

*(*El primer año duerme, el segundo trepa, el tercero salta)
 “El mercado de capitales traspasa capital del impaciente al paciente”
 Warren Buffett*

Contenido

¿Por qué invertimos en Value Investing y en compañías pequeñas?	3
Situación del mercado	6
Movimientos en la cartera	8
Tesis de inversión: Atlas Engineered Products (AEP.V).....	11
Nuestra cartera a 31/03/2024	20

Estimados partícipes:

Lo primero de todo quisiera dar la bienvenida a la familia de Castañar a los nuevos partícipes. Durante este primer trimestre el fondo ha obtenido una rentabilidad del 7.2%. En los 18 meses de vida que lleva operativo el fondo, Castañar IF ha obtenido una rentabilidad acumulada del 5.0%.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2024	7.2%				7.2%	5.0%
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



Creo que el proverbio que encabeza esta carta no puede ser más acertado para el caso de Castañar. Ya les comentaba en la anterior carta, que el año 2023 había sido un año para sembrar y construir nuestra cartera. El mercado —que es muy caprichoso— no quiso que muchas de nuestras tesis de inversión se materializaran en 2023, sino en 2024. Para un inversor de largo plazo como nosotros, eso no es problema alguno. Mientras seguimos esperando, nuestras empresas continúan generando más beneficios y, tarde o temprano, el mercado lo reconocerá. Y eso es justo lo que ha pasado. Que este despertar haya ocurrido en el primer trimestre del 2024 o en el último del 2023, nos da igual. Lo importante es que se produzca. Obviamente, para inversores cortoplacistas, que miren rentabilidades mes a mes —o año a año— esto les genera un quebradero de cabeza, e irán siempre persiguiendo —¡por detrás! — el fondo o el activo más “caliente” o de moda. Por este motivo, siempre me habéis escuchado decir que la mejor estrategia es invertir a largo plazo y olvidarse.

Y como muestra, un botón. Traigo dos ejemplos de dos empresas de nuestra cartera, que tras estar un año entero planas —dormidas— acaban de despertar en 2024: Propel Holdings y Solitron Devices. ¿Ha ocurrido algo especial? No. ¿Se podía saber cuándo iban a despegar estas empresas? No. Lo único que había que hacer era esperar. ¡Pero qué difícil es sentarse y no hacer nada...!

Market Summary > Propel Holdings Inc

21.67 CAD

+14.70 (210.90%) ↑ past year

Apr 10, 16:00 EDT • Disclaimer

1D | 5D | 1M | 6M | YTD | **1Y** | 5Y | Max



Market Summary > Solitron Devices Inc

18.15 USD

+7.88 (76.73%) ↑ past year

Apr 8, 16:00 EDT • Disclaimer

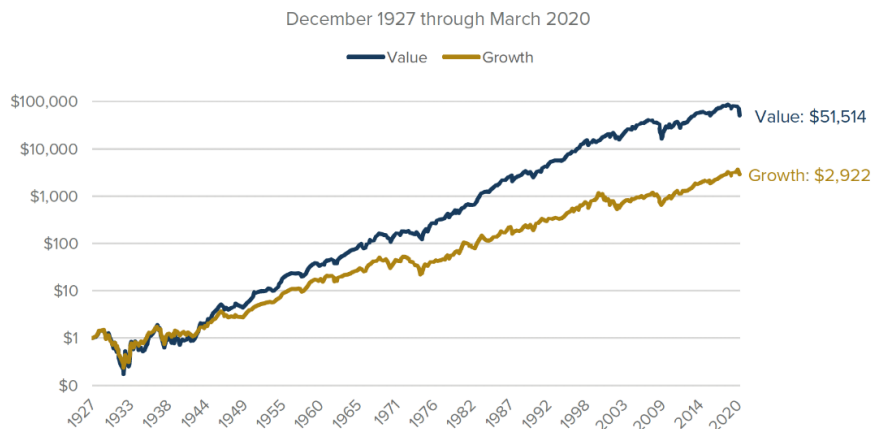
1D | 5D | 1M | 6M | YTD | **1Y** | 5Y | Max



¿Por qué invertimos en Value Investing y en compañías pequeñas?

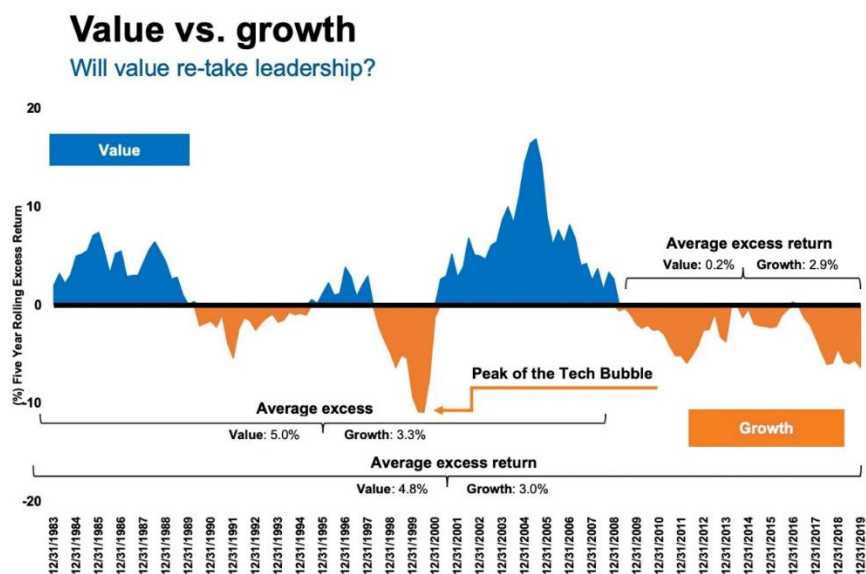
Creo que conviene recordar por qué invertimos como invertimos, ya que no es para nada fortuito, ¡todo tiene un motivo! Nuestra filosofía de inversión se basa principalmente en el Value Investing, con el foco en pequeñas compañías. ¡Veamos por qué!

Simplificando mucho —que me perdonen los académicos—, podemos definir Value Investing como comprar empresas que coticen por debajo de lo que valen—comprar con un descuento—. Y no decido ser Value investor porque quede muy bien decir que sigues a Warren Buffet, sino porque históricamente, a largo plazo, se ha demostrado que es la mejor estrategia:



Source: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html>, see disclosures under footnote¹

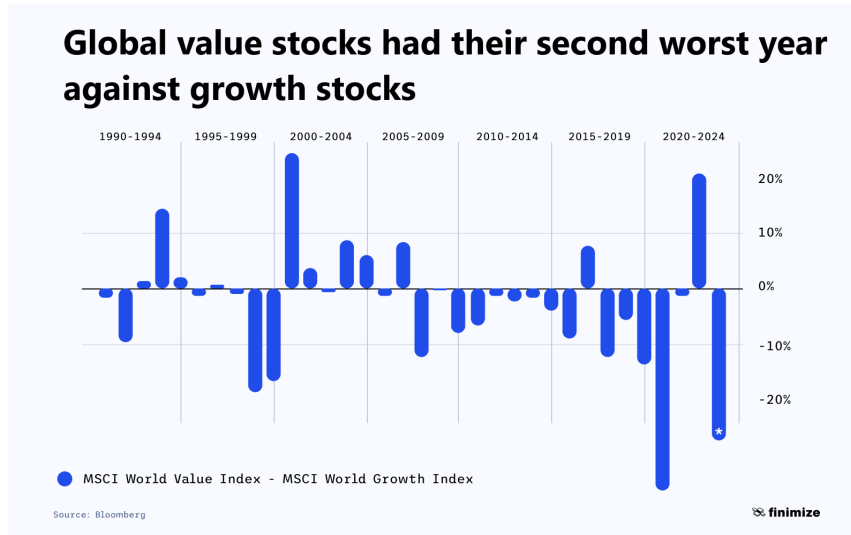
Además, afortunadamente, tenemos la suerte de que últimamente no ha sido así. Llevamos varios años en los que invertir en grandes empresas de crecimiento (Growth Investing) ha sido más rentable que el Value. Y sí, digo afortunadamente, porque esto nos está permitiendo poder comprar empresas que nadie quiere a un precio ridículamente barato —¿recuerdan cuándo les decía que durante 2023 estuvimos sembrando? —.



