



“Alguien está sentado en la sombra hoy porque alguien plantó un árbol hace mucho tiempo.”  
-Warren Buffett

## Contenido

Situación del mercado.....	3
Estrategia de Castañar IF.....	6
Movimientos en la cartera .....	15
Nuestra cartera a 31/12/2023 .....	16

Estimados partícipes:

Durante este trimestre el fondo ha tenido una rentabilidad del -4.45%, terminando el año con una rentabilidad del 1.85%. Desde inicio, el fondo ha obtenido una rentabilidad de -1.99%. De acuerdo con el compromiso adoptado, **no percibiré comisiones de éxito por no haber superado el 5% estipulado.**

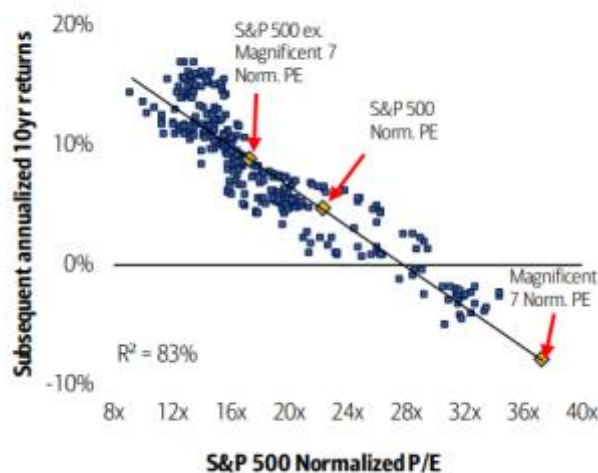
Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
<b>2023</b>	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.8%	-2.0%
<b>2022</b>			0.6%	-4.3%	-3.8%	

Castañar cierra su primer año en positivo, a pesar del mal comportamiento relativo del mercado de las Small Caps y la industria del petróleo (nuestra principal tesis). En un año en que las megacompañías han dominado el mercado y los clamores de recesión ennuclaban los horizontes, hemos conseguido construir la primera cartera de compañías, manteniéndonos fieles a nuestros principios. **2023 ha sido un año de construir y sembrar.** En vez de dejarnos llevar por las grandes



tecnológicas y disfrutar de unos retornos rápidos pero efímeros, hemos preferido, siendo leal a nuestros fundamentos y visión a largo plazo, invertir en construir las bases de una cartera para el futuro. Esta estrategia ha tenido un impacto en las rentabilidades obtenidas este primer año, especialmente al compararnos con los índices (i.e. MSCI World Small Caps 16.34%), pero creemos que era mejor dedicar este primer año a sembrar, para poder cosechar más en el futuro.

**Exhibit 31: Valuation explains 80% of returns over the next decade**  
 S&P 500 normalized P/E vs. subsequent annualized returns (since 1987, forecasts as of 11/17/23)



Source: BofA US Equity & Quant Strategy, FactSet, Haver Analytics

BofA GLOBAL RESEARCH

En este sentido, como podemos ver en este gráfico de Bank of America, el retorno que se puede esperar en los próximos 10 años va a depender muchísimo de lo baratas o caras que coticen las empresas ahora. Por este motivo, si queremos tener una cartera ganadora a largo plazo, no debemos rendirnos a los cantos de sirena del cortoplacismo en invertir en empresas sobrevaloradas, sino continuar invirtiendo en empresas atractivas que coticen con descuento.

No es fácil construir una cartera inicial en este entorno convulso y dinámico, y mucho menos, cuando uno tiene una manera de pensar diferente a la convencional. Escribía a principios de año que **el Value Investing es a menudo un camino largo, duro y solitario**. Si uno es fiel a sus valores, e invierte en pequeñas compañías que no están de moda o que están siendo majadas –porque es donde está el valor–, es normal que, en estos primeros compases de nuestro camino, aún no veamos los resultados. La inercia negativa que tienen estas empresas debe tornarse primero. Pero tengan por seguro que los fundamentales siempre terminan por imponerse y el tiempo termina por poner a todos en su sitio.

Voy a dedicar esta carta a explicar la composición que tiene la cartera de Castañar IF. En un ejercicio de extrema transparencia –que no será bien visto por muchos–, voy a revisar una a una nuestras cuatro estrategias, sus objetivos y cuál ha sido el comportamiento de cada una de nuestras compañías este año.

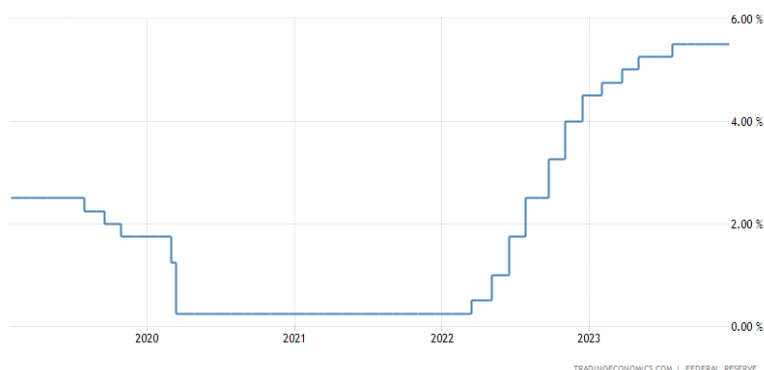
Creo firmemente que en Castañar navegamos todos a una. Por eso realizo un esfuerzo extra en ser lo más transparente posible. **Cuanto mejor explique la manera de invertir que tenemos y por qué tomamos cada decisión, más tranquilos dormirán ustedes.**



## Situación del mercado

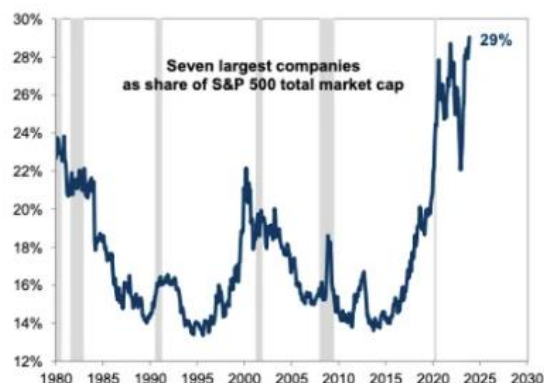
Antes de profundizar en nuestra cartera, quiero dedicar unas breves líneas acerca del comportamiento de los mercados. La bolsa siempre anticipa la economía, ¡va por delante! En 2022, las empresas tecnológicas tuvieron un comportamiento desastroso debido principalmente al incremento de los tipos de interés. Este año 2023, el comportamiento ha sido radicalmente opuesto, con un despegue espectacular de las “7 Magníficas”<sup>1</sup> al anticipar el fin de las subidas de los tipos.

