

## IBERIAN VALUE, FI

Nº Registro CNMV: 4860

Informe Semestral del Primer Semestre 2016

**Gestora:** 1) ALPHA PLUS GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.      **Depositario:** SANTANDER SECURITIES SERVICES, 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) (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: 18/03/2015

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

#### Categoría

Tipo de fondo:

Otros

Vocación inversora: Renta Variable Euro

Perfil de Riesgo: 7 en una escala de 1 a 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. Al menos el 60% de la exposición total será renta variable emitida por entidades radicadas en España y Portugal, siendo el resto de la exposición a renta variable de emisores europeos.

La inversión en renta variable será en emisores, tanto de alta como de baja capitalización bursátil.

La parte no expuesta en renta variable será invertida en activos de renta fija preferentemente pública y en menor medida renta fija privada, de emisores de la zona Euro, en emisiones de al menos media calidad crediticia a juicio de la gestora, no teniendo en ningún caso un rating inferior a BBB por S&P o equivalente de otras agencias. Si alguna emisión no tuviera rating otorgado por una agencia se atenderá a la calificación del emisor.

La duración media de la cartera de renta fija será inferior a 18 meses.

El riesgo divisa será como máximo del 15% de la exposición total.

El fondo podrá invertir hasta el 10% del patrimonio en IIC financieras, que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

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

Se podrá invertir más del 35% en valores de un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión.

El fondo realiza una gestión activa, lo que puede incrementar sus gastos.

Esta participación es de acumulación, es decir, los rendimientos obtenidos son reinvertidos.

La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice 75% IBEX 35 y 25% PSI 20

#### **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	2016	Año t-1
Índice de rotación de la cartera	0,92	0,34	0,92	
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,02	-0,12	-0,02	

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	356.983,13	341.349,26
Nº de Partícipes	110	39
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00
Inversión mínima (EUR)	10 euros	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Periodo del informe	3.266	9,1480
2015	3.029	8,8735
2014		
2013		

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	0,67		0,67	0,67		0,67	patrimonio	
Comisión de depositario			0,05			0,05	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2016	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
<b>Rentabilidad IIC</b>	3,09	1,06	2,01	3,46	-10,91				

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último año		Últimos 3 años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
<b>Rentabilidad mínima (%)</b>	-4,44	24-06-2016				
<b>Rentabilidad máxima (%)</b>	3,19	13-04-2016				

(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 2016	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
<b>Volatilidad(ii) de:</b>									
<b>Valor liquidativo</b>	24,18	22,10	26,21	16,71	20,28				
<b>Ibex-35</b>	32,48	35,15	29,86	20,31	26,19				
<b>Letra Tesoro 1 año</b>	0,45	0,44	0,47	0,16	0,18				
<b>INDICE</b>	30,67	33,13	28,26	19,16	26,07				
<b>VaR histórico del valor liquidativo(iii)</b>	7,84	7,84	7,87						

(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 2016	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
<b>Ratio total de gastos (iv)</b>	0,80	0,40	0,40	0,41	0,47				

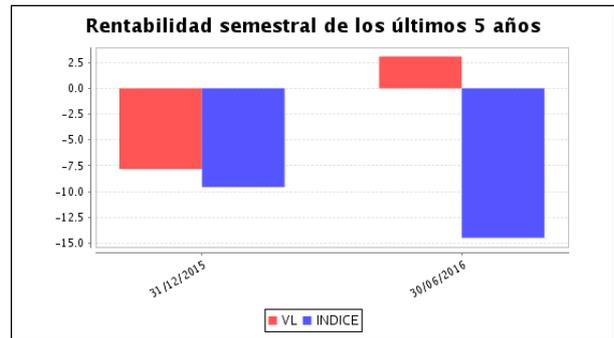
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. 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 semestral de los últimos 5 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 Semestral media**
Monetario Corto Plazo			
Monetario			
Renta Fija Euro	7.795	137	-0,56
Renta Fija Internacional			
Renta Fija Mixta Euro			
Renta Fija Mixta Internacional	3.433	101	-0,43
Renta Variable Mixta Euro			
Renta Variable Mixta Internacional			
Renta Variable Euro	52.884	158	-8,38
Renta Variable Internacional			
IIC de Gestión Pasiva(1)			
Garantizado de Rendimiento Fijo			
Garantizado de Rendimiento Variable			
De Garantía Parcial			
Retorno Absoluto	20.409	111	-1,67
Global	79.532	396	-2,13
Total fondos	164.053	903	-3,98

