

*“Dos caminos se abrían en un bosque, y yo...
Yo elegí el menos transitado,
Y eso marcó toda la diferencia.
Robert Frost, “The Road Not Taken”*

Estimados partícipes:

Durante este trimestre el fondo ha tenido una rentabilidad del 10.2%. En los 12 meses de vida que lleva operativo el fondo, Castañar IF ha obtenido una rentabilidad de 2.6%.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2023	2.0%	-5.2%	10.2%		6.6%	2.6%
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	

El 23 de septiembre de 2022, hace un año, Castañar IF hizo su primera compra. Tras estos 12 primeros meses, me gustaría hacer balance de todo lo hemos conseguido juntos:

- En sólo tres meses, construimos una cartera robusta con una alta exposición al ciclo
- Hemos ido aprovechando las correcciones del mercado para entrar en grandes compañías a precios muy atractivos que seguro nos darán muchas alegrías en el futuro
- Hemos creado una **familia** de +50 partícipes que sigue creciendo día tras día
- Las inversiones recurrentes de bajo importe son cada vez más frecuentes, ilustrando cómo Castañar está **ayudando cada vez a más familias a ahorrar e invertir en el futuro** – éste es el punto que más ilusión me hace—.
- Hemos realizado multitud de entrevistas, podcast, vídeos, artículos... para divulgar **educación financiera**.
- Hemos respondido centenares de preguntas y dudas de partícipes a través de email, Twitter, Discord y LinkedIn, haciendo que la promesa de una **transparencia y cercanía**



- absoluta** no sean palabras vanas. Más de **1.600 tweets** compartiendo información de nuestras empresas y respondiendo a partícipes lo avalan.
- Hemos visto cómo nuestra principal tesis de inversión se materializa, tras aguantar **contracorriente** un segundo trimestre muy complicado. ¡Nuestra cartera se ha revalorizado un 16% desde mínimos!

También hago balance de la cartera que hemos construido y la rentabilidad que llevamos por ahora. **Creo que sería un error juzgar** el acierto (o no) de la elección de nuestras empresas **basándome únicamente en un periodo de 12 meses**. Todas nuestras tesis de inversión tienen un horizonte de mínimo 3 años, y muchas necesitan de tiempo antes de que se materialicen. Pero sin duda vamos por el buen camino. Lanzar un fondo de inversión implica construir una cartera desde cero, y no siempre el mercado, o las empresas en las que a uno le gustaría invertir, están a precios atractivos cuando por fin obtienes la autorización de la CNMV para poder operar. Por eso, quise ser paciente, no abalanzarme y esperar el momento adecuado para entrar en cada una de nuestras empresas. Paciencia, paciencia y más paciencia. Pero una paciencia que está obteniendo sus frutos en esta segunda mitad del año, en la que vemos que la rentabilidad no para de crecer y las tesis de inversión hacerse realidad.

No me queda la menor duda de que lo mejor está por venir para este proyecto que acaba de empezar. Nos aguardan muchas alegrías, y no puedo estar más contento de tenerles como compañeros de viaje y miembros de la familia de Castañar.

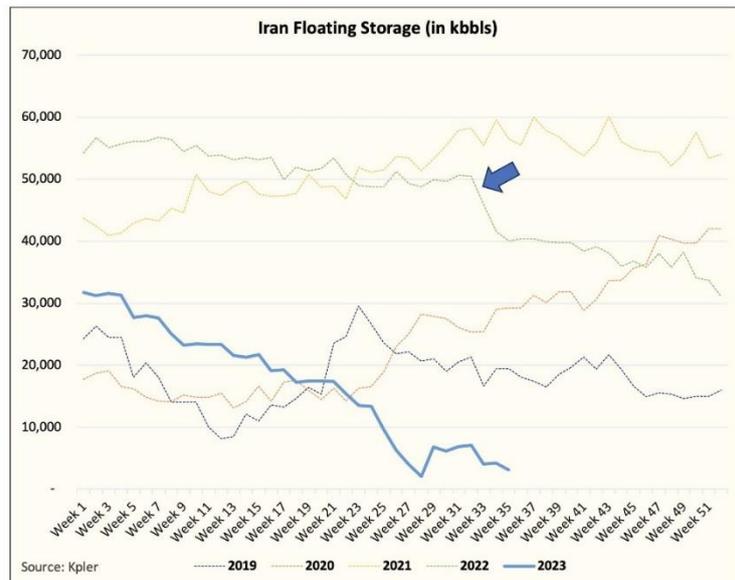
Situación del mercado

Como como decíamos en la anterior carta, nuestra tesis del petróleo empieza a materializarse y hemos visto cómo desde junio esa discrepancia que existía entre el mercado físico y el mercado financiero ha ido poco a poco desapareciendo. Como resultado, el precio del petróleo empieza a reflejar la situación real de la industria petrolera. Tras una primera mitad del año aguantando la irracionalidad del mercado, estamos viendo como el fondo finalmente remonta al cumplirse la tesis que teníamos, anotándose por ejemplo una revalorización del 6% sólo en el mes de julio. Creo que hemos vivido el pistoletazo de salida de esta nueva pata alcista del ciclo del Oil que estoy seguro nos traerá muchísimas alegrías en los próximos meses y años.