### Tipos de interés en EEUU:

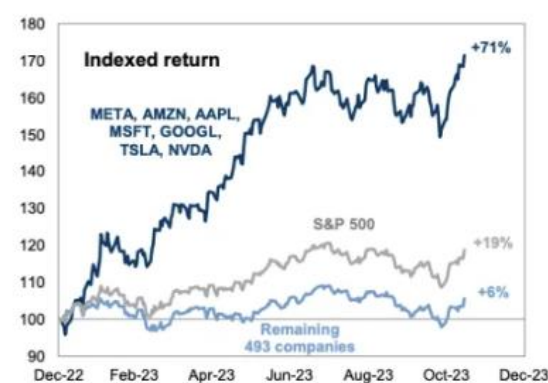


Estas 7 empresas han monopolizado los índices de alta capitalización (S&P 500, NASDAQ...), llegando a pesar casi una tercera parte del S&P 500 —¡máximos históricos!—, distorsionando por completo la percepción que podemos tener del comportamiento de la bolsa general. Mientras que estas 7 empresas han obtenido un rendimiento —apabullante— del 71%, **las 493 empresas restantes que componen el índice han retornado un modesto 6%**. De hecho, ¡el 40% de ese índice han tenido una rentabilidad negativa!

**Exhibit 22: Share of largest seven companies' market cap in S&P 500 is at an all-time high**



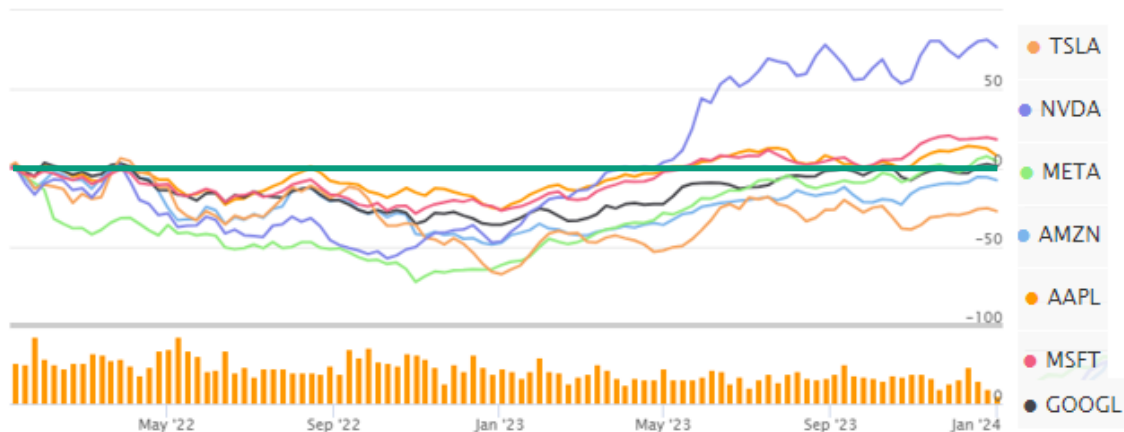
**Exhibit 23: The Magnificent 7 have led the index higher in 2023**



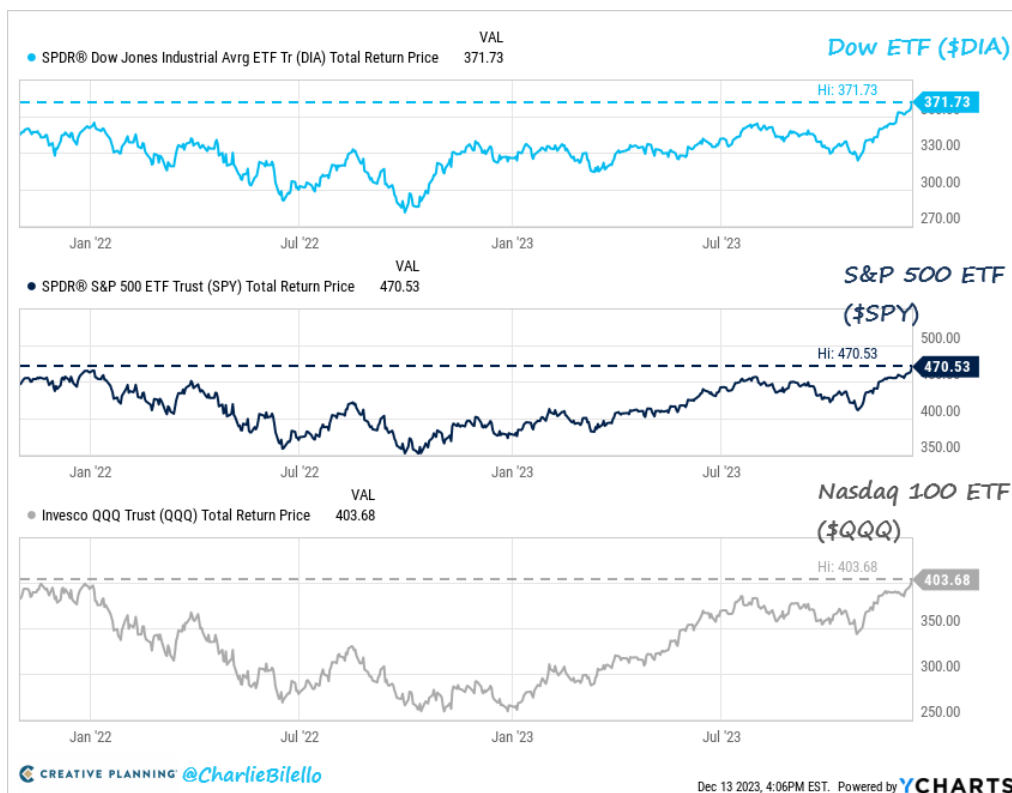
<sup>1</sup> Apple, Alphabet (Google), Amazon, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia y Tesla.



Además, con tan sólo observar el comportamiento de estas 7 mismas empresas durante un **periodo de dos años en vez de uno**, sorprendentemente muchas no dan rentabilidades positivas, y **tan sólo Nvidia ha superado holgadamente la barrera del 0%**. Es decir, no debemos quedarnos solamente con esta última subida, debemos mirar más allá y analizar el rendimiento total.



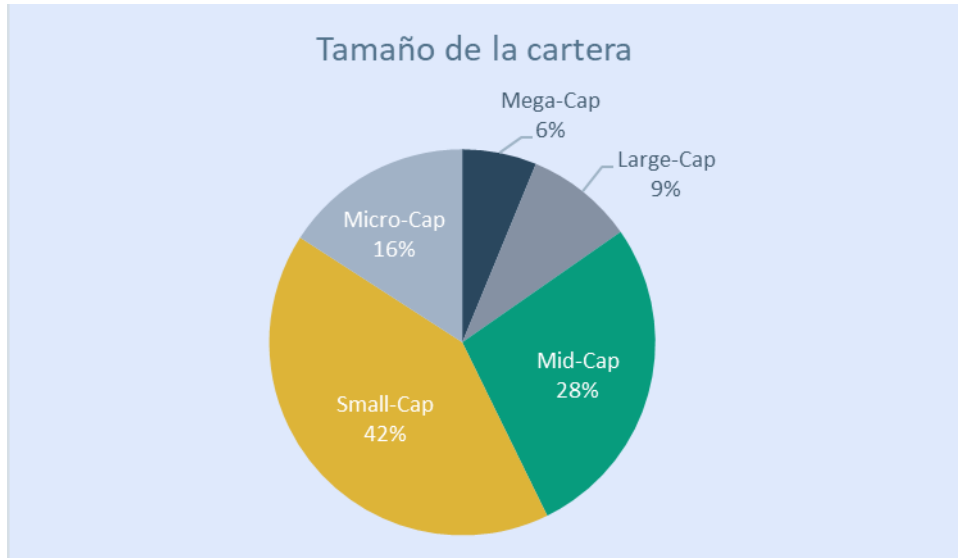
Y lo mismo ha ocurrido en los índices:



Lamentablemente, Castañar no existía durante el 2022 y no podemos hacer una comparativa fidedigna. No podemos, y ¡no debemos! Ya que ni Castañar es un fondo tecnológico, ni pretende




competir con las grandes compañías del S&P 500. De hecho, Castañar tiene un foco hacia las pequeñas compañías (<\$2 billions), ocupando más de la mitad de nuestra cartera. Como referencia, la compañía más pequeña del S&P 500 capitaliza más del doble (\$4.6 billions).



Además, nuestro estilo de inversión en valor hace que la comparativa sea aún más difícil si cabe. Por cierto, con excepción del año de la pandemia, el 2023 ha sido el peor año para el Value Investing desde los años 70. ¡Incluyendo los años de la burbuja de las “*punto com*”!

Russell 1000 Growth vs. Russell 1000 Value (Total Returns, 1979 - 2023)											
Year	Growth	Value	G-V	Year	Growth	Value	G-V	Year	Growth	Value	G-V
1979	23.9%	20.5%	3.4%	1994	2.6%	-2.0%	4.6%	2009	37.2%	19.7%	17.5%
1980	39.6%	24.4%	15.2%	1995	37.2%	38.4%	-1.2%	2010	16.7%	15.5%	1.2%
1981	-11.3%	1.3%	-12.6%	1996	23.1%	21.6%	1.5%	2011	2.6%	0.4%	2.3%
1982	20.5%	20.0%	0.4%	1997	30.5%	35.2%	-4.7%	2012	15.3%	17.5%	-2.3%
1983	16.0%	28.3%	-12.3%	1998	38.7%	15.6%	23.1%	2013	33.5%	32.5%	1.0%
1984	-1.0%	10.1%	-11.1%	1999	33.2%	7.3%	25.8%	2014	13.0%	13.5%	-0.4%
1985	32.9%	31.5%	1.3%	2000	-22.4%	7.0%	-29.4%	2015	5.7%	-3.8%	9.5%
1986	15.4%	20.0%	-4.6%	2001	-20.4%	-5.6%	-14.8%	2016	7.1%	17.3%	-10.3%
1987	5.3%	0.5%	4.8%	2002	-27.9%	-15.5%	-12.4%	2017	30.2%	13.7%	16.5%
1988	11.3%	23.2%	-11.9%	2003	29.7%	30.0%	-0.3%	2018	-1.5%	-8.3%	6.8%
1989	35.9%	25.2%	10.7%	2004	6.3%	16.5%	-10.2%	2019	36.4%	26.5%	9.8%
1990	-0.3%	-8.1%	7.8%	2005	5.3%	7.1%	-1.8%	2020	38.5%	2.8%	35.7%
1991	41.3%	24.6%	16.7%	2006	9.1%	22.2%	-13.2%	2021	27.6%	25.2%	2.4%
1992	5.0%	13.6%	-8.6%	2007	11.8%	-0.2%	12.0%	2022	-29.1%	-7.5%	-21.6%
1993	2.9%	18.1%	-15.2%	2008	-38.4%	-36.8%	-1.6%	2023	42.7%	11.5%	31.2%


@CharlieBilello
As of 12/31/23



## Estrategia de Castañar IF

La cartera de Castañar está pensada para obtener rendimientos de doble dígito a largo plazo. Nuestro **objetivo** es proporcionar un vehículo de inversión para **componer los ahorros de una familia media española, que quiere sacarle un rendimiento a sus ahorros, con un riesgo moderado, al mismo tiempo que se protege de la inflación a largo plazo.**

Para ello mantenemos un enfoque prudente pero ágil para capitalizar las oportunidades emergentes y mitigar los riesgos que puedan surgir durante el proceso.

Esta estrategia hará que durante algunos periodos nuestra rentabilidad se rezague frente a otros índices. Aunque pueda sonar chocante, es algo que aceptamos ya que **sólo nos importa el resultado a largo plazo**. Como asesor, es inevitable que los partícipes te comparen cada año contra el índice que lo haya hecho mejor. Es más, cada año te compararán contra un índice diferente, ya que cada año lo harán mejor uno u otro índice. Es imposible estar todos y cada uno de los años por encima de todos los índices. Lo importante es que al final del periodo de inversión se haya obtenido el objetivo que nos habíamos marcado. Y revisando la cartera y las empresas de las que somos propietarios, no puedo estar más seguro de que conseguiremos dicho objetivo.

### ¿Cómo está estructurada la cartera de Castañar?

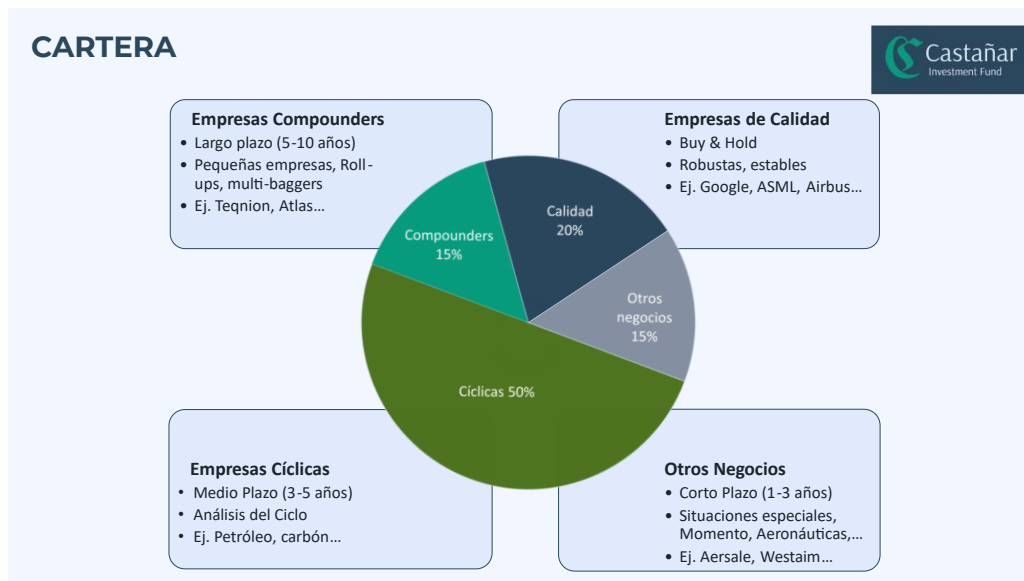
A diferencia de la mayoría de los fondos de inversión, en la que las carteras son un conjunto de empresas de las que se espera obtener la máxima rentabilidad posible, **en Castañar cada empresa desempeña una labor muy concreta dentro de la cartera**. Cada una tiene su rol, y debe ser analizada y evaluada conforme a su rol. Podríamos decir que **todas las empresas trabajan en equipo, por un objetivo común**. Del mismo modo que un delantero tiene unas cualidades diferentes a un defensa o un portero, pero todos forman parte del mismo equipo y son necesarios para el éxito; cada categoría de nuestra cartera tiene una función muy específica.