\*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	2.814	86,16	2.982	98,45
* Cartera interior	2.090	63,99	2.364	78,05
* Cartera exterior	723	22,14	618	20,40
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	400	12,25	50	1,65
(+/-) RESTO	52	1,59	-4	-0,13
TOTAL PATRIMONIO	3.266	100,00 %	3.029	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)	3.029	1.453	3.029	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	4,00	67,58	4,00	-92,84
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	3,53	-6,89	3,53	-162,07
(+) Rendimientos de gestión	4,55	-5,87	4,55	-193,83
+ Intereses	0,00	0,00	0,00	-84,30
+ Dividendos	1,67	1,06	1,67	90,78
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	-200,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	3,45	-6,71	3,45	-162,23
± 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)	-0,57	-0,21	-0,57	220,53
± Otros resultados	0,00	0,00	0,00	-100,00
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-1,02	-1,02	-1,02	20,67
- Comisión de gestión	-0,67	-0,68	-0,67	20,07
- Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	19,36
- Gastos por servicios exteriores	-0,06	-0,09	-0,06	-19,04
- Otros gastos de gestión corriente	-0,02	-0,05	-0,02	-61,03
- Otros gastos repercutidos	-0,22	-0,15	-0,22	75,34
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ 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	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	3.266	3.029	3.266	

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

### 3. Inversiones financieras

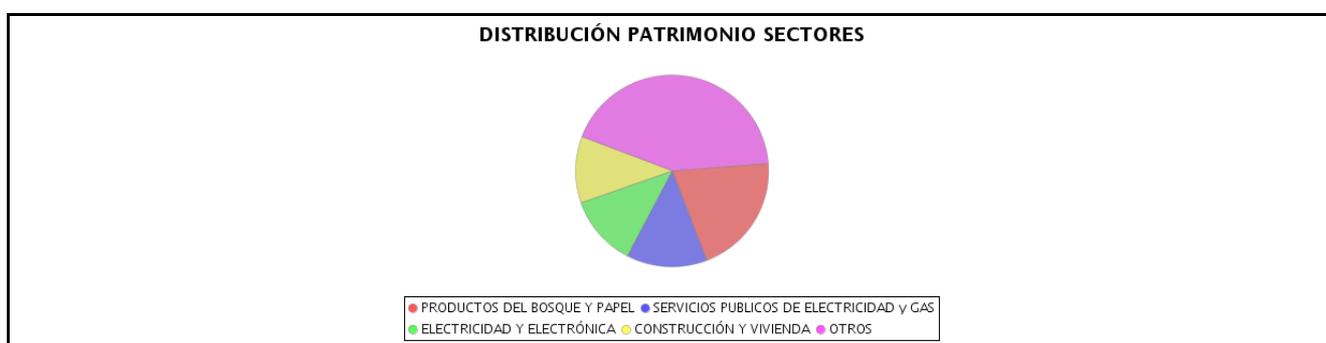
#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS			121	3,99
TOTAL RENTA FIJA			121	3,99
TOTAL RV COTIZADA	1.869	57,22	2.004	66,15
TOTAL RENTA VARIABLE	1.869	57,22	2.004	66,15
TOTAL IIC	222	6,79	239	7,90
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	2.090	64,01	2.364	78,04
TOTAL RV COTIZADA	723	22,14	618	20,40
TOTAL RENTA VARIABLE	723	22,14	618	20,40
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	723	22,14	618	20,40
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	2.814	86,15	2.982	98,44

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 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

Con fecha 28 de enero de 2016 la CNMV ha inscrito el cambio en el grupo de la sociedad gestora, siendo el nuevo grupo SANTALUCÍA.