Como no puede ser de otra manera, los medios han vuelto a ofrecer su cara pesimista diseminando miedos —esta vez— debido al levantamiento del bloqueo a Irán, al comienzo de nuevos acuerdos entre Estados Unidos y Venezuela, y a la supuesta ralentización de China. La realidad, sin embargo, es totalmente diferente. Si analizamos los inventarios de Irán, observaremos que este país lleva exportando desde el año pasado todo el petróleo que tenía almacenado. Es decir, Estados Unidos lleva más de un año haciendo la vista gorda y permitiendo que Irán exporte su petróleo. ¿Por qué? Sencillamente, porque Estados Unidos —en contra de todo lo que dice públicamente— sabe que necesita ese petróleo adicional para intentar abastecer la demanda creciente global. Nuevamente, estamos ante un caso de «donde dije digo, digo Diego». A pesar de esto, el mercado, que no es tonto, ya tenía incorporado en su precio estos barriles adicionales que Irán venía exportando y los que puede producir a partir de ahora. Además, si nos fijamos en los datos satélite de almacenamiento flotante, Irán ya ha agotado sus existencias y exportado todo el petróleo que tenía

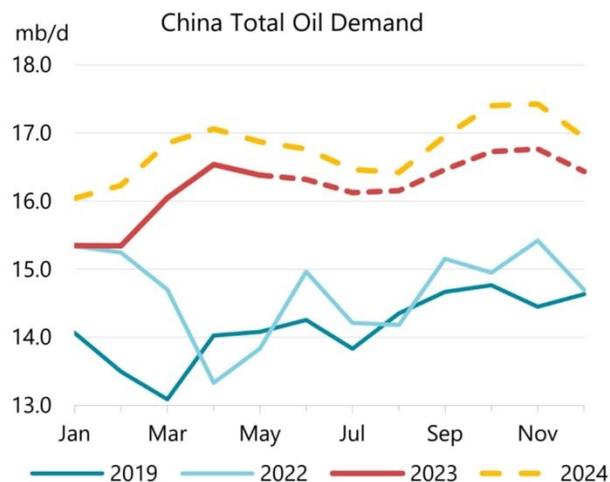


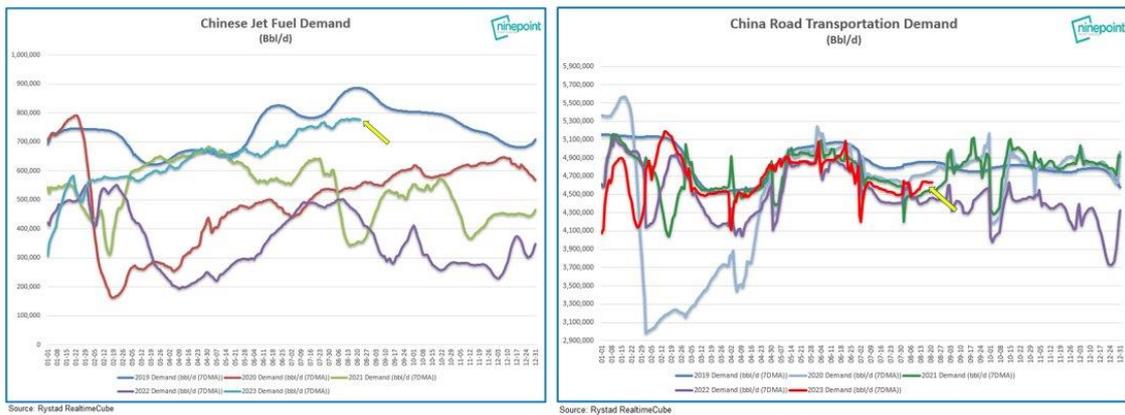
almacenado. ¡Ya no le queda más! Por lo que esta noticia no sería más que ruido para nuestra tesis de inversión.