En concreto, la cartera está dividida en 4 categorías. Puede sorprender que esta clasificación no está realizada en función de la industria, o la geografía, o buscando exposición a alguna temática. La clasificación se ha realizado según el horizonte temporal de inversión, buscando optimizar la rentabilidad del conjunto a largo plazo, a la vez que se asegura una rentabilidad suficiente durante el proceso:

- **Largo plazo:** Empresas de Calidad (20%)
- **Medio plazo:** Empresas Cíclicas (50%)
- **Corto plazo:** Oportunidades Especiales (15%)
- **Muy largo plazo:** Compounders (15%)







**Nota:** A continuación, voy a listar todas las compañías que hay en el fondo y las rentabilidades actuales. De cara a proteger la propiedad intelectual del fondo (incluyendo los precios de compra), y no perjudicar a los partícipes, las rentabilidades han sido redondeadas a la mitad de las decenas.

### Largo plazo: Empresas de Calidad (Peso: 11%)

Empresa	País	Divisa	Rentab.	Industria	Tipo
AIRBUS	Francia	EUR	5%	AS&D	Quality
GOOGLE	USA	USD	50%	Tech	Quality
SOLITRON DEVICES	USA	USD	65%	AS&D	Quality
VISA	USA	USD	15%	Financial	Quality
ASML	Holanda	USD	80%	Industrial	Quality
DIAGEO (Vendida)	UK	GBP	-5%	Consumer	Quality
DISNEY (Vendida)	USA	USD	5%	Consumer	Quality

**Objetivo:** Las empresas de esta categoría tienen como objetivo **proporcionar un suelo de rentabilidad** a la cartera, aportando solidez a la misma. Son empresas de altísima calidad, que no van a duplicar a un año vista –¡no les podemos exigir eso!–, pero que sabemos con certeza que duplicarán a 10 años. Por este motivo se espera que aporten de media un 7-10% de rentabilidad anual. ¡Nada más!

**Comportamiento en 2023:** Podemos observar a que en 2023 esta categoría de empresas ha cumplido su función con nota. Nos ha protegido de las caídas y aportado estabilidad frente a la increíble volatilidad que hemos vivido en los mercados. Además, no haber comprado empresas a cualquier precio, y comprarlas a un precio reducido –con nuestro gorro de Value Investors–, ha hecho que las rentabilidades hayan sido mucho mayores de lo esperadas. Durante el 2024, buscaremos aumentar la exposición a este tipo de empresas hasta el peso objetivo de 20%. Esta



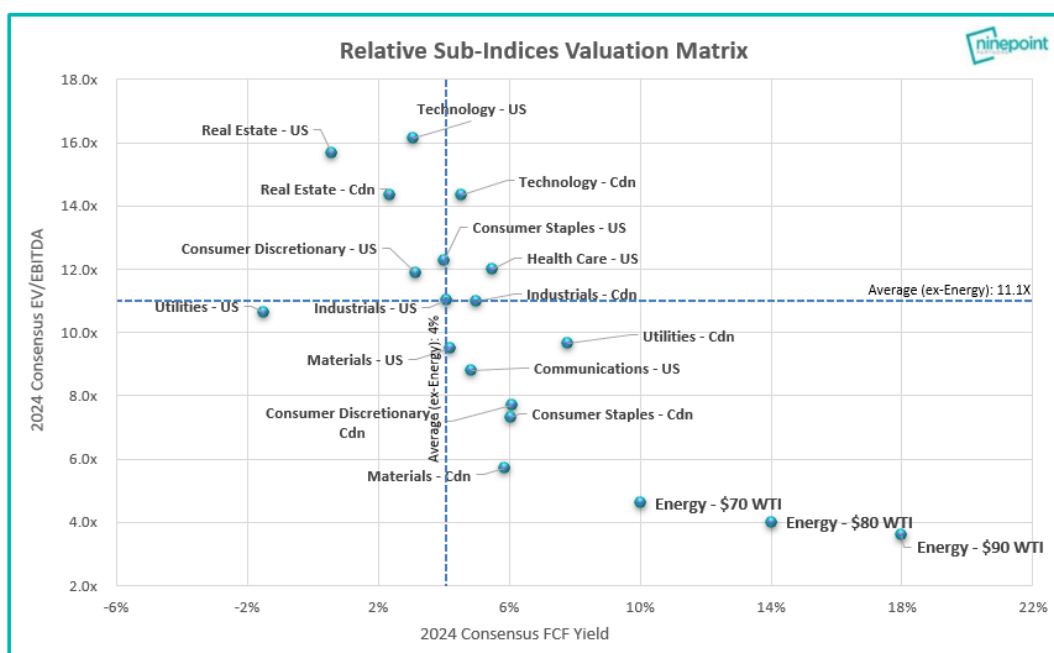
categoría de la cartera es donde más ciertas son las palabras de Howard Marks: “Evita los perdedores, y los ganadores se cuidarán de ellos mismos”.

### Medio plazo: Empresas Cíclicas (Peso: 53%)

Empresa	País	Divisa	Rentab.	Industria	Tipo
<b>BAYTEX ENERGY</b>	Canada	CAD	-10%	Oil & Gas	Cyclical
<b>CRESCENT POINT</b>	Canada	USD	10%	Oil & Gas	Cyclical
<b>WARRIOR MET</b>	USA	USD	10%	Raw Materials	Cyclical
<b>INT. PETROLEUM</b>	Canada	CAD	35%	Oil & Gas	Cyclical
<b>VALEURA</b>	Canada	CAD	25%	Oil & Gas	Cyclical
<b>VERMILION</b>	Canada	CAD	-10%	Oil & Gas	Cyclical
<b>ALPHAMIN</b>	Canada	CAD	0%	Raw Materials	Cyclical
<b>TAMARACK VALLEY</b>	Canada	CAD	-20%	Oil & Gas	Cyclical
<b>SANDRIDGE</b>	USA	USD	10%	Oil & Gas	Cyclical
<b>PETROBRAS</b>	Brazil	USD	50%	Oil & Gas	Cyclical
<b>LUCERO ENERGY</b>	Canada	CAD	10%	Oil & Gas	Cyclical
<b>SURGE ENERGY</b>	Canada	CAD	-20%	Oil & Gas	Cyclical
<b>MEG ENERGY</b>	Canada	CAD	50%	Oil & Gas	Cyclical

**Compañías vendidas: Athabasca, Enerplus, NuVista, Civitas, Journey Energy y Cenovus con las siguientes rentabilidades respectivas: 40%, -5%, -10%, 0%, 10% y -5%.**

**Objetivo:** Con un horizonte temporal de 3-5 años, las empresas de esta categoría tienen como objetivo aprovecharse de los diferentes ciclos económicos proporcionando una rentabilidad media del 25% anualizada.