Fuente: FMG Wealth Strategies



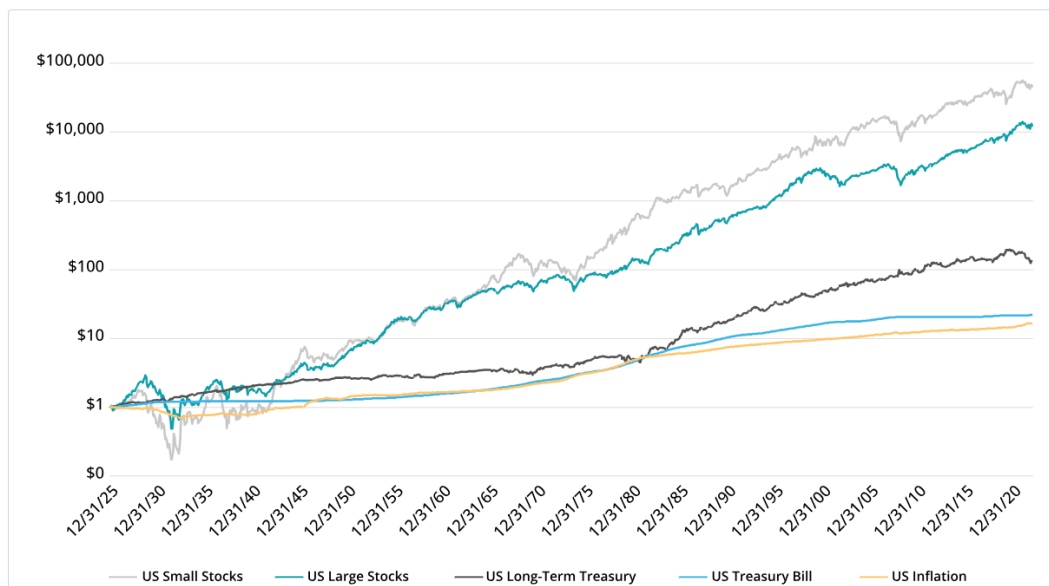
Por cierto, con excepción del año de la pandemia, el 2023 ha sido el peor año para el Value Investing desde los años 70. ¡Incluyendo los años de la burbuja de las “punto.com”!



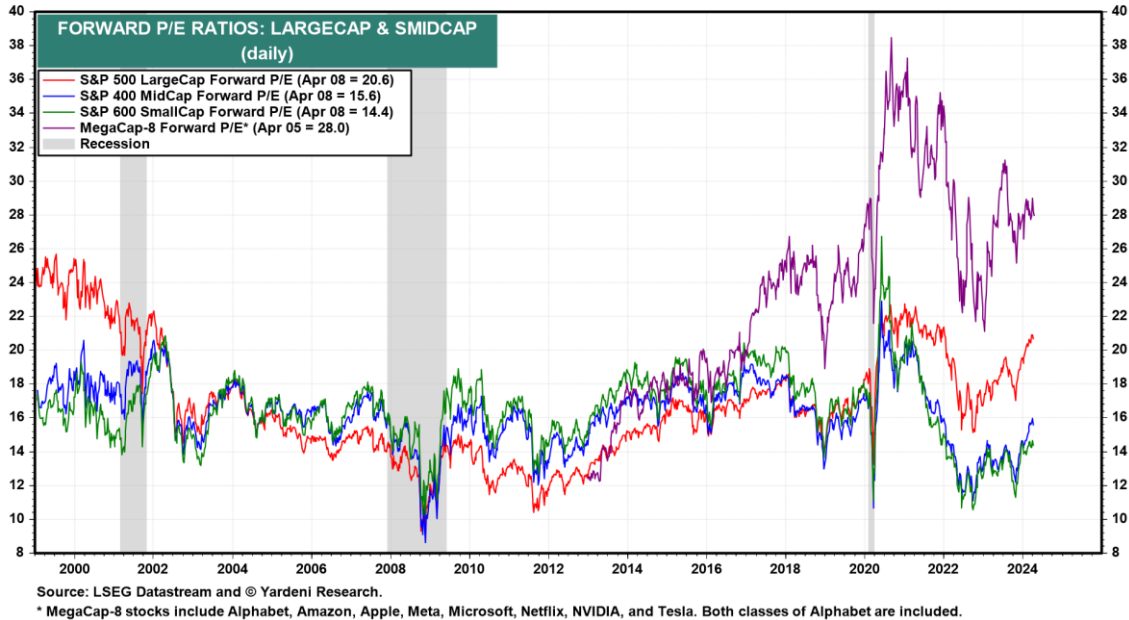
Una vez que ya hemos comprendido que el Value Investing es la estrategia idónea para invertir a largo plazo, y que el descuento al que cotizan dichas empresas actualmente hace más atractiva su valorización, analicemos por qué elegimos centrarnos en pequeñas compañías.

Por un lado, las pequeñas compañías han sido históricamente las más rentables:

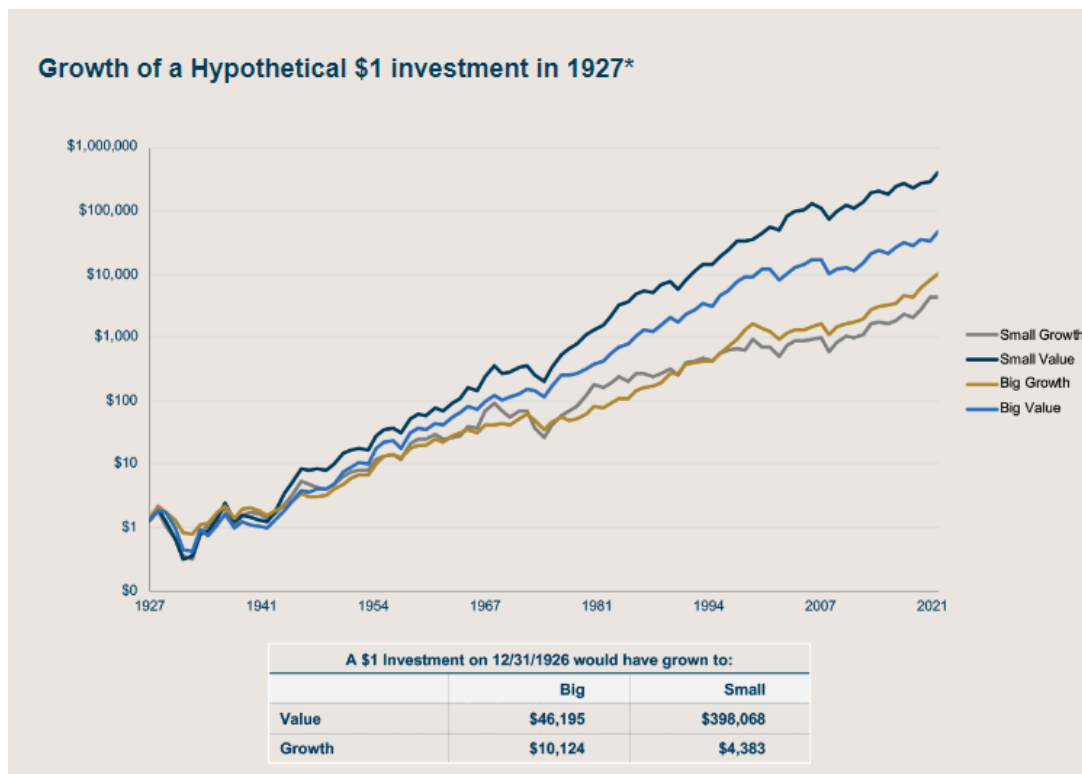
Historically, Small-Capitalization Stocks Have Outperformed Large-Capitalization Stocks