### 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 : 57,67%

Durante el periodo se han efectuado, en miles de euros, operaciones de compra con el depositario por: 38 - 1,21%

Durante el periodo se han efectuado, en miles de euros, operaciones de venta con el depositario por: 159 - 5,06%

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

Sin advertencias

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

Hace tiempo que los inversores esperan con anhelo un entorno económico y político que favorezca el buen comportamiento de los activos de riesgo, principalmente de los mercados de acciones. La esperanza de que 2016 fuese el año del despegue de las bolsas ha chocado frontalmente con el incremento de la incertidumbre generada por la inestabilidad política y los recortes en las expectativas de crecimiento global.

El año 2016 comenzaba sumido en las dudas sobre la evolución de las economías emergentes y los desplomes en los precios de las materias primas, que amenazaban la situación financiera de países y empresas ligados a su producción. El crecimiento en los países desarrollados parecía mantenerse firme a pesar de las amenazas provenientes de la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento global. La evolución de la economía en los EE.UU se mantenía firme gracias a la buena evolución del mercado laboral que respaldaba la decisión de la Reserva Federal de iniciar el ciclo de subidas de tipos de interés. El mercado esperaba por aquel entonces que la autoridad monetaria implementase tres o cuatro subidas de tipos para cerrar el año con los tipos de intervención en el rango del 1% - 1,25%.

Según avanzaba el año, al débil entorno macro económico se ha sumado un incremento sustancial de la inestabilidad política. Por un lado, la amenaza terrorista ha aumentado en los países desarrollados con nuevos atentados vinculados a radicales islamistas en Europa, los EE.UU y países árabes que aumentan el nivel de alerta y la inseguridad ciudadana.

En el plano meramente político, el panorama ha empeorado significativamente al confirmarse el crecimiento de los partidos de corte nacionalista, radicales de izquierdas o derechas y movimientos anti sistema. Poco a poco, y según se acercaban citas electorales de gran importancia, los mercados reflejaban la creciente incertidumbre política y económica con caídas en las bolsas y fuertes subidas en los activos refugio.

A mediados de febrero las bolsas marcaban los mínimos anuales, acumulando en pocos días caídas cercanas al 20%. Desde entonces, los mercados han intentado consolidar un movimiento de subida que permitiese recuperar los números verdes en la rentabilidad anual, pero ese movimiento se vio truncado por la inesperada victoria de los partidarios de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. El resultado del referéndum consultivo ha sido un duro golpe para los

mercados, que se ven agitados por un nuevo escenario de incertidumbre. Los efectos sobre la economía británica, europea y global son muy difíciles de cuantificar, pero muy probablemente asistiremos a una mayor ralentización de la actividad económica.

El resultado del referéndum británico no ha hecho sino confirmar una peligrosa e inquietante tendencia en muchos países desarrollados. Los ciudadanos están descontentos por los efectos de la crisis económica, los movimientos migratorios provocados por el extremismo islámico y el incremento de los atentados en el corazón de los países desarrollados. El caldo de cultivo es el propicio para el alzamiento de líderes populistas como Donald Trump en los EE.UU, partidos nacionalistas como los defensores del Brexit en el Reino Unido, partidos de ultraderecha como el Frente Nacional en Francia, de ultra izquierda como Podemos en España, o antisistema como el Movimiento 5 estrellas en Italia.

En todos los casos, aumenta el riesgo de que se produzca una involución en las políticas de libre mercado, un incremento del proteccionismo y la ruptura con lo establecido.