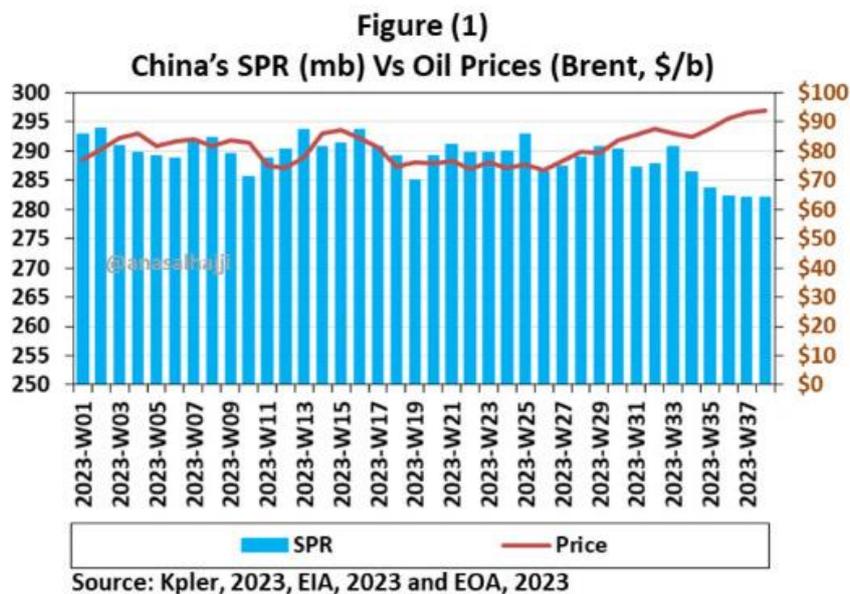
Por otro lado, el posible acuerdo con Venezuela no tendría un impacto grande en la oferta global de barriles de petróleo a medio plazo ya que Venezuela no tiene una producción significativa que pueda mover la aguja en el mercado global. Venezuela, que posee las mayores reservas petrolíferas del planeta, lleva tantos años sin invertir en infraestructura y equipamiento, que su producción es muy limitada a no ser que haga una inversión significativa (que precisará de varios años de construcción).

Y por último tenemos la supuesta ralentización de China. Si nos aislamos –nuevamente– del ruido mediático, observamos que las estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía de un crecimiento sustancial de la demanda se están cumpliendo. Pero es que, además, si analizamos partidas específicas de la demanda como pueden ser los vuelos o el transporte por carretera, veremos que ésta es mayor que el año pasado y creciente.





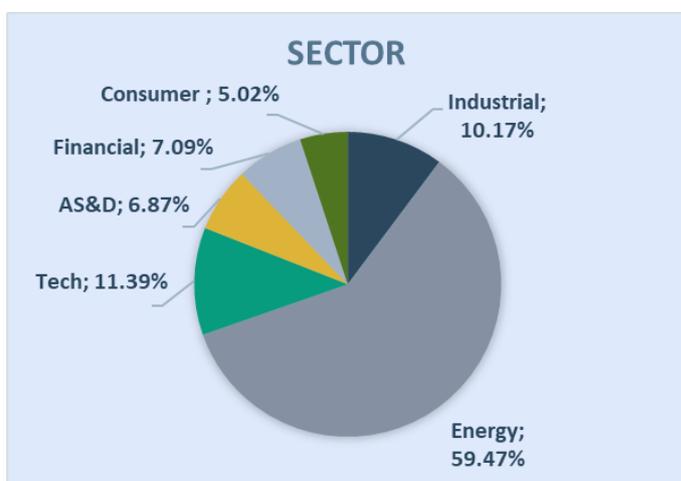
Así es como nos encontramos en este mundo esperpéntico, en el que vemos a Estados Unidos prefiriendo comerciar con Irán y Venezuela, antes que promocionar la inversión en su propio país a través de su industria local. Mientras tanto, la población mundial seguimos consumiendo más petróleo que nunca en la historia, y la producción no es suficiente para abastecernos. La diferencia es tal, que ni siquiera un confinamiento (que nos mantuvo a la población mundial en nuestras casas), haber consumido las reservas estratégicas de petróleo de EEUU (SPR) y las reservas flotantes de Irán, han conseguido revertirlo. La única reserva mundial disponible que queda es la reserva estratégica china (de tamaño la mitad que era la estadounidense), que, aunque se ha empezado a usar ligeramente, sería el último recurso para dicho país.



Movimientos en la cartera

Durante este trimestre hemos realizado los rebalances habituales de la cartera. Los movimientos más significativos han sido la entrada de Goodwin PLC en la cartera y la salida de Celsius Resources, Diageo y Spotify. Celsius era una situación especial de arbitraje por M&A de la que nos salimos con ganancias antes de que se cancelara. Diageo es una compañía de muchísima calidad, y que seguramente volvamos a añadir a nuestra cartera, pero que ahora mismo he preferido relegar en favor de las empresas de energía. Por último, hemos cerrado temporalmente la posición en Spotify, tras haber duplicado nuestra inversión en un año. Si volviera a bajar, no duden en que volveremos a entrar en ella.