Pero, por otro lado, ahora mismo son las que están más baratas. Mientras que las empresas de alta capitalización están cotizando con una prima sobre su media histórica, las empresas pequeñas cotizan a un descuento cercano al mínimo histórico:

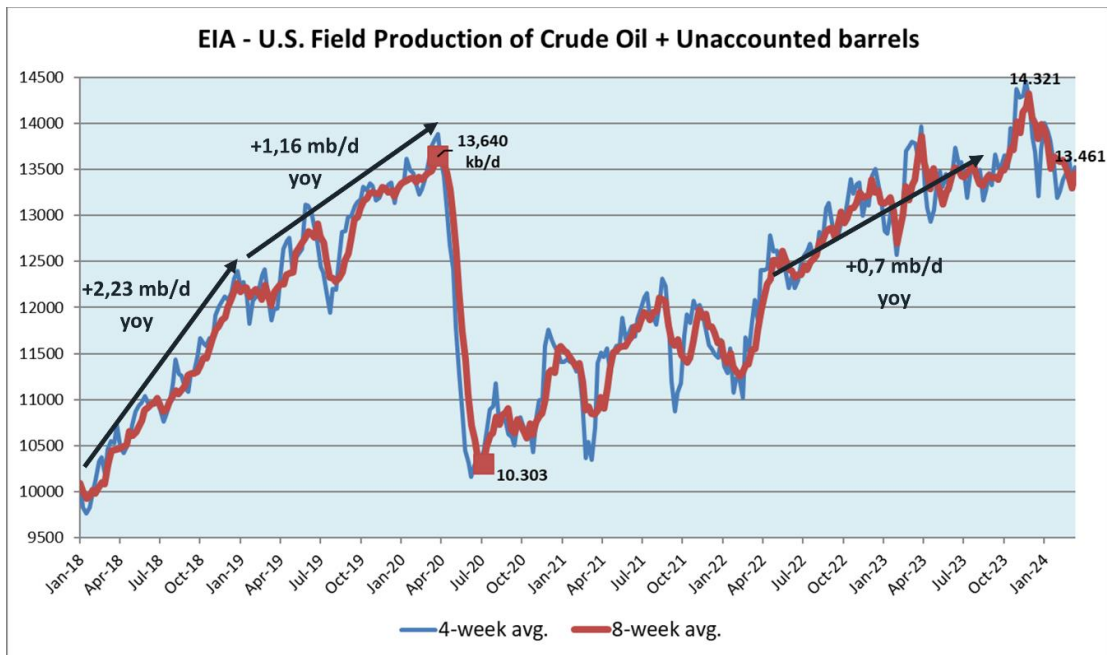


Si combinamos estos dos factores: Value Investing y Small-Caps, obtenemos la mejor estrategia a largo plazo:



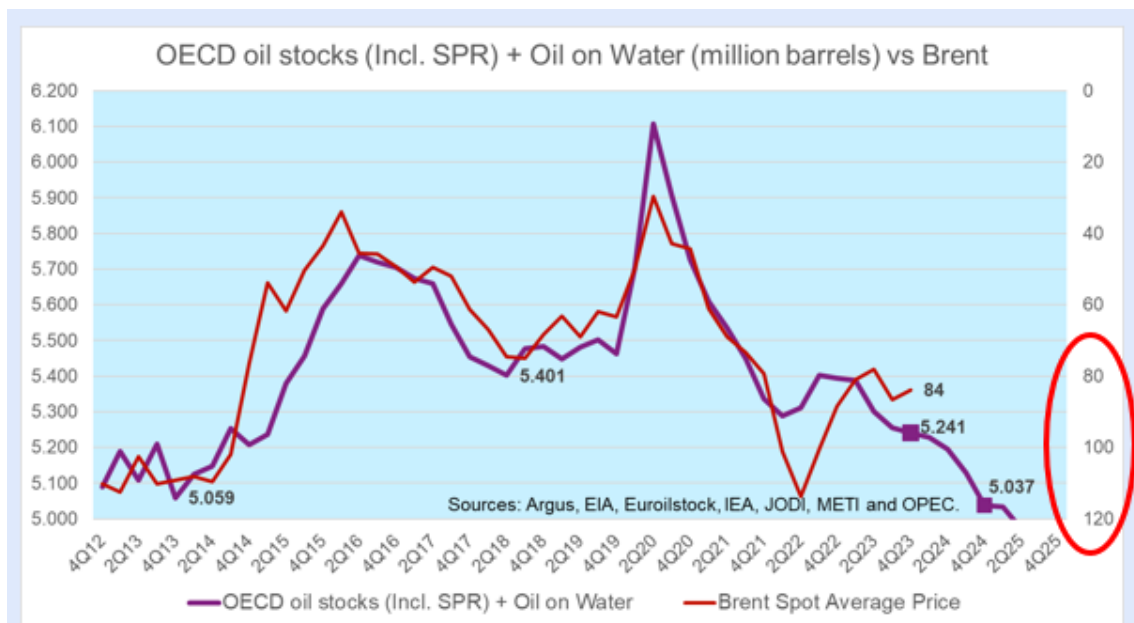
Situación del mercado

Este trimestre hemos visto cómo nuestra principal tesis de inversión, la inversión en petróleo, se ha empezado a materializar. Lo que veníamos anticipando durante más de un año –en contra de todo el mercado– finalmente se ha hecho evidente: existe un déficit entre oferta y demanda, y la producción récord en Estados Unidos era insostenible:

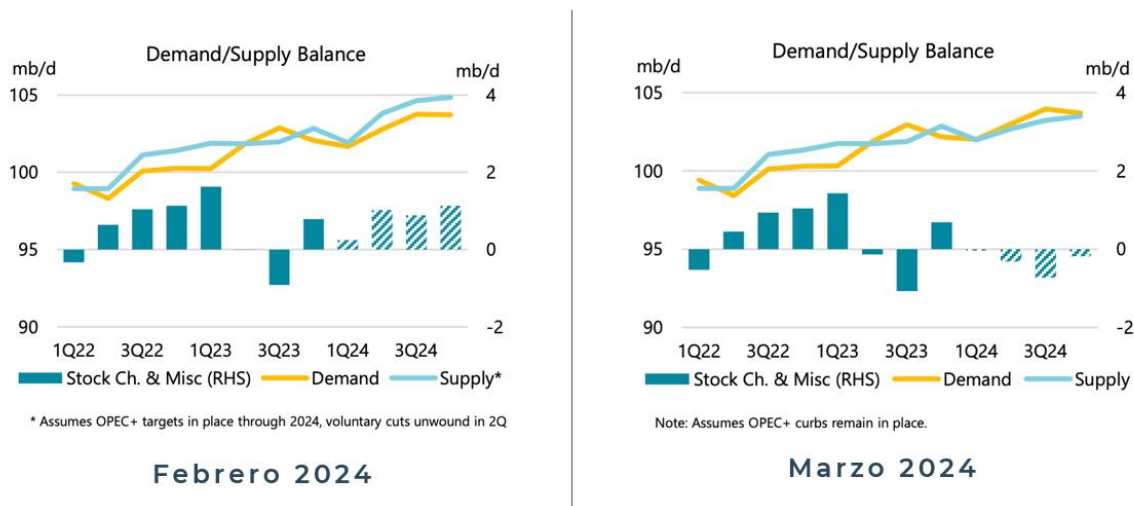


Source: EIA, vía Jorge Arjona

Esta rebaja de la producción, unido a una demanda que se ha mantenido más fuerte de lo que estacionalmente acostumbra, ha hecho que sigamos en niveles históricos mínimos de inventarios:



Finalmente, las agencias estadísticas de información de energía ya no han podido seguir ocultando este déficit –cosa que llevan haciendo por motivos políticos– y han terminado por sucumbir a la realidad: el mercado del petróleo está mucho más ajustado de lo que nos habían dicho. Fíjense en el cambio de estimaciones de la IEA en tan sólo 30 días:



Source: IEA

Esta “bofetada de realidad” ha hecho que el mercado –¡por fin! – reconozca que el precio al que cotizaba el barril de petróleo no se correspondía con los fundamentales de esta industria. Personalmente, no me gustaría ver el petróleo mucho más alto de lo que está cotizando ahora (\$85). Las empresas que tenemos en cartera, a estos precios, van a generar extraordinarios flujos de caja que nos van a devolver a través de recompras y dividendos. No olvidemos que estamos en año de elecciones, y un alto precio del petróleo haría que todos los políticos se pusieron muy nerviosos, cuando lo que más necesitamos es estabilidad en el mercado. En este sentido, no me sorprendería ver que la OPEC retire los recortes de producción a lo largo de este año conforme dicha estabilidad se alcanza.

Más allá del petróleo, otra de nuestras principales tesis, la construcción, también sigue su curso, sustentada por la falta de vivienda existente en países como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido. Estamos invertidos en estas tres geografías a través de Atlas Engineered Products, Builders FirstSource y Vistry PLC, respectivamente. Canadá, en concreto, está sumida en una crisis inmobiliaria extrema, que está haciendo que el gobierno haya tenido que tomar medidas críticas tanto de subvención, como regulatorias, para intentar paliar la falta de nueva construcción. Aprovecharé esta carta para explicar justamente nuestra tesis de inversión en Atlas Engineered Products.



“If we avoid the losers, the winners will take care of themselves”
Howard Marks

“Water the flowers and cut the weeds”
Peter Lynch¹

Movimientos en la cartera

Durante este primer trimestre he realizado numerosos movimientos en la cartera, algo que no es usual. Estos últimos meses, me he embebido en analizar nuevas empresas y traer nuevas ideas de inversión. Las horas que dispongo a la semana son dadas. Como buen autónomo, trabajo sábados y domingos para poder arañar algunas horas extra de trabajo a la semana. Pero al final, todo se reduce a decidir cómo distribuyes tu tiempo, principalmente entre: hacer seguimiento de las noticias de las empresas que ya tenemos en cartera, rebalancear los pesos de la cartera, analizar nuevas compañías, relación con inversores, promocionar el fondo, facturas, impuestos... Y tengo que reconocer que, tras la montaña de trámites que hay que hacer para cerrar el año, ha sido muy gratificante volver a sumergirme en analizar nuevas empresas. Volcarme de manera más dedicada en descubrir, investigar, leer, analizar...

Fruto de este “encierro”, han surgido numerosos nombres que han desplazado a otros que ya teníamos. No es que tuviéramos malas empresas en cartera, pero quizás sí que eran empresas que requerían más tiempo para que sus tesis de inversión se materializaran. Siguiendo las citas que encabezan esta sección, ha habido una rotación desde compañías que estaban en turn-around o pasando por dificultades —y de ahí lo ridículamente baratas que cotizaban—, a compañías que, sin estar tan extremadamente baratas, están haciendo todo bien y cumpliendo sus planes estratégicos. Sí que notaréis que el tamaño medio de las compañías ha disminuido. Y es que, en esa rotación — y aprovechando el tamaño del fondo—, hemos podido entrar en auténticas joyas de muy baja capitalización y, de esta manera, además, no tener que sacrificar tanto el precio que pagamos por la calidad. Como vengo haciendo trimestralmente, iré explicando en futuras cartas las tesis de inversión de todas estas empresas.

Las salidas más significativas de este trimestre han sido:

- Warrior Met Coal en favor de WhiteHaven Coal, ambas compañías de carbón metalúrgico, pero estando esta última más barata.
- Lucero Energy y Surge Energy en favor de otras petroleras de mayor tamaño.
- Dye&Durham tras una pésima gestión de su tesorería, deuda y financiación. Describí todo este proceso en este [hilo en Twitter](#).
- Callon Petroleum tras cumplirse nuestra tesis y ser opada.
- Pinterest tras revalorizarse un 46% desde nuestra primera compra. Sigue teniendo más recorrido, me gusta el posicionamiento y asociaciones que están realizando, pero el potencial ahora tras su revalorización es menor que el que ofrecen otras compañías.

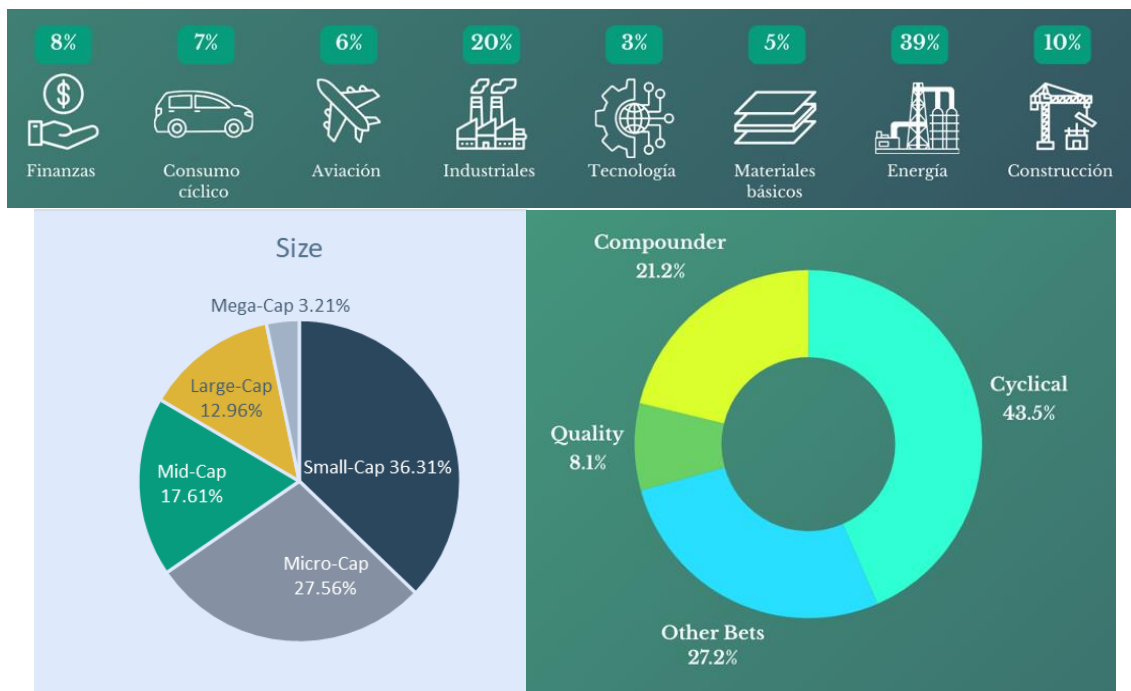
¹ “Si evitas a los perdedores, los ganadores se ocuparán de sí mismos”, Howard Marks
“Riega las flores y corta las malas hierbas”, Peter Lynch