En general, el entorno ha empeorado y las dudas sobre la evolución de la economía han aumentado. Buen reflejo de ello es el cambio en la estrategia de la Reserva Federal. La máxima autoridad monetaria ha decidido congelar el proceso de subidas de tipos como respuesta a los crecientes riesgos para la economía. Otros bancos centrales se han visto forzados a aumentar sus programas de estímulo monetario como respuesta a una posible ralentización económica.

En cuanto a la respuesta de los mercados al entorno anteriormente descrito, hay que recalcar que nuevamente han sido los activos refugio, esta vez incluyendo a los metales preciosos, los que mejor comportamiento han experimentado. La racha de ganancias en estos activos, sobre todo la deuda gobierno y la deuda corporativa de mayor calidad crediticia, parece no tener fin a pesar de que en la mayoría de los casos los tipos de interés de referencia son negativos. La presión de los bancos centrales y el temor de los inversores son más fuertes que la necesidad de buscar rentabilidad en otros activos.

En el mercado de divisas destaca la depreciación de la libra, la debilidad del euro, la fortaleza de las divisas refugio como el dólar, el yen y el franco suizo.

La mayor sorpresa del año 2016 la encontramos en el mercado de materias primas. El buen comportamiento de los metales preciosos resulta lógico en un entorno de creciente incertidumbre, pero el resto de materias primas también acumulan ganancias que no resultan tan lógicas en un escenario de reducción de las estimaciones de crecimiento.

El crudo ha desplegado un impresionante rebote desde los 28 \$ el barril hasta los 50 \$ el barril. Otras materias primas como el cobre, el zinc o el aluminio acumulan ganancias de dos dígitos a cierre del primer semestre.

También en positivo, conviene resaltar la buena evolución de los principales mercados emergentes que desde los mínimos anuales han desplegado importantes rebotes que en la mayoría de los casos sitúan la rentabilidad en terreno positivo, algo que contrasta con las caídas de la mayoría de los mercados desarrollados.

A pesar de este complejo entorno, la evolución del fondo ha sido muy satisfactoria al registrar un sensible crecimiento de su valor liquidativo (+3,1%), gracias a la fuerte recuperación registrada por ArcelorMittal (+46%), nuestra principal inversión durante el período, y el positivo comportamiento de otras inversiones significativas (Prosegur, Tubacex y CAF), con revalorizaciones que oscilan entre el +20% y el +27%, superando ampliamente a su índice de referencia, que ha registrado fuertes descensos (-14,9%). Este positivo comportamiento compensó sobradamente los sensibles descensos registrados en algunas de nuestras principales inversiones, como Técnicas Reunidas (-23%), Semapa (-22%) y Elecnor (-13%), descensos que aprovechamos para reforzar nuestra inversión en las mismas hasta convertirlas en nuestras 3 principales inversiones actualmente de manera destacada.

De este modo, los valores que han contribuido más positivamente a la rentabilidad de la cartera han sido ArcelorMittal (+3,8%), CAF (+1,3%) y Galp (+0,5%).

En trimestres anteriores ya comentamos sobre ArcelorMittal:

ha sufrido un excesivo castigo debido a la sobrecapacidad mundial, derivado del exceso de capacidad en China presenta un significativo endeudamiento debido a las importantes inversiones realizadas los últimos años en minas de hierro En un entorno de nerviosismo como el actual, las malas noticias se magnifican y llevan a cotización a niveles nunca vistos

Durante el primer trimestre anunció una importante ampliación de capital muy favorable para los actuales accionistas a pesar del importante efecto dilutivo Esto unido a una recuperación del precio del mineral de hierro provocó una fuerte recuperación del precio de la acción, como esperábamos que sucediera, aunque desconocíamos cuándo se produciría

La fuerte revalorización que ha registrado durante el período ha reducido significativamente el descuento con el que cotiza respecto a nuestra valoración, lo que nos ha llevado a reducir con fuerza nuestra inversión desde niveles sensiblemente superiores al 10% tras acudir a la ampliación de capital. A pesar de esto, sigue siendo una de nuestras principales inversiones al considerar que el mercado todavía no refleja la calidad de determinados activos que posee así como los esfuerzos de reestructuración realizados, que redundarán en una mayor conversión a resultados de una recuperación de la actividad gracias al elevado apalancamiento operativo natural de su actividad.