La cartera completa está disponible en la página 11 y su distribución sería la siguiente:



Country	Weight
Canada	67.25%
USA	23.42%
UK	2.87%
Sweden	2.74%
Brazil	2.28%
Netherlands	1.45%

Como siempre, quedo a su disposición para cualquier aclaración que sea necesaria a través de cualquiera de los canales que aparecen en el pie de página.

Un cordial saludo,



Jesús Sánchez León

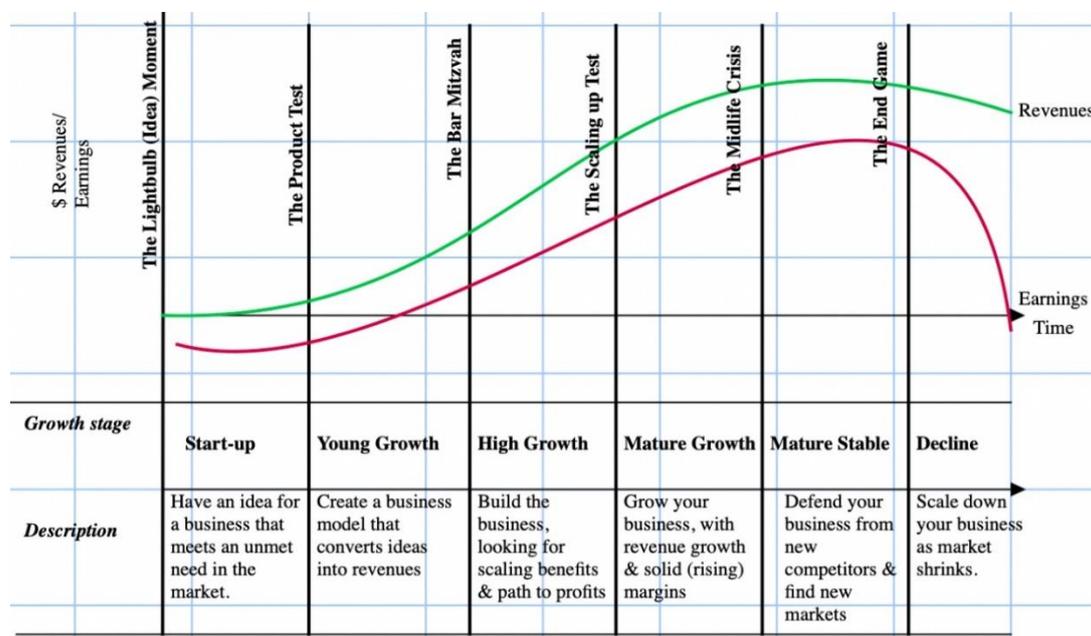
Asesor de Castañar Investment Fund



Analizando las Redes Sociales desde un nuevo punto de vista

En esta carta quisiera compartir el análisis que hice a finales del año pasado de Spotify (SPOT) y Pinterest (PINS), dos de nuestras posiciones en Redes Sociales, junto con Facebook (FB) y Snapchat (SNAP).

Es muy común oír cómo Facebook está muerto, cómo las redes sociales van y vienen —¿se acuerda de Tuenti o MySpace?— y las modas cambian rápidamente, haciendo muy difícil invertir en ellas. Lo ideal sería poder saber en qué punto de su vida/madurez se encuentra cada empresa, y por lo tanto cuánta vida le queda. Con este fin, tomé como punto de partida el análisis del Ciclo de Vida de las empresas que hace Aswath Damodaran¹. Según este marco, toda empresa pasaría por estas fases durante la totalidad de su ciclo de vida:



Al ver este gráfico, me pregunté si, analizando las cuentas de una empresa, podría saber en qué punto de su vida se encuentra. Para ello tendría que convertir la gráfica verde de arriba en datos numéricos que pudiera comparar con las cuentas que publican las empresas. Por otro lado, la curva verde es teórica (es muy perfecta), mientras que en la vida real las cuentas de las empresas tienen ruido, altibajos... ¿Qué es lo que caracteriza (matemáticamente) a cada una de las fases de la curva de arriba?

El primer paso fue adaptar el estudio de Damodaran a las redes sociales, cambiando el Revenue (ventas) por ARPU², para incluir el efecto del número de usuarios. Por otro lado, quité las dos primeras etapas, ya que normalmente son previas a la salida a bolsa. Finalmente, parametrice la

¹ Aswath Damodaran es profesor de la escuela de negocios NYU Stern, y el mayor referente mundial en valoración de empresas.