- NowVertical, al abrirse una lucha entre Daren Trousdell, el exCEO y mayor accionista (30% de la compañía), y la junta. En pocas palabras, Daren había colocado a una persona de confianza como su sucesor, y ambos abogaban por una estrategia agresiva de alto crecimiento de la compañía. La junta, no sólo ha reemplazado a dicho sucesor, sino que ha levantado la liebre de que, de seguir con este ritmo de crecimiento, iban a necesitar más capital. Es una situación en la que, si gana Daren, van a tener que hacer una dilución a un precio bajísimo para traer liquidez; y si gana la junta, existe la posibilidad de que Daren venda su participación tan pronto como legalmente le es posible (1/1/2025). NowVertical es una empresa muy buena, pero no creo que sea una buena inversión ahora —sí, no todas las buenas empresas tienen por qué ser siempre buenas inversiones—. Siguiendo los lemas que antes mencionaba, y habiendo otras alternativas atractivas de inversión, prefiero no esperar a ver cómo se resuelve, vender, asumir las pérdidas, y poner nuestro dinero a trabajar en otra compañía.
- Pluribus. Otro holding que cotiza por mucho menos de lo que valen sus subsidiarias, pero que el management ha descuidado su posición financiera. Tras meses advirtiendo al management del riesgo de no cumplir con los covenants de nuestra deuda, finalmente la compañía ha incumplido. Tras esto, han pasado meses negociando extensiones en el pago para poder realizar una reestructuración de la compañía, pero aún no han llegado a un acuerdo con el bonista. En este caso, mi error fue dar demasiado crédito al management, y no haber vendido antes —influenciado por su atractiva valoración—. Ésta es otra decisión más que ejemplifica cómo preferimos no complicarnos, salir de la compañía, asumir pérdidas, y no tener que esperar a que se resuelva la situación.
- La salida temporal de Teqnion. Sabíamos que las dos subsidiarias con exposición al sector inmobiliario sueco estaban pasando por el valle del ciclo, pero en la última conferencia, la compañía ha reconocido que hay más subsidiarias con problemas transitorios de demanda (retraso de contratos) o incluso clientes que han tenido que cerrar su negocio. En este sentido, han advertido de que este año será “flojo” para la compañía, hasta que la situación se normalice. Por otro lado, aunque menos grave, no me gustó la venta de acciones que hizo el CEO al CXO. Por supuesto que me gusta ver que el CXO aumenta su posición en la compañía, pero me hubiera gustado que lo hubiera hecho en el mercado abierto, y no ver al CEO reducir su posición. Estoy convencido de que volveremos a entrar en Teqnion, pero ahora mismo, y de manera análoga a las decisiones adoptadas con otras compañías, veo más oportunidades inmediatas en otras empresas.
- La salida de Visa de nuestra cartera de Empresas de Calidad, para reducir, intencionadamente, el porcentaje que tiene esta categoría en la cartera, en favor de la categoría Otros Negocios, que posee mucho más “momentum” ahora.



La cartera completa está disponible en la página 20 y su distribución sería la siguiente:



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



Tesis de inversión: Atlas Engineered Products (AEP.V)

Este trimestre os traigo la tesis de inversión de la que es ahora mismo la segunda temática de inversión de Castañar: la construcción de vivienda. Tanto Estados Unidos, como Canadá, como Reino Unido están pasando por una crisis inmobiliaria, debida no sólo a los altos tipos de interés, sino a un déficit de vivienda que hace que ésta sea inasequible. En esta carta voy a analizar Atlas Engineered Products, una empresa canadiense que se va a beneficiar enormemente en la recuperación de la construcción de viviendas, debido a la automatización de la fabricación.

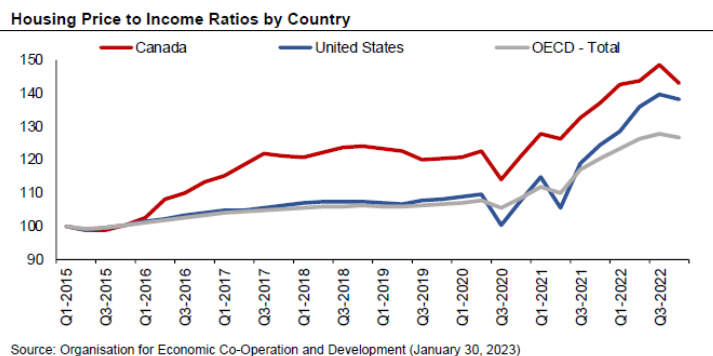
Canadá se encuentra ahora mismo sumida en una grandísima crisis de vivienda: sencillamente no hay viviendas suficientes. ¿El motivo? El país ha vivido una gran oleada de inmigración promovida por una política aperturista del gobierno, intentando suplir las jubilaciones y el envejecimiento poblacional con extranjeros. Los niveles de inmigración han sido tales, que no se registraban crecimientos tan grandes desde la época posterior a la Segunda Guerra Mundial. Un dato: un país de 39 millones de habitantes tuvo una inmigración el año pasado de +1,3 millones de personas.

El problema radica en que tienes que incrementar, en la misma proporción, la oferta de servicios necesarios para que esas personas puedan vivir dignamente (hospitales, colegios, vivienda...). Y no ha sido así el caso. Podemos ver cómo el déficit de vivienda se ha disparado a niveles récord históricos, jamás ha habido tan poca vivienda para la población que tiene el país.

Canada: Housing supply deficit hits new record
Ratio of growth in working-age population to housing starts (quarterly data)



El resultado es que el coste de la vivienda se ha disparado haciéndola totalmente inasequible. Seguramente conoceréis por los medios el problema inmobiliario de Estados Unidos —donde el precio de la vivienda se ha incrementado notablemente—, bien pues el de Canadá es incluso mayor:



La crisis de vivienda ha llegado a tal magnitud que dos agencias nacionales estiman que va a ser necesario Durante los próximos 7 años triplicar el número de casas construidas cada año para poder asegurar una vivienda asequible para el año 2030.



The National Housing Accord: A Multi-Sector Approach to Ending Canada's Rental Housing Crisis 4

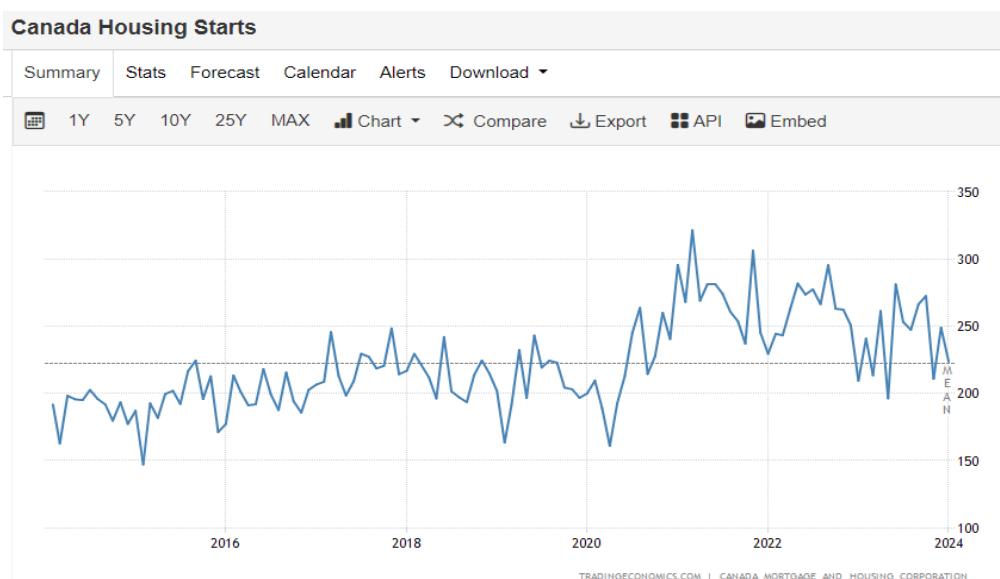
Summary

Canada needs an Industrial Strategy to end its housing crisis. To address the rental housing shortage, a cross-sector gathering of private and non-profit sector experts collaborated to chart a way forward.