Por el lado negativo, las inversiones que han contribuido más negativamente han sido Técnicas Reunidas (-1,5%), Semapa (-1,4%) y Elecnor (-1,2%).

En trimestres anteriores ya comentamos sobre Técnicas Reunidas:

uno de los mejores negocios del mercado ibérico, con rentabilidades sobre el capital empleado y posición de caja neta muy elevadas, con cartera en máximos históricos lo que nos hace ser optimistas en uno de los momentos más complicados de la industria circunstancias que nos han permitido adquirir un negocio extraordinario a un precio muy atractivo. Además, durante el primer trimestre, anunció un profit warning por sobrecostes en un proyecto en Canadá ajenos a la compañía. El mercado reaccionó de manera muy violenta (-25%), momento que aprovechamos para reforzar nuestra posición, hasta ser actualmente nuestra segunda inversión más importante, superada únicamente por Elecnor.

Generalizando, Elecnor posee dos tipos de negocios con una naturaleza muy distinta. Por un lado realiza proyectos de ingeniería, construcción y servicios, especialmente en electricidad y generación de energía, actividad muy poco intensiva en capital y con retornos muy elevados; y por otro, invierte en activos de generación de energía (eólica y termosolar), sistemas de transporte (redes de transmisión eléctrica) y otros activos estratégicos, negocio con elevadas necesidades de capital pero con retornos sólidos y recurrentes en períodos muy largos. La mezcla de dos negocios tan distintos, con importantes implicaciones contables y elevada dificultad en su interpretación, hace que no sea seguida por ningún analista, pero al mismo tiempo, que pase desapercibida por el mercado, siendo una inversión muy atractiva tanto por su calidad como por su reducida valoración.

Actualmente cotiza a una rentabilidad del flujo de caja operativo cercano al 10%, en un negocio de cierta calidad, con un ROCE superior al 20 tras depurar múltiples partidas que distorsionan contablemente su negocio operativo. Además de poseer un accionista de control que asegura la alineación de intereses con sus accionistas, el equipo gestor posee un extraordinario historial de gestión, a pesar de la errónea inversión realizada en los últimos años en varias plantas termosolares en España, cuyo deterioro consideramos ya recogido en resultados y balance.

Por otro lado, en los últimos años ha realizado importantes operaciones corporativas (venta del 49% del negocio de líneas de transmisión eléctrica en Brasil y Chile, venta del 49% de un parque eólico en Canadá y venta de dos satélites, que incluye la firma de un acuerdo estratégico en el negocio aeroespacial), cuyos precios de realización nos sirve para elaborar una valoración más fiable de la compañía. De este modo, tomando dichas valoraciones implícitas, el resto de negocios cotiza a PFC inferior a 11x, en un negocio con sólidas perspectivas de crecimiento, cercanas al doble dígito anual, apoyado en su sólido historial de gestión y los acuerdos estratégicos firmados en cada una de las operaciones mencionadas, que incluyen soporte financiero del nuevo socio adquirente que facilitará su crecimiento sin necesidad de tensionar adicionalmente su balance.

En cuanto a operativa, durante el período hemos salido de Galp (-5,5%), Indra (-3,8%), Barón de Ley (-3,4%), Repsol (-3,3%) y Prosegur (-2,2%), compañías que registraron un comportamiento más sólido que el resto de la cartera durante el período, especialmente los vinculados a la evolución del precio del crudo, y que nos permitió disponer de recursos adicionales tras registrar significativas plusvalías para reinvertirlo en compañías muy penalizadas que cotizaban con un descuento muy superior respecto a su valoración. Por otro lado, aprovechamos los descensos puntuales registrados durante el período, especialmente tras el resultado del referéndum en Reino Unido, para realizar dos nuevas inversiones que ofrecían un descuento significativo respecto a su valoración, Navigator (+4,6%) y Mapfre (+1,7%), y volver a invertir en Indra (+1,4%) tras haber vendido completamente nuestra posición semanas antes.

