con una opción muy interesante. Para poder hacer esta clase de comparación primero hemos investigado la solidez del negocio, su diversificación, su presencia global, el equipo directivo y las posibilidades de crecimiento futuras.

Este tipo de situación no tiene el mismo potencial a corto plazo que las anteriores alternativas pero sin duda proporciona estabilidad y calidad a la cartera. Nuestro retorno como mínimo debería corresponderse con el crecimiento de la compañía. Además es un modelo de negocio que se comporta incluso mejor en épocas de crisis dado que adquieren compañías a mejor precio, de hecho creo que es una de las pocas acciones que subió de precio en la debacle del 2008 (como anécdota su rango de precio fue de 22USD a 25USD).

La rentabilidad obtenida por el fondo se pone en relación con el riesgo asumido según los siguientes parámetros de rentabilidad/riesgo. El trimestre se cierra con una rentabilidad de +2,42%, con una volatilidad anualizada de 13,47. El fondo no tiene índice de referencia según se especifica en folleto. La rentabilidad en el trimestre de la letra a año según el índice AFI letra año fue del 0,566%, con una volatilidad anualizada de 0,50 en el trimestre. El VAR histórico de la cartera indica lo máximo que se puede perder con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC en los últimos 5 años. Debido a la reciente constitución del fondo este dato no está disponible. El VAR diversificado es del 2,01%, que es la máxima pérdida que puede tener la cartera actual del fondo en un plazo de 5 días, con un intervalo de confianza del 99%, si se repitiese el comportamiento de la cartera actual del fondo en los 2 últimos años.

El fondo aplica la metodología del compromiso para todos los instrumentos derivados con los que opera, tanto de cobertura como de inversión.

El grado de apalancamiento medio del fondo, según el método de compromiso de derivados, durante el primer trimestre

ha sido de 10,39%.

La rentabilidad media ponderada de los fondos de la gestora durante el trimestre fue del 2,75%.

Los gastos de gestión directos, acumulados del año, soportados por el fondo han sido de 0,42%.

El patrimonio del fondo al 31.03.14 es de 2.771.708,17 y al 31.12.13 se situaba en 299.076,12.

El nº de partícipes al 31.03.14 es de 46 y 31.12.13 era de 2.

Incumplimientos sobrevenidos: El patrimonio del fondo y el nº de partícipes se encuentra por debajo del mínimo legal, por la reciente constitución del fondo, encontrándose en periodo de regularización.

El límite por inversión en un emisor del 10% se ha excedido al 31.03.14 en un valor, representando dicha posición el 10,51% del patrimonio del fondo.

## 10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES00000123L8 - REPO SPAIN GOVERNMENT B 0.74 2014-04-01	EUR	349	12,59		
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		349	12,59		
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		349	12,59		
ES0109583007 - PARTICIPACIONES ALPHA PLUS RENTABILIDAD	EUR	50	1,81		
<b>TOTAL IIC</b>		50	1,81		
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		399	14,40		
US64704V1061 - ACCIONES NEW MEDIA INVESTMENT GROUP	USD	117	4,21		
US92936P1003 - ACCIONES WMI HOLDINGS CORP	USD	21	0,77		
US53071M1045 - ACCIONES Liberty Media	USD	78	2,80		
US48019R1086 - ACCIONES JONES ENERGY INC	USD	61	2,22		
US46617M1099 - ACCIONES JGWPT HOLDINGS INC - A	USD	73	2,63		
GB0030508757 - ACCIONES SPRUE AEGIS PLC	GBP	31	1,13		
FR0011476928 - ACCIONES GROUPE FNAC	EUR	105	3,79		
CA29373A1057 - ACCIONES ENTERPRISE GROUP INC	CAD	60	2,15		
US3686821006 - ACCIONES GenCorp Inc	USD	90	3,25		
GB00B8W67B19 - ACCIONES LIBERTY GLOBAL INC	USD	55	1,97		
US5951121038 - ACCIONES MICRON TECHNOLOGY INC	USD	291	10,51		
US05540P1003 - ACCIONES BBX CAPITAL CORP	USD	131	4,74		
BMG2110R1144 - ACCIONES CHIPMOS TECHNOLOGIES BERMUDA	USD	92	3,33		
HK0184000948 - ACCIONES KECK SENG INVESTMENTS	HKD	79	2,86		
JE00BGP63272 - ACCIONES SAFESTYLE UK PLC	GBP	53	1,93		
US86732Y1091 - ACCIONES SUNEDISON INC	USD	64	2,31		
US0553842008 - ACCIONES BFC FINANCIAL CORPORATION	USD	62	2,25		
US75025X1000 - ACCIONES RADIANT LOGISTICS INC	USD	76	2,74		
US4198791018 - ACCIONES HAWAIIAN HOLDINGS INC	USD	66	2,38		
CA21037X1006 - ACCIONES CONSTELLATION SOFTWARE INC	CAD	106	3,82		
CA98552P1009 - ACCIONES YELLOW MEDIA LTD	CAD	218	7,88		
GB0032398678 - ACCIONES JUDGE SCIENTIFIC PLC	GBP	83	3,01		
CA30224T8639 - ACCIONES EXTENDICARE INC	CAD	261	9,41		
US0235861004 - ACCIONES AMERCO	USD	54	1,94		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		2.329	84,03		
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		2.329	84,03		
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		2.329	84,03		
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		2.728	98,43		

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.