Source: Bloomberg, Ninepoint Partners





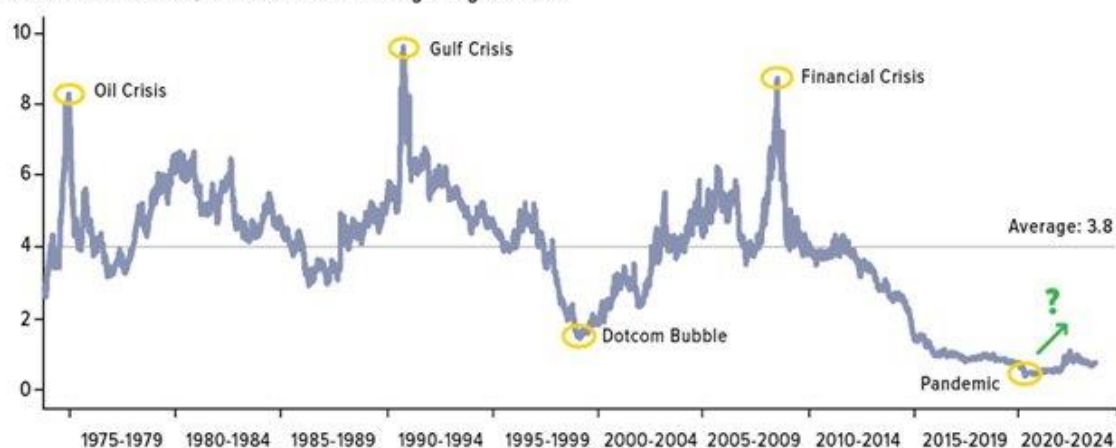
**Comportamiento en 2023:** Durante el 2023, hemos estado invertidos de manera sobreponderada al sector del petróleo. Como se puede ver en la imagen de arriba, no hay un sector que cotice más barato (eje vertical –cuanto menor, más barato–), ni que ofrezca unas rentabilidades por FCF más altas (eje horizontal –cuanto mayor, mayor rentabilidad–). Por este motivo, sigo convencido en nuestra tesis para este año que viene.

Esta industria es muy volátil, comportándose casi como una montaña rusa. Y es que este año no ha faltado de nada: una recesión que nunca ha llegado, la economía China que no arrancaba, una nueva guerra en Oriente Medio, recortes de la producción de la OPEC, exportaciones libres de Irán, récord de producción de EEUU, piratería en el Mar Rojo, retrasos en la apertura de la TMX... Siendo el 50% de la cartera, hemos visto cómo el rendimiento del fondo ha variado en sintonía con el comportamiento de estas empresas. Tan pronto veíamos que a principios de año se revalorizaba el fondo un 12%, como que caía en primavera, para volver a subir con fuerza en verano por encima del 10% y volver a caer en estos últimos meses. Es debido a estas fluctuaciones, y al ser el petróleo una industria contracíclica, que nuestro fondo ha ido al contrario que el mercado.

Las empresas que llevamos en cartera han aprovechado esta volatilidad para comprar nuevos terrenos, a la vez que se volcaban en repagar la deuda y realizar recompras. Esta estrategia es muy beneficiosa a largo plazo, ya que han podido incrementar la producción a la vez que aumentan la generación de caja y, por ende, las recompras. Sin embargo, no termina de ser bien vista por el mercado, que sigue sumido en su negatividad hacia todo lo que sea combustibles fósiles. La discrepancia entre los mercados financieros y el mercado físico es abismal, pero, [como ya se ha comentado anteriormente](#), el tiempo traerá la cordura al mercado. Sólo queda esperar. Y mientras esperamos, nuestras empresas van a seguir produciendo petróleo, que van a seguir vendiendo –ya sea a \$70 u \$80–, generando mucha caja y utilizándola para recomprar sus acciones. **Un inversor a largo plazo lo vería de la siguiente manera: cuanto más tarden en apreciarse las acciones, más barato podrán realizar las recompras. Y con tantas recompras, inevitablemente, las cotizaciones terminarán por apreciarse.**

#### Commodity Prices Relative to Equities

S&P GSCI / S&P 500, 50-Year Period Through August 2023



Source: Bloomberg, U.S. Global Investors

Soy consciente de que el comportamiento en bolsa de las empresas de esta categoría no ha sido el esperado. Con los fundamentales a nuestro favor, el mercado sigue en contra de este tipo de compañías. Como decía al principio, sigo tranquilo invertido en este sector, que cotiza



ridículamente barato. Sin embargo, haciendo **autocrítica**, veo un comportamiento en bolsa dispar en las distintas empresas, y saco algunas conclusiones. El mercado ha premiado a las empresas de alto coste de producción, que con el alto precio del petróleo han pasado de no ser beneficiosas, a serlo. Ejemplos son Athabasca y MEG Energy, empresas que hemos tenido en cartera y vendimos en favor de los productores de bajo coste. Este movimiento, que puede parecer lógico para un inversor largoplacista, no ha sido recompensado en bolsa, que ha preferido empresas con mayor momento (“*torque*”). Estas ventas, entonces, nos restaron rentabilidad. Por otro lado, el mercado ha preferido empresas con una remuneración al accionista inmediata (dividendos) como Petrobras, frente a aquellas que han optado por las recompras y se han endeudado para invertir en el futuro, expandiendo su producción (Baytex, Int. Petroleum y Crescent Point).

En 2024, y con el objetivo de diversificar nuestra exposición y reducir la volatilidad, hemos incorporado algunas empresas de otras industrias cíclicas que en mi opinión tienen un viento de cola para los próximos años. En concreto, hemos adquirido Warrior Met Coal, líder de la industria del carbón metalúrgico (utilizado para fabricar acero); y Alphamin, empresa productora de estaño, favorecido por todo el proceso de electrificación que estamos viviendo y la apertura de una nueva mina. Dichas tesis serán explicadas en detalle en futuras cartas.