² ARPU es "Average Revenue Per User", es decir, cuánto dinero gana por cada usuario.

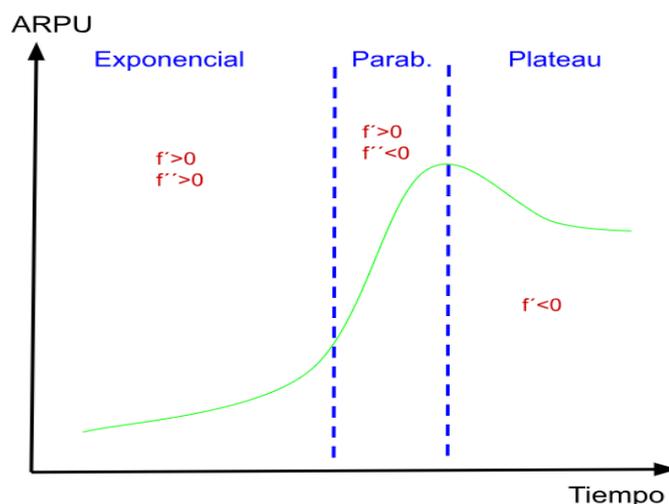


anterior gráfica, utilizando funciones y sus derivadas³, para poder comparar los datos financieros que tenemos (datos cuantitativos) con las fases arriba representadas (datos cualitativos).

Si analizamos la evolución de las ventas (ARPU) de las 3 fases centrales que muestra Damodaran, observamos que matemáticamente tienen características muy diferentes:

- **High Growth:** La curva es creciente y de manera exponencial. Es decir, no sólo crece, sino que cada vez crece más rápido: la 1ª y 2ª derivada son mayores que cero ($f' > 0$ y $f'' > 0$).
- **Mature Growth:** La curva es creciente de manera parabólica invertida. Es decir, sigue creciendo, pero cada vez crece menos ($f' > 0$ y $f'' < 0$).
- **Decline o Plateau:** El ARPU decrece ($f' < 0$) hasta estabilizarse a un nivel dado.

Haciendo todo lo anterior, pude distinguir matemáticamente cada una de las etapas de este ciclo de vida, que reproduzco –rudimentariamente– en el siguiente gráfico:



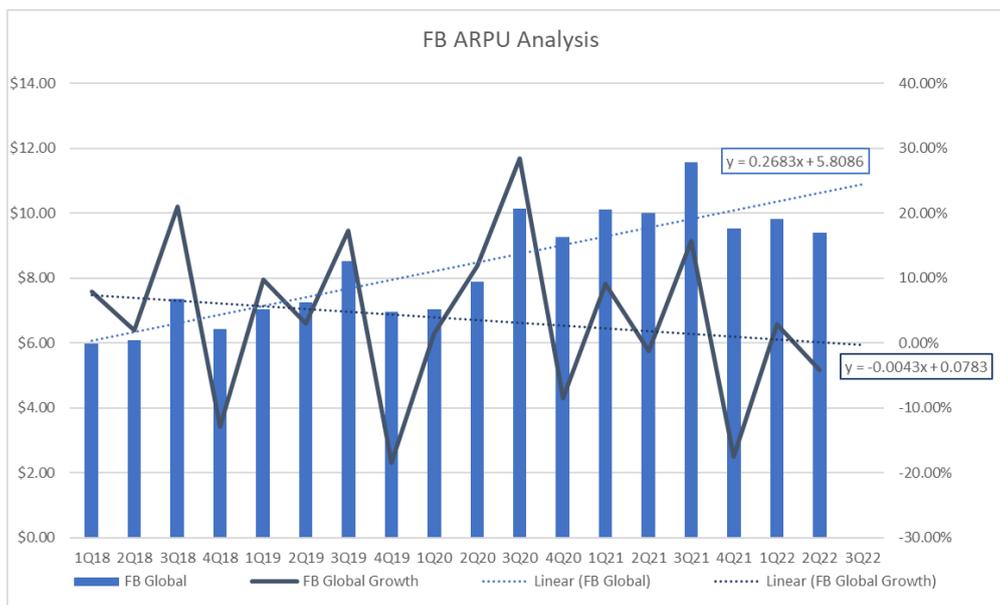
Este análisis tiene bastante sentido. Una vez alcanzado el punto en que las compañías ya han desarrollado todas sus herramientas de monetización y publicidad, éstas son capaces de explotar sus modelos de negocio y escalar las ventas de una manera exponencial. Esto lo hacen exprimiendo las ventas por usuario, a la vez que crecen orgánicamente expandiéndose a otros mercados. Más tarde, llega un punto en que las compañías ya no pueden seguir expandiéndose, y sólo pueden crecer exprimiendo más las ventas de cada usuario. Finalmente, después de alcanzar el máximo, las ventas retroceden y pierdes cuota de mercado.