Rents have been increasing rapidly in many parts of the country, primarily caused by a lack of accessible, climate-friendly, affordable and market-rate purpose-built rental units to house a growing population. Increasing rents inflict the most significant harm on the lowest-income Canadians, including seniors, people on fixed incomes, single-parent led households, students, newcomers to Canada and Indigenous peoples. Rising rents are also contributing to a wave of new homelessness - the number of people losing their housing from unaffordability nationally is on the same scale as people losing their housing from Canada's largest natural disasters. Further, our housing crisis threatens economic growth, pricing workers out of the communities where their skills are needed most.

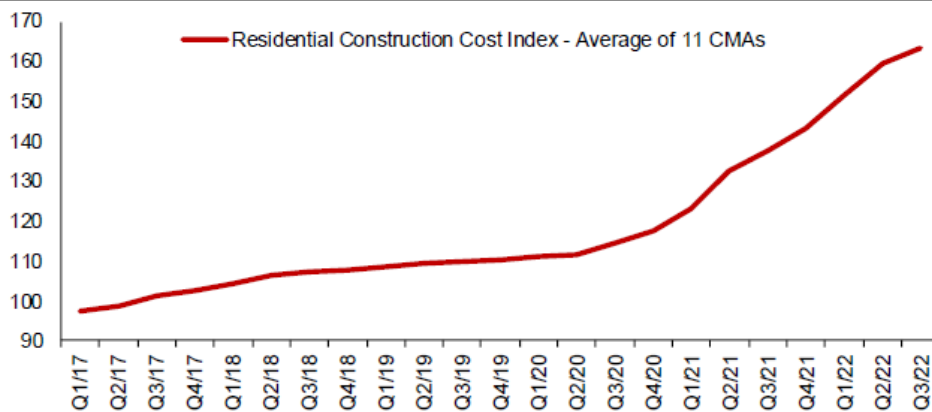
Restoring affordability will require tripling home building over the next seven years. For this to happen, the federal government must work with all orders of government, along with builders, developers and the higher education sector and address the bottlenecks preventing purpose-built rental housing from being built.

Lamentablemente, no se está haciendo. Necesitaríamos de media construir un millón de viviendas al año, y a duras penas se están construyendo la cuarta parte.



¿Cuál es el motivo? El coste de construcción de vivienda residencial está disparado. Principalmente debido a los tipos de interés, que han dificultado tanto la financiación de la construcción, como la financiación de las hipotecas. Por otro lado, como ya he mencionado, el país está pasando por un problema demográfico de envejecimiento poblacional, en el que las jubilaciones no están siendo compensadas con nuevos trabajadores. No hay relevo generacional, y mucho menos en industrias poco atractivas como la construcción.

Residential Construction Cost Index – Average of 11 CMAs



Source: Statistics Canada; Cormark Securities Inc.

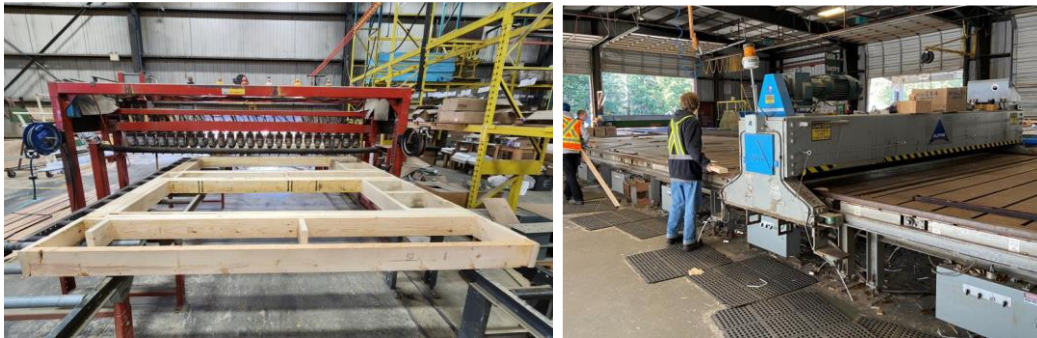
Y es que, la construcción de vivienda en Canadá sigue siendo un proceso muy manual. Lo primero que nos sorprenderá es la utilización masiva de la madera como material de fabricación. Desde nuestras gafas de europeos, esto puede sorprendernos, pero tanto en Estados Unidos como en Canadá es un material muy común de construcción, incluso de viviendas de hasta 6 pisos. Pero el problema no está ahí, el problema es que el proceso de construcción sigue siendo bastante manual. Las empresas transportan los listones y paneles de madera hasta el sitio de la construcción, y una vez allí son ensamblados por los carpinteros y contratistas, construyendo las estructuras que componen las viviendas: los tejados, los suelos, las paredes...