Respecto a las variaciones más significativas que se han producido, destacan el aumento del peso en cartera de Técnicas Reunidas (+4,8%), Semapa (+3,4%) y Applus (+2,8%), además de la entrada en Navigator (+4,6%); así como la reducción en Miquel y Costa (-2,9%), Corp. Alba (-2,6%) e Iberpapel (-1,2%), además de las desinversiones mencionadas anteriormente. Como resultado de todo ello, hemos aumentado significativamente el nivel de liquidez disponible al 13% frente al 6% anterior, registrando importantes oscilaciones durante el período debido a la importante volatilidad registrada

por los mercados durante el mismo, adaptando continuamente nuestro nivel de inversión al potencial de revalorización que ofrecen las compañías en las que estamos invertidos o hemos estudiado y en las que esperamos precios atractivos de entrada para realizar la inversión.

Este período ha sido un claro ejemplo de nuestro objetivo como inversores en valor, tratando de aprovechar la elevada volatilidad de los mercados para adquirir buenos negocios a precios atractivos, con el objetivo de mejorar continuamente la calidad de nuestra cartera, lo cuál ha sido posible gracias a una significativa rotación de la cartera desde compañías menos penalizadas por las fuertes caídas registradas al principio y al final del período, y por tanto, con menor descuento frente a nuestra valoración, para reinvertirlo en aquellas más castigadas pero cuyos fundamentales del negocio no se habían deteriorado en la misma medida.

Consideramos que esta elevada volatilidad perdurará durante los próximos trimestres debido a los importantes focos de incertidumbre existentes, destacando la evolución del proceso de salida de la Unión Europea del Reino Unido, la conformación de un gobierno estable en España, perspectivas en el proceso de normalización de tipos de interés en Estados Unidos, los cambios normativos en el sector bancario a nivel europeo y la evolución del precio de las materias primas, principalmente el crudo, sin olvidar la evolución en la ralentización del crecimiento económico de China. Muchos de estos focos de incertidumbre apenas tienen un impacto real en la valoración de muchas de las compañías que conforman nuestro universo inversor pero pueden generar importantes fluctuaciones en sus cotizaciones, por lo que como viene siendo habitual, trataremos de aprovechar dicha volatilidad para generar valor a nuestros inversores con una activa y selectiva rotación de cartera hacia aquellas compañías que ofrezcan mayor descuento frente a nuestra valoración, tratando de aislarnos del ruido del mercado.

La rentabilidad obtenida por el fondo se pone en relación con el riesgo asumido según los siguientes parámetros de rentabilidad/riesgo. La rentabilidad del fondo en el semestre ha sido de 3,09%, con una volatilidad anual de 24,18%. El fondo toma como referencia el índice compuesto por 75% IBEX 35 y 25% PSI 20. La rentabilidad de este índice en el semestre ha sido -14,90% y la volatilidad de 30,67%. El diferencial positivo de rentabilidad del fondo respecto a su índice de referencia (+18%) se ha fundamentado en la selección pura de nuestras inversiones en función del descuento que ofrece su precio respecto a nuestra valoración, lo que ha provocado una elevada exposición a compañías dependientes del precio de materias primas, uno de los sectores que mejor se ha comportado durante el primer semestre, aunque su exposición actual es mucho más reducida tras las significativas revalorizaciones registradas; y una nula exposición al sector financiero, con un importante peso en el índice de referencia y uno de los sectores que peor comportamiento han registrado durante dicho período, especialmente en el último mes tras el voto favorable a la salida de la Unión Europa en el referéndum realizado en Reino Unido.

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 de los últimos 5 años. El VaR acumulado en 2016 es de 7,84%.