¿Por qué todo este análisis es importante? Porque **analizando los ARPUs podía saber en qué punto de su vida se encuentran cada una de estas empresas** y qué podía esperar de ellas. ¡Veámoslas una a una!

³ Nota: A modo de recordatorio, la derivada de una curva nos da la pendiente de esa curva. Una derivada positiva, nos dice que la curva va hacia arriba, mientras que una derivada negativa, nos dice que la curva va hacia abajo. La derivada de una curva (o función) se representa como f' . La segunda derivada, nos mostraría la tendencia que tiene esa pendiente. Es decir, si la segunda derivada es positiva, significa que la pendiente es cada vez mayor (la subida se “empina”), mientras que una segunda derivada negativa nos informa de que la pendiente es cada vez menor (la subida se “aplana”). La segunda derivada se representa como f'' .

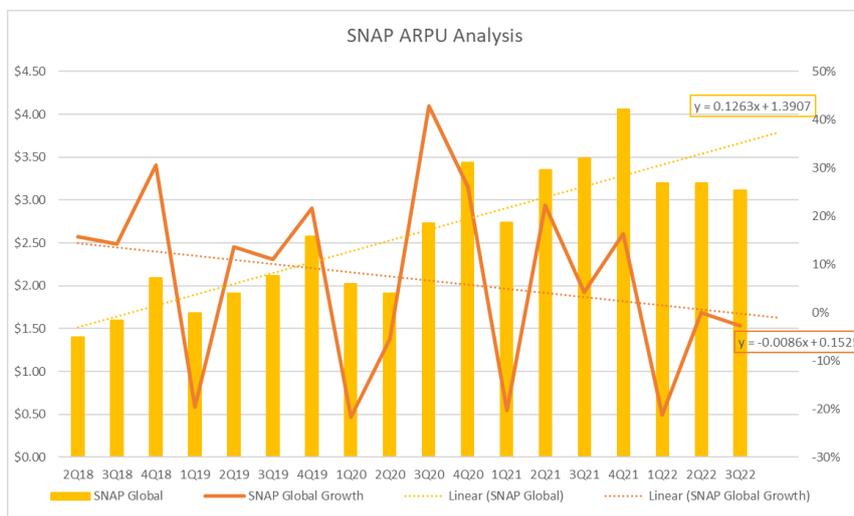


Facebook:



Facebook ópticamente tiene ARPUs crecientes, pero con crecimiento decrecientes⁴. Sin embargo, si nos fijamos en los dos últimos años, y eliminamos el efecto de la estacionalidad, observamos que su ARPU lleva plano o decreciendo desde finales de 2020. En los tres últimos trimestres sus ventas han sido menores que durante los mismos trimestres de 2021. Todo esto parece indicar que Facebook ya ha pasado su máximo y ha entrado en la fase de Plateau.

Snapchat:

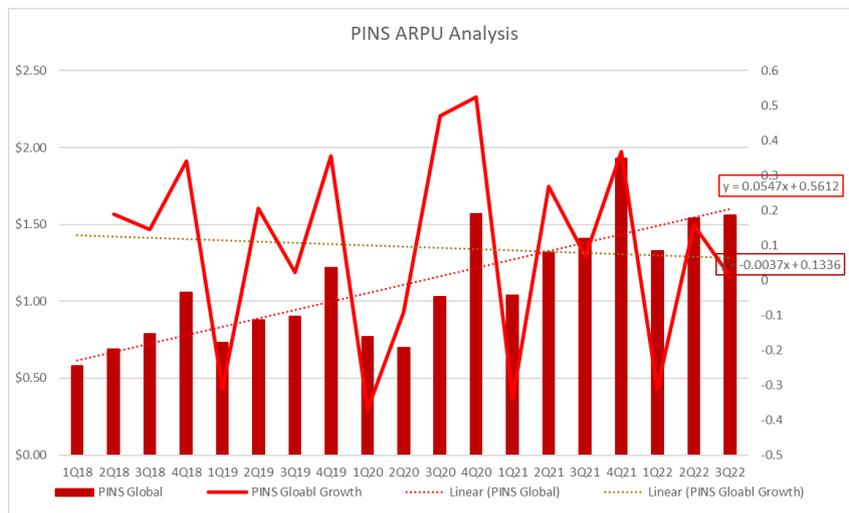


⁴ Nota: Para calcular la derivada de un conjunto de datos dispersos, lo que hice fue realizar un ajuste por mínimos cuadrados en Excel y pedirle que me mostrara la ecuación de la línea de tendencia. El número que acompaña a la "x" en la ecuación de una recta es la pendiente de esa línea de tendencia (es decir, la derivada). Realizando este ejercicio para el ARPU obtuve la 1ª derivada, y haciéndolo para el "ARPU growth" obtuve la 2ª derivada.