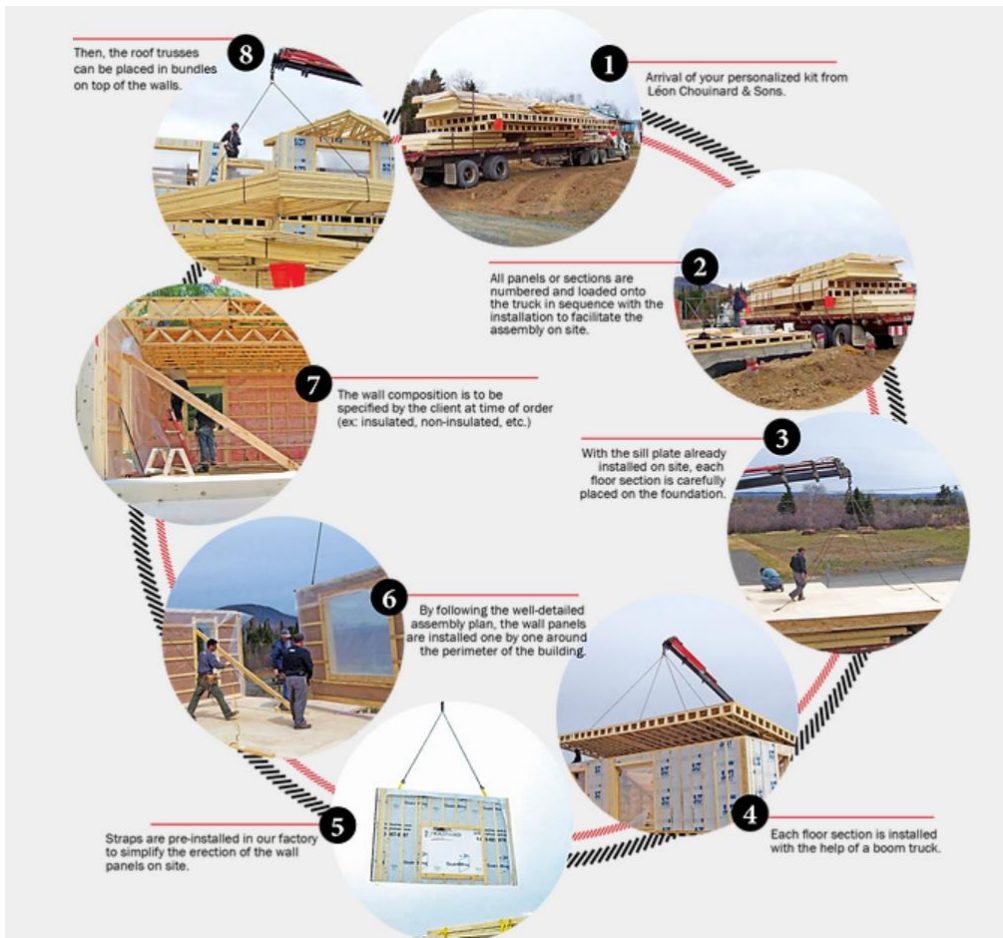
Proceso muy manual



Atlas Engineered Products es una empresa que se dedica a la fabricación de estos componentes estructurales. Además, tiene un departamento de diseño en ingeniería en el que ayuda a estos contratistas a la generación de los planos y el cálculo estructural. Tened en cuenta que típicamente estos contratistas son empresas muy muy pequeñas, normalmente familiares, que carecen de los recursos necesarios. Simplemente por esto, Atlas ya estaría bien posicionada ante esta ola creciente de construcción de vivienda que se empieza a producir. Sin embargo, la gran ventaja competitiva de Atlas es la increíble automatización y robotización que ha hecho en sus fábricas. Atlas, en vez de proveer de listones y tablonos de madera a los contratistas, ensambla en sus fábricas estas estructuras, y las vende y transporta directamente pre-ensambladas.



De esta manera, Atlas carga en sus camiones directamente las estructuras ya ensambladas, que son transportadas al sitio de construcción, donde simplemente tienen que colocarse e instalarse:

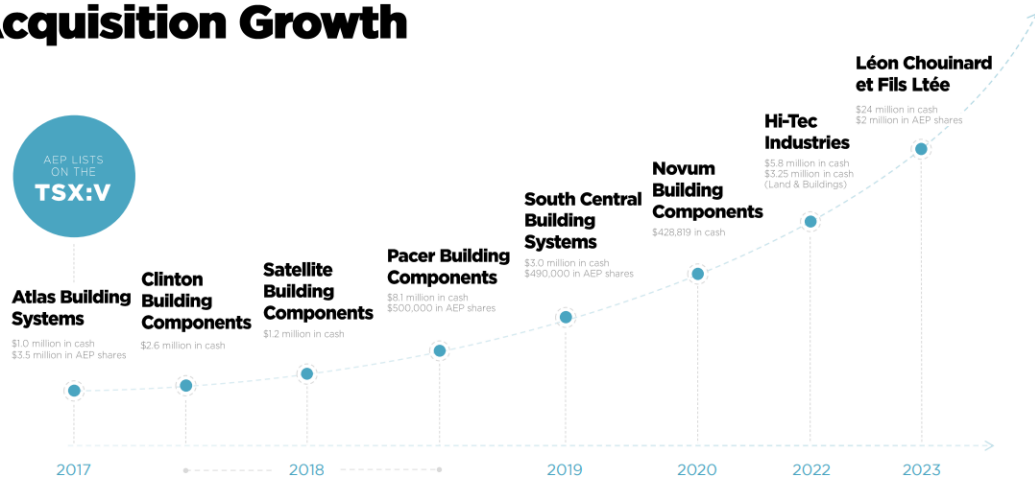


¿Cuál es la ventaja de esto? Primeramente, la construcción se realiza hasta 5 veces más rápido. Los constructores ven cómo sus tiempos de cobro se reducen significativamente, al poder construir viviendas que antes se tardaban entre 2 y 3 meses, en apenas unas semanas. Por otro lado, los costes de carpintería y trabajadores se reducen entre un 20%-25%, contrarrestando la creciente falta de trabajadores en este sector.

Los pre-ensamblados no es una industria novedosa en Canadá. El 95% de los tejados ya se fabrican con estructuras preensambladas. Sin embargo, ese porcentaje es se ve altamente reducido en los suelos (donde sólo es del 40%) y en las paredes (donde apenas alcanza un 1% de penetración de mercado). Y es justamente en este último segmento, en el de las paredes, en el que el coste es mucho mayor.

¿Cuál es la historia de Atlas? Atlas fue fundada en 1999 y salió a bolsa en el 2017. Desde entonces no ha parado de crecer y ha realizado 8 adquisiciones. Atlas, además de tener unas importantes ventajas competitivas, también es una Compounder, habiendo realizado compras disciplinadas entre tan sólo 3-5 veces EBITDA durante estos últimos años. Ellos estiman que en Canadá hay más de 200 compañías en esta industria y el 50% de ellas tienen entre \$3-5M en ventas, justo el tamaño ideal que Atlas busca. Por lo que, a priori, el crecimiento no tiene techo.

Acquisition Growth



Pero la historia no termina ahí, Atlas realiza una integración excepcional. En cuanto compra una nueva fábrica, lleva a ella toda esta automatización y robotización, incrementando sus márgenes rápidamente:

	Sales (avg)			EBITDA (avg)		
	Before Acquisition	2020	2021	Before Acquisition	2020	2021
Acquisition 1	\$1.8M	\$3.1M	\$5.6M	9%	27%	38%
Acquisition 2	\$15M	\$11M	\$18M	7%	17%	31%

Fruto de estas adquisiciones, Atlas ha conseguido expandirse a nivel nacional siendo la única compañía con presencia en más de 2 provincias. Tenemos que pensar que cada una de las fábricas de Atlas, consigue tener un “cuasi-monopolio” en su radio de acción.

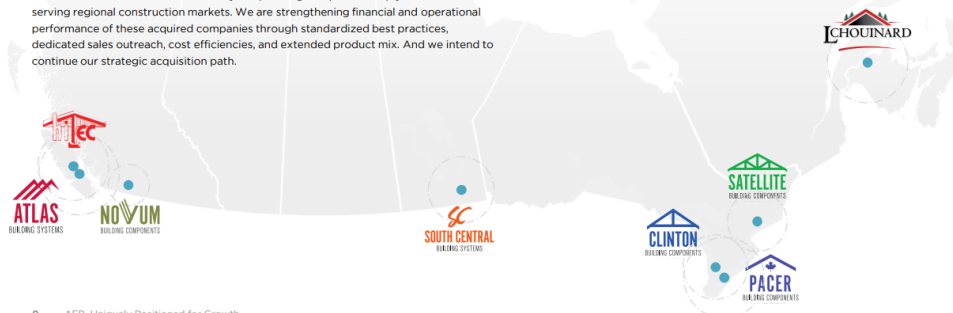


AEP Family of Companies

A Growing National Footprint

Since our inception as AEP in November 2017, we have grown to eight companies.

Our vision is to create a national family of operating companies deeply entrenched in serving regional construction markets. We are strengthening financial and operational performance of these acquired companies through standardized best practices, dedicated sales outreach, cost efficiencies, and extended product mix. And we intend to continue our strategic acquisition path.