### Corto plazo: Oportunidades Especiales (Peso: 16%)

Empresa	País	Divisa	Rentab.	Industria	Tipo
AERSALE CORP	USA	USD	-15%	AS&D	Other Businesses
BRASKEM	Brazil	USD	0%	Industrial	Other Businesses
WESTAIM CORP	Canada	CAD	25%	Financial	Other Businesses
PROPEL	Canada	CAD	65%	Financial	Other Businesses
PINTEREST INC	USA	USD	50%	Tech	Other Businesses
SOFI	USA	USD	0%	Tech	Other Businesses
SPOTIFY (Vendida)	USA	USD	85%	Tech	Other Businesses
EMBRAER (Vendida)	Brazil	USD	60%	AS&D	Other Businesses
NAGARRO (Vendida)	Germany	EUR	-5%	Tech	Other Businesses
ABNB (Vendida)	USA	USD	50%	Tech	Other Businesses
CLARUS (Vendida)	USA	USD	-40%	Tech	Other Businesses
CELSIUS RES. (Vendida)	Australia	AUD	5%	Raw Materials	Other Businesses
CALLON PET. (Vendida)	USA	USD	5%	Oil & Gas	Other Businesses

**Objetivo:** Las empresas de esta categoría tienen como objetivo **proporcionar una rentabilidad a corto plazo mientras las otras estrategias de la cartera se materializan**. En esta categoría entran tesis de inversión muy dispares, desde inversiones en compañías aeronáuticas, situaciones especiales (spin-offs, M&A, dividendos especiales...), compañías que disponen de catalizadores a corto plazo, o simplemente compañías en las que vemos valor y queremos estar invertidos a 1-3 años, pero que no tienen el carácter suficiente como para ser Buy & Hold, como pueden ser las compañías de la primera categoría. El periodo de permanencia de estas empresas en cartera es mucho más corto, ya que se venderán tras materializarse la situación especial.



¿Puede considerarse especulación? No. Que el tiempo de inversión sea más corto, no implica que no sepamos lo que compramos. Todas ellas son grandes empresas, que no nos importaría tener en cartera, pero que creemos que no cotizan a un precio lo suficientemente atractivo, de no ser por la situación específica que nos hace comprarla. Por ejemplo, Braskem es una grandísima compañía, líder en la fabricación de petroquímicos. Pero lo que más nos atrae ahora es la compra que va a recibir de ADNOC.

¿Qué interés puede tener para nosotros invertir en una situación especial que nos va a dar un 5-10%? Celsius Resources es una minera de cobre, oro y cobalto, que iba a vender parte de sus activos a un precio superior a su capitalización. Al mes de invertir, las negociaciones se torcieron y decidimos salirnos con un 5% de rentabilidad. Aunque esto pueda parecer poco, si anualizamos ese 5% en 1 mes, obtenemos una rentabilidad anual de más del 70%. De ahí la importancia de mirar siempre las rentabilidades anualizadas.

**Comportamiento en 2023:** El comportamiento de las empresas de esta categoría ha sido bastante dispar. Mientras que muchas de las tesis de inversión están/han funcionado a la perfección (Propel, Spotify, Pinterest, Embraer, Westaim...), otras o bien no se han materializado (i.e. Celsius Resources) o decidimos salirnos. Una de las cosas que miro mucho al incorporar una empresa a la cartera y asignarle un peso específico, es el **coste de oportunidad**. Es decir, ¿qué rentabilidad podría estar obteniendo con ese mismo dinero si lo invirtiera en otra empresa? Un ejemplo. Callon Petroleum ha sido una empresa que ha estado en cartera 15 días y que adquirimos ante los rumores de OPA. Es una empresa petrolera que encaja dentro de nuestra estrategia de inversión en Oil & Gas, pero que nos ofrecía la opcionalidad de una OPA. A principios de año hemos recibido dicha OPA y, aunque la prima ha sido mucho menor de lo esperado (de hecho, está bajo investigación), vendimos nuestra posición con un 5% de rentabilidad. Nuevamente, si anualizamos un 5% en 15 días, obtenemos una rentabilidad anual de más del 200%. ¿Podríamos no haber vendido y esperarnos a que las investigaciones concluyan? Sin duda, y seguramente tendríamos un precio de OPA algo mayor. Pero sin saber cuánto tiempo va a llevar ese proceso (puede tardar años), preferimos recoger nuestra rentabilidad, y poner nuestro dinero a trabajar en otra inversión. El coste de oportunidad de mantener nuestra inversión era mayor que la potencial ganancia.

### Muy largo plazo: Compounders (Peso: 20%)

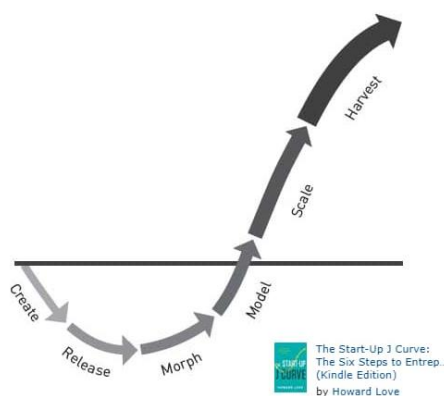
Empresa	País	Divisa	Rentab.	Industria	Tipo
<b>NOWVERTICAL</b>	Canada	CAD	-15%	Tech	Compounder
<b>DYE &amp; DURHAM</b>	Canada	CAD	10%	Tech	Compounder
<b>ATLAS ENGIN.</b>	Canada	CAD	0%	Industrial	Compounder
<b>SDI GROUP</b>	UK	GBP	-30%	Tech	Compounder
<b>GOODWIN</b>	UK	GBP	15%	Industrial	Compounder
<b>BUILDERS FIRSOTSOURCE</b>	USA	USD	15%	Industrial	Compounder
<b>PLURIBUS TECH.</b>	Canada	CAD	-80%	Tech	Compounder
<b>TEQNION</b>	Sweden	SEK	25%	Industrial	Compounder

**Objetivo:** Las empresas de esta categoría tienen como objetivo **proporcionar una rentabilidad exponencial en periodos muy largos de inversión**. Como saben, Castañar IF tiene una vocación



de inversión a muy largo plazo, y como tal, las empresas Compounders son las más indicadas para periodos de inversión tan largos. Las empresas de esta categoría se caracterizan por ser pequeñas empresas (al nivel de start-ups), operar en nichos, y reinvertir los flujos de caja que obtienen en sus propios negocios o adquiriendo competidores.

Estas empresas requieren de una paciencia adicional, y pueden requerir de muchos años de siembra antes de que se vea ningún fruto. Todas las start-ups siguen lo que se conoce como el gráfico del [Palo de Hockey](#). Durante los primeros años hay una fase de inversión a pérdidas, hasta que se escalan las ventas, se produce break-even, y los beneficios se disparan. El riesgo está obviamente en que la mayoría de las compañías no son capaces de aguantar esos años iniciales a pérdidas y son engullidas por una deuda insalvable antes de obtener beneficios.



Si uno se fija en el gráfico de NowVertical, se puede ver por ejemplo cómo está comenzando la fase de crecimiento:



Las empresas Compounders por lo general cotizan a una prima respecto al mercado. Son empresas muy buenas, con un gran equipo gestor, y un alto crecimiento; por lo que el mercado le asigna un múltiplo superior al resto, haciendo que sea muy difícil comprarlas baratas. Por ejemplo, nos encantaría invertir en Constellation Software, pero lamentablemente está muy cara para mis métricas. Por este motivo, sólo invertiremos en aquellas compañías que o bien aún no hayan explotado, o que, habiéndolo hecho, estén pasando por dificultades y su cotización se esté resintiendo.