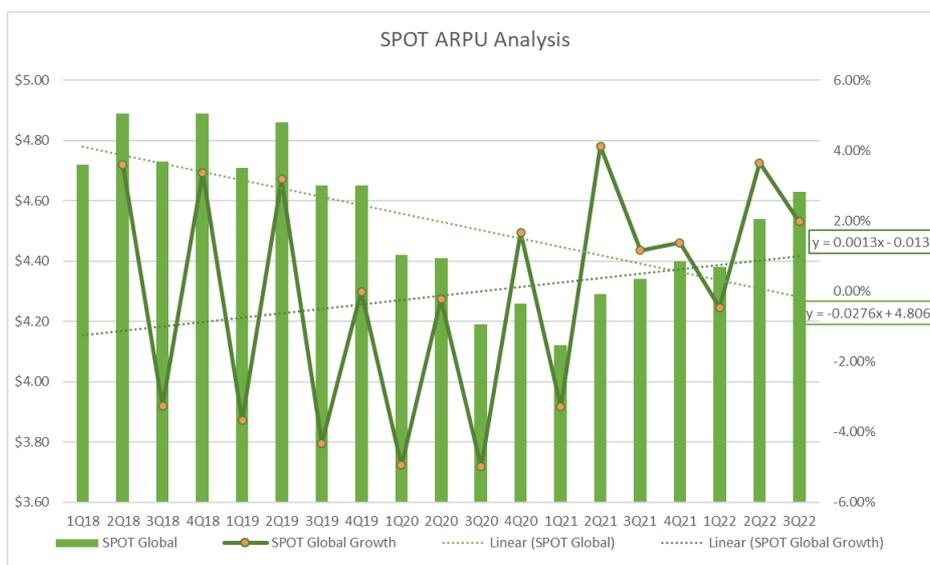
Snapchat tiene ARPUs crecientes pero que cada vez crecen menos. De hecho, en 2022 es la primera vez que el ARPU del Q2 y el Q3 no son mayores que los del año anterior. Esto nos hace indicar que Snapchat puede encontrarse muy cerca de su máximo.

Pinterest:



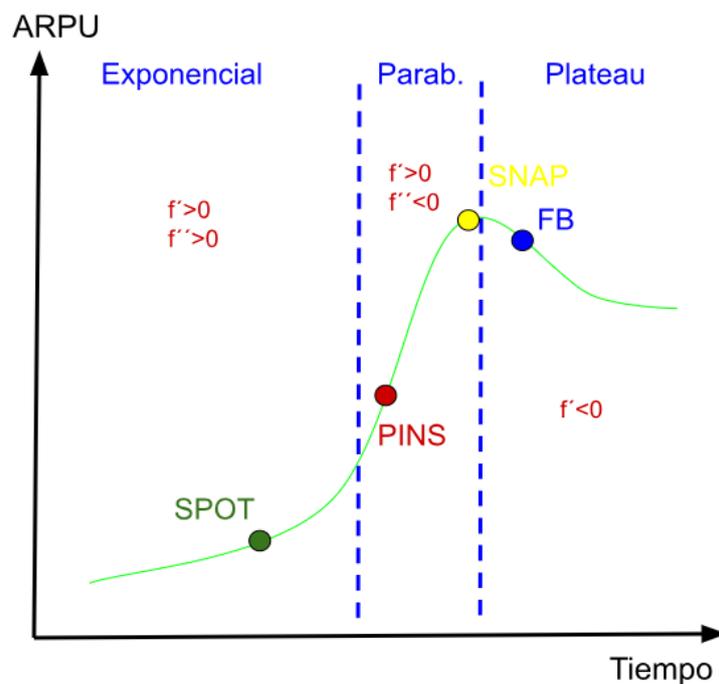
Pinterest tiene ARPUs crecientes y con un crecimiento ligeramente decreciente, casi plano (la segunda derivada es de tan sólo -0.0037). Sin embargo, a diferencia de FB y SNAP, se puede observar cómo los ARPUs siguen siendo aún crecientes trimestre a trimestre y respecto al año anterior. Se puede concluir que Pinterest acaba de entrar en la fase parabólica o de Mature Growth. En el caso de Pinterest hay que además tener en cuenta que acaba de entrar un nuevo CEO que está enfocado en maximizar la monetización de la plataforma mediante el desarrollo de nuevas herramientas.