Durante el periodo, no se han realizado operaciones en derivados ni con el objetivo de cobertura ni de inversión. 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 semestre ha sido de 1,74%, principalmente por la exposición indirecta a este tipo de instrumentos a través de la inversión en otras IIC.

La rentabilidad media ponderada de los fondos de la gestora durante el primer semestre fue del -3,98%.

Los gastos de gestión directos acumulados del año, soportados por el fondo han sido de 0,80%.

Al 31.12.15 el patrimonio del fondo era de 3.028.961,54 y el nº de partícipes en 39. Al 30.06.16 el patrimonio se sitúa en 3.265.667,61 y el nº de partícipes en 110.

Incumplimientos sobrevenidos: Al final del semestre el límite de inversión en un emisor excede del 10%. La suma de posiciones con ponderación superior al 5% excede del límite legal del 40%, debido a la ampliación de Arcelor, encontrándose en plazo de regularización.

## 10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES00000120J8 - REPO[SPAIN GOVERNMENT B]-0.13[2016-01-04]	EUR			121	3,99
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>				121	3,99
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>				121	3,99
ES0173516115 - ACCIONES REPSOL SA	EUR			95	3,15
ES0132945017 - ACCIONES TUBACEX SA	EUR			49	1,62
ES0118594417 - ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	47	1,44	117	3,85
ES0164180012 - ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	140	4,29	220	7,26
ES0129743318 - ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	311	9,52	245	8,07
ES0180850416 - ACCIONES TUBOS REUNIDOS SA	EUR	10	0,32	11	0,35
ES0132105018 - ACCIONES ACERINOX SA	EUR	139	4,25	126	4,15
ES0105022000 - ACCIONES APPLUS SERVICES SA	EUR	160	4,89	63	2,07
ES0147561015 - ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	125	3,84	153	5,06
ES0114297015 - ACCIONES BARON DE LEY	EUR			103	3,39
ES0121975017 - ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR	215	6,58	208	6,87
ES0178165017 - ACCIONES TECNICAS REUNIDAS SA	EUR	290	8,87	125	4,14
ES0117160111 - ACCIONES CORP FINANCIERA ALBA SA	EUR	158	4,83	227	7,48
ES0175438003 - ACCIONES PROSEGUR CIA DE SEGURIDAD SA	EUR			68	2,24
LU0323134006 - ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	217	6,65	191	6,31
ES0124244E34 - ACCIONES MAPFRE	EUR	57	1,74		
ES0673516979 - ACCIONES REPSOL SA	EUR			4	0,14
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		1.869	57,22	2.004	66,15
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		1.869	57,22	2.004	66,15
ES0108642002 - PARTICIPACIONES ALPHA PLUS IBÉRICO ACCIO	EUR	103	3,16	114	3,77
ES0108701006 - PARTICIPACIONES ALPHA PLUS GESTION FLEXI	EUR	118	3,63	125	4,13
<b>TOTAL IIC</b>		222	6,79	239	7,90
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		2.090	64,01	2.364	78,04
PTSON0AM0001 - ACCIONES SONAE	EUR	114	3,48	114	3,75
LU0323134006 - ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR			23	0,77
FR0000120354 - ACCIONES IVALLOUREC	EUR	52	1,58	25	0,82
PTPTC0AM0009 - ACCIONES PHAROL SGPS SA	EUR			10	0,34
PTSEM0AM0004 - ACCIONES SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR	265	8,12	142	4,69
PTEDP0AM0009 - ACCIONES ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	EUR	144	4,41	113	3,72
PTPTI0AM0006 - ACCIONES NAVIGATOR	EUR	149	4,55		
PTRELOAM0008 - ACCIONES REN - REDES ENERGETICAS NACIONA	EUR			24	0,78
PTGALOAM0009 - ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR			167	5,53
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		723	22,14	618	20,40
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		723	22,14	618	20,40
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		723	22,14	618	20,40
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		2.814	86,15	2.982	98,44

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.