Ejemplos del primer caso serían NowVertical y Pluribus Tech. Como imaginarán, el riesgo de invertir en este grupo es mucho más alto, por el apalancamiento que suelen tener. Nosotros no somos



inversores de Venture Capital, y por lo tanto no queremos comernos esas primeras fases de siembra. Idealmente, invertiríamos justo antes de que se produzca el boom en los beneficios. Pero, como ya imaginarán, eso es extremadamente difícil, si no imposible. La estrategia que seguimos en Castañar es invertir sólo en compañías que ya estén dando beneficios. Nos perderemos los primeros crecimientos, pero si las cosas se tuercen y las deudas se acumulan (como está ocurriendo en Pluribus), estaremos más protegidos. En estas situaciones, en el peor de los casos tardaremos más en pagar esa deuda al ser nuestros ingresos menores, pero al menos tendremos beneficios positivos. Otro factor a mirar es el precio de liquidación. En caso de riesgo de bancarrota, y tener que vender alguno de nuestros negocios, una empresa que da beneficios tiene una valoración mucho mayor que una start-up que nunca ha conseguido hacer break-even.

En cuanto al segundo caso (empresas en dificultades), deberemos asegurarnos de que dichos problemas son temporales y las empresas pueden navegar por ellos satisfactoriamente. Dentro de este grupo hemos encontrado una gran oportunidad en empresas que tienen exposición al sector inmobiliario, completamente parado debido a los altos tipos de interés: Atlas Engineered Products, Builders FirstSource, Teqnon (con dos subsidiarias en la industria inmobiliaria) o Dye&Durham.

**Comportamiento en 2023:** A pesar de todas las precauciones que se toman, las empresas de esta categoría de la cartera tienen mucho más riesgo que el resto. Por de pronto, estamos invirtiendo en empresas muy pequeñas (de menos de \$50M a veces), que están pasando por dificultades y que tienen mucha deuda porque están adquiriendo otras compañías o necesitan hacer inversiones fuertes de capital para crecer su capacidad de producción.

El tiempo es un factor clave en este tipo de empresas. Una inversión no puede juzgarse errónea, porque su cotización en bolsa no haya despegado tras 6, 12 o 18 meses. Por ejemplo, **NowVertical fue considerada por muchos un error de inversión, y sin embargo tras dar beneficios positivos, no ha parado de crecer. Simplemente necesitaba tiempo.**

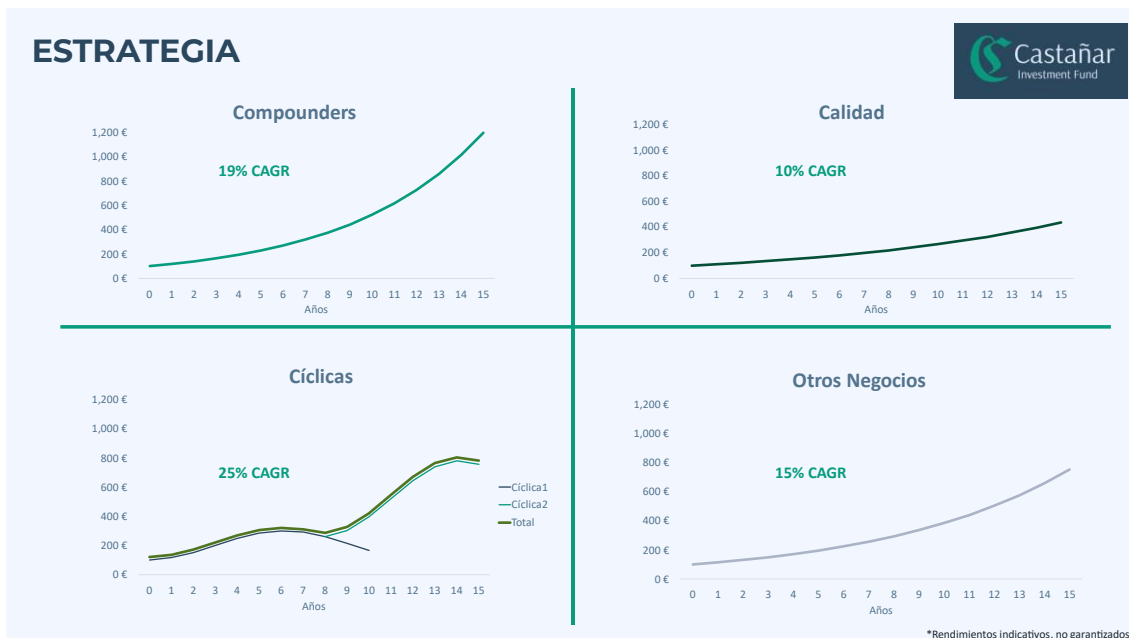
El comportamiento de las empresas de esta categoría dependerá muchísimo del punto de madurez en que se encuentre cada empresa. Empresas sólidas y estables como Goodwin o Builders FirstSource se encuentran en una fase de crecimiento, mientras que otras están en una fase más inicial (NowVertical y Pluribus) o en un *turnaround* (Dye&Durham y SDI Group).

Por todo lo anterior me parece prematuro juzgar el rendimiento de estas compañías tras tan sólo un año. Incluso, en el caso de Pluribus (0.71% del fondo), que puede que haya sido un error de inversión, emitir un juicio puede ser precipitado. Lo que sí está claro es que mi actitud con el management no ha sido la adecuada. Tras llevar advirtiéndoles un año del crecimiento de la deuda y el riesgo de no cumplir con sus covenants, finalmente mis temores se han cumplido. Definitivamente hay una lección aprendida. Había señales de que el crecimiento no era el esperado, y la salida del CFO fue una bandera roja, que suavicé. La compañía, que da beneficios, está sufriendo retrasos en varios contratos, lo que ha disparado la deuda acumulada. Ya ha formado un comité externo (dirigido por Canaccord Genuity) que está evaluando la venta parcial o total de la empresa. En estos casos, es cuando uno más se alegra de haber sido conservador. Hay mucho valor dentro de la compañía, y sólo la división de e-Commerce vale más que la actual capitalización de la empresa (esta es la opción que le he recomendado al CEO en la última reunión que tuve con él). Por lo que incluso en caso de liquidación, esperamos recuperar nuestra inversión.