Spotify:



Spotify acaba de empezar a desarrollar nuevas herramientas de monetización a la vez que sigue desarrollando nuevas plataformas de audio como los podcasts o los audiolibros. Desde el Q1'21, el ARPU de Spotify no ha parado de crecer y cada vez crece mucho más rápido. Es una empresa joven, que está expandiéndose a nuevos mercados y está aprendiendo a monetizar cada una de sus plataformas de audio. Por lo tanto, Spotify estaría en la fase inicial de crecimiento exponencial.

Representando todo lo anterior en nuestro gráfico “artesanal” quedaría así:



Como decía anteriormente, mi objetivo con este análisis era poder saber en qué punto de su ciclo de vida se encontraba cada una de estas empresas. Posicionarlas en el tiempo no sólo me dio una perspectiva de cómo se encontraban unas respecto a otras, sino que me sirvió para entender que mientras Facebook y Snapchat estaban cerca de su ocaso, Spotify y Pinterest tenían mucho futuro por delante.

Por supuesto, este análisis debe completarse con el análisis del negocio, de sus cuentas financieras, equipos directivos, los riesgos y por supuesto la valoración de la empresa. Además, uno no puede determinar únicamente el punto en el que se encuentra una empresa simplemente por la evolución de sus ventas, debe considerar muchos más factores. Pero me parecía interesante compartir esta forma “peculiar” de aplicar conocimientos más matemáticos al mundo de la inversión, y cómo integrar datos cualitativos y cuantitativos (de dos orígenes totalmente diferentes) para componer la “historia” de una compañía.



Nuestra cartera a 30/09/2023

El fondo tenía un -0.16% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 31 empresas⁵:

Company	Weight	Sector	Country
BAYTEX ENERGY	11.41%	Energy	Canada
CRESCENT POINT	8.93%	Energy	Canada
INT. PETROLEUM	5.74%	Energy	Canada
AERSALE CORP	5.33%	AS&D	USA
VALEURA	5.22%	Energy	Canada
SANDRIDGE	4.23%	Energy	USA
CENOVUS ENERGY	4.22%	Energy	Canada
LUCERO ENERGY	4.12%	Energy	Canada
VERMILION	4.05%	Energy	Canada
TAMARACK VALLEY	3.53%	Energy	Canada
SURGE ENERGY	3.35%	Energy	Canada
ATLAS ENGIN.	3.26%	Industrial	Canada
TEQNION	2.74%	Industrial	Sweden
WESTAIM CORP	2.72%	Financial	Canada
NOWVERTICAL	2.60%	Tech	Canada
PROPEL	2.53%	Financial	Canada
GOOGLE	2.43%	Tech	USA
MEG ENERGY	2.39%	Energy	Canada
PETROBRAS	2.28%	Energy	Brazil
DYE & DURHAM	2.21%	Tech	Canada
CLARUS CORP	2.00%	Consumer	USA
VISA	1.84%	Financial	USA
SDI GROUP	1.68%	Tech	UK
SOLITRON DEVICES	1.54%	AS&D	USA
BUILDERS FIRSTSOURCE	1.53%	Industrial	USA
ABNB	1.52%	Consumer	USA
DISNEY	1.50%	Consumer	USA
PINTEREST INC	1.50%	Tech	USA
ASML	1.45%	Industrial	Netherlands
GOODWIN	1.19%	Industrial	UK
PLURIBUS TECH.	0.97%	Tech	Canada

⁵ Todo este documento se suministra con fines exclusivamente informativos, no pudiendo ser considerado en ningún caso como un elemento contractual, una recomendación, un asesoramiento personalizado o una oferta. Tampoco puede considerarse como sustitutivo de los Datos Fundamentales del Inversor (DFI) o de cualquier otra información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión. En caso de discrepancia, la información legal prevalece. Las referencias realizadas no pueden entenderse como generadoras de ningún tipo de obligación legal para dicha entidad. Este documento incluye o puede incluir estimaciones o previsiones respecto a la evolución del negocio en el futuro y a los resultados financieros, las cuales proceden de expectativas del asesor y están expuestas a factores, riesgos y circunstancias que podrían afectar a los resultados financieros de forma que pueden no coincidir con las estimaciones y proyecciones. El asesor no se compromete a actualizar públicamente ni a comunicar la actualización del contenido de este documento si los hechos no son exactamente como se recogen en el presente o si se producen cambios en la información que contiene. Les recordamos que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