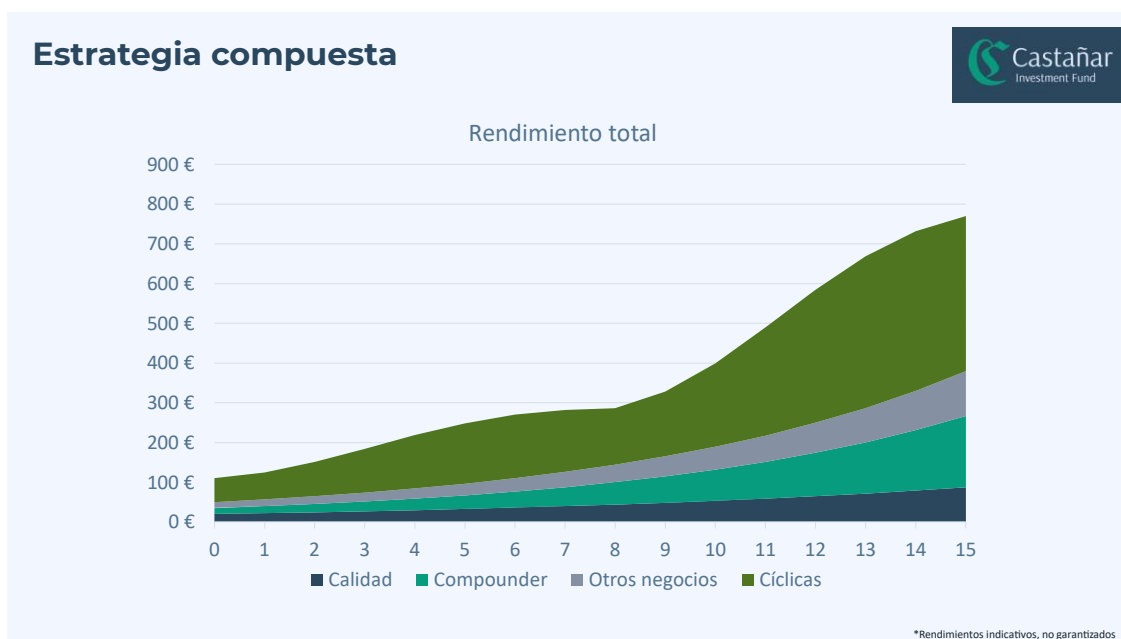


## Estructura integrada

Las cuatro estrategias de Castañar podrían resumirse en el siguiente cuadro, donde se ilustra claramente las rentabilidades que se pueden esperar de cada una de las categorías:



Tan injusto sería exigirle un 20% de rentabilidad anual a una empresa de Calidad, como exigirle un 5% a una empresa Compounder durante sus últimos años. Cada estrategia, tiene su rol en la cartera, su función. Como en un equipo, todas forman parte de un todo, y todas son necesarias en diferentes periodos de tiempo. Y al combinar todas las estrategias, obtenemos **una cartera “todo terreno”, sólida, de gran calidad, protegida al corto plazo, pero con un gran potencial a largo plazo:**

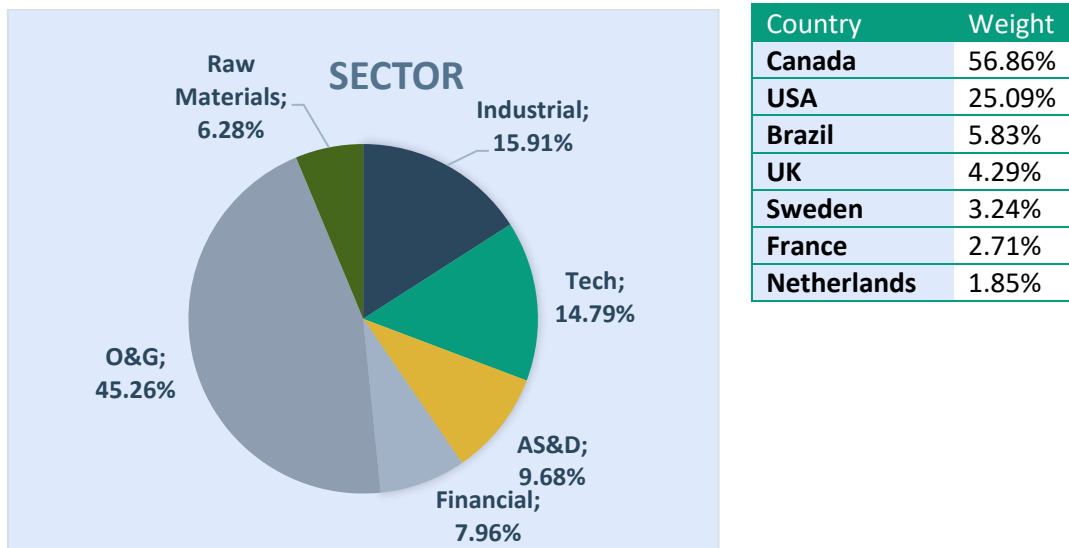




## Movimientos en la cartera

Los movimientos principales de la cartera han sido comentados en el apartado anterior, donde se han explicado una a una nuestras posiciones.

La cartera completa está disponible en la página 16 y su distribución sería la siguiente:



Para terminar, quiero agradecer sinceramente su confianza y compromiso con Castañar. Estamos comprometidos con la transparencia y espero que esta carta haya sido ejemplo de ello.

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



## Nuestra cartera a 31/12/2023

El fondo tenía un 0.12% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 33 empresas<sup>2</sup>:

Company	Weight	Sector	Type	Country
BAYTEX ENERGY	8.50%	O&G	Cyclical	Canada
CRESCENT POINT	7.90%	O&G	Cyclical	Canada
AERSALE CORP	5.12%	AS&D	Other Bets	USA
INT. PETROLEUM	4.70%	O&G	Cyclical	Canada
WARRIOR MET	4.70%	Raw Materials	Cyclical	USA
VALEURA	4.37%	O&G	Cyclical	Canada
VERMILION	4.27%	O&G	Cyclical	Canada
DYE & DURHAM	3.51%	Tech	Compounder	Canada
NOWVERTICAL	3.42%	Tech	Compounder	Canada
BRASKEM	3.30%	Industrial	Other Bets	Brazil
TEQNION	3.24%	Industrial	Compounder	Sweden
ATLAS ENGIN.	3.06%	Industrial	Compounder	Canada
WESTAIM CORP	2.98%	Financial	Other Bets	Canada
PROPEL	2.94%	Financial	Other Bets	Canada
TAMARACK VALLEY	2.87%	O&G	Cyclical	Canada
AIRBUS	2.71%	AS&D	Quality	France
SANDRIDGE	2.63%	O&G	Cyclical	USA
GOOGLE	2.59%	Tech	Quality	USA
LUCERO ENERGY	2.57%	O&G	Cyclical	Canada
PETROBRAS	2.53%	O&G	Cyclical	Brazil
SURGE ENERGY	2.41%	O&G	Cyclical	Canada
GOODWIN	2.38%	Industrial	Compounder	UK
BUILDERS FIRSTSOURCE	2.08%	Industrial	Compounder	USA
VISA	2.04%	Financial	Quality	USA
PINTEREST INC	2.04%	Tech	Other Bets	USA
SDI GROUP	1.91%	Tech	Compounder	UK
ASML	1.85%	Industrial	Quality	Netherlands
SOLITRON DEVICES	1.85%	AS&D	Quality	USA
ALPHAMIN	1.58%	Raw Materials	Cyclical	Canada
CALLON PETROLEUM	1.42%	O&G	Other Bets	USA
MEG ENERGY	1.10%	O&G	Cyclical	Canada
PLURIBUS TECH.	0.71%	Tech	Compounder	Canada
SOFI	0.63%	Tech	Other Bets	USA
	<b>99.88%</b>			

<sup>2</sup> 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.