9 AEP Uniquely Positioned for Growth

Si analizamos el Management, nos encontramos con un CEO, que además es el fundador de la empresa, con más de 30 años de experiencia en la industria. Además, el COO y CFO tienen también +10 años de experiencia. Pero es que, además, Atlas tiene algo que siempre buscamos en las compañías: skin in the game (que el equipo directivo sea propietario de un gran porcentaje de las acciones de la empresa). Y esto es justamente el caso de Atlas, donde el 18% de las acciones está en manos del equipo directivo.

Management & Board Share Ownership	Shares (M)	% of Basic SO
Hadi Abassi - CEO/President, Founder	6.3	11%
Paul Andreola - Director	1.6	3%
Gurmit Dhaliwal - COO	1.6	3%
Greg Smith - Director	0.5	1%
Don Hubbard - Director	0.3	0%
Kevin Smith - Director	0.2	0%
Melissa MacRae - CFO	0.1	0%
Management & Board	10.5	18%

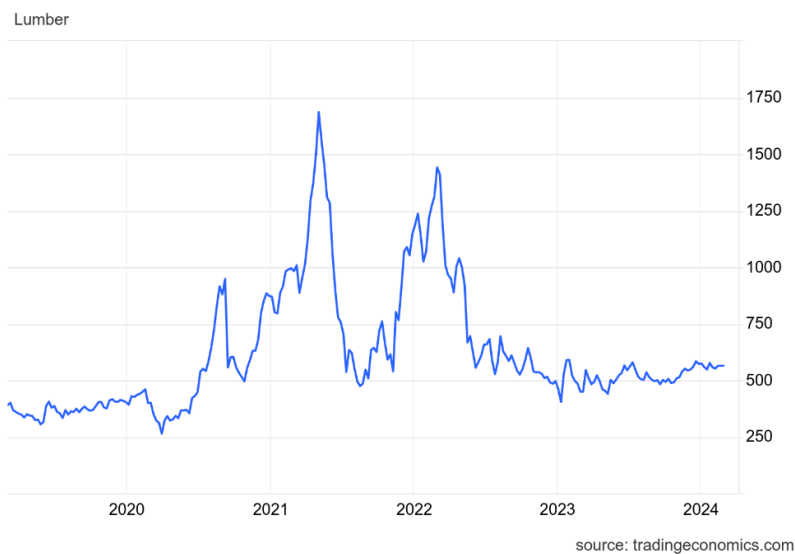
Source: Company Reports, Beacon Securities

Durante todos estos años, Atlas ha ido creciendo y estableciendo importantes relaciones tanto con sus clientes, como con los propietarios de estas pequeñas empresas contratistas, cuyos propietarios muy pronto se jubilarán. Para estas pequeñas empresas familiares, Atlas es la salida perfecta, pudiendo vender su negocio cuando la siguiente generación familiar normalmente no quiere hacerse cargo del negocio y trabajar en la industria de la construcción.

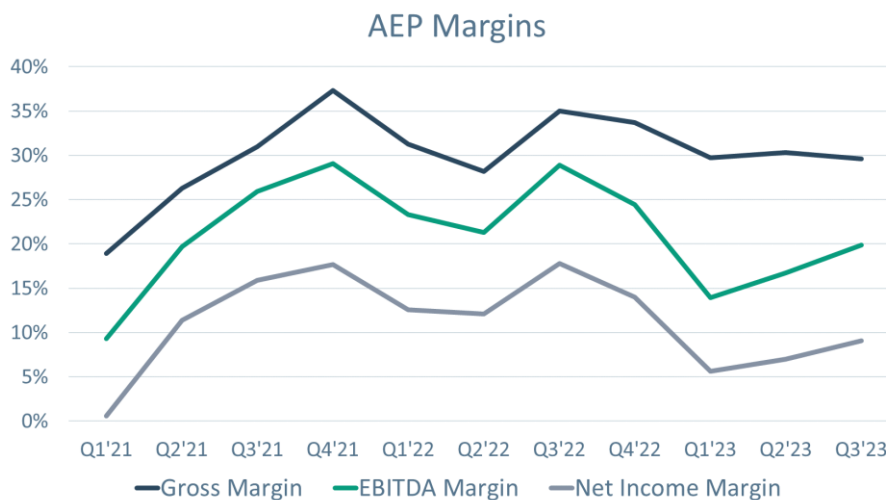
Fruto de este crecimiento, Atlas ha podido ser mucho más eficiente y escalar enormemente. Ahora mismo tiene un muy eficiente control de inventarios, consiguiendo rotar hasta 11 veces al año los mismos. Por otro lado, dado su tamaño, han centralizado las compras de madera, evitando a los intermediarios y obteniendo un precio mucho más competitivo.

El primer miedo que me surgió al analizar esta empresa es su dependencia del precio de la madera, que es muy volátil y en los últimos años ha sufrido altísimos vaivenes.





Sin embargo, Atlas consigue trasladar los incrementos de coste a sus clientes, quienes son totalmente conscientes de que el precio final va a depender de esta materia prima. Por cierto, Atlas también reduce el precio de venta cuando el precio de la madera cae. Como resultado, los márgenes de Atlas se mantienen bastante estables a pesar de estos vaivenes en el precio de la madera:



Por último, Atlas nos aporta este punto de crecimiento que nos gusta ver en las pequeñas empresas. Ya sea a 3, como a 5, o 7 años, Atlas ha tenido un crecimiento en ventas de doble dígito y, lo que es más importante, sus márgenes netos han crecido mucho más, a niveles del 30%. Todo esto hace que su PEG sea de tan sólo 0.4x.

(Trailing)	3y CAGR	5y CAGR	7y CAGR
Revenue	12%	30%	37%
Gross Profit	29%	38%	46%
Op. Income	8%	15%	51%
EBITDA	60%	71%	36%
Net Income	174%	30%	44%



El Management estima que puede crecer hasta \$250M en ventas simplemente con las adquisiciones que tiene a la vista. Además, cree que puede llegar a una capitalización de mercado de \$500M en los próximos 5 años. Aunque cercenáramos estas estimaciones por la mitad, obtendríamos un negocio excelente, con altísimas ventajas competitivas, cotizando a un precio muy atractivo.

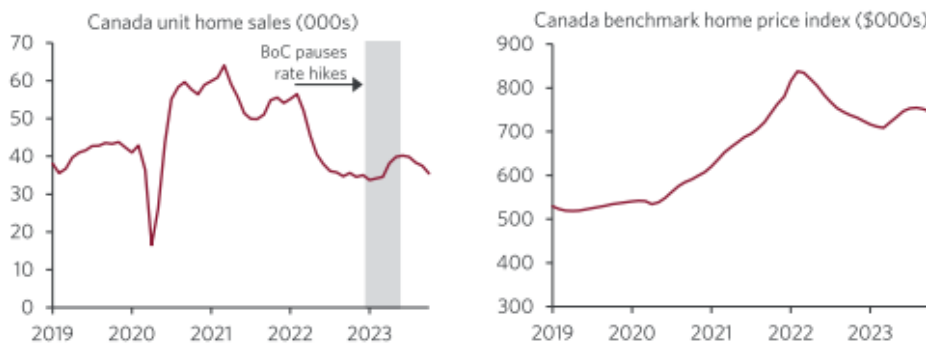
Como decía al principio, Atlas está perfectamente posicionada para aprovecharse de este nuevo ciclo. Son numerosos los catalizadores que tiene. Por un lado, la eventual bajada de los tipos de interés terminará con estas dificultades de financiación (no olvidemos que Trudeau se juega la reelección el año que viene). Ya vimos cómo simplemente con la estabilización de los tipos de intereses hubo una pequeña subida en la venta de casas y originación de hipotecas:

Chart 8: Mortgages outstanding growth close to stalling (l), originations bounced back temporarily (r)



Source: Statistics Canada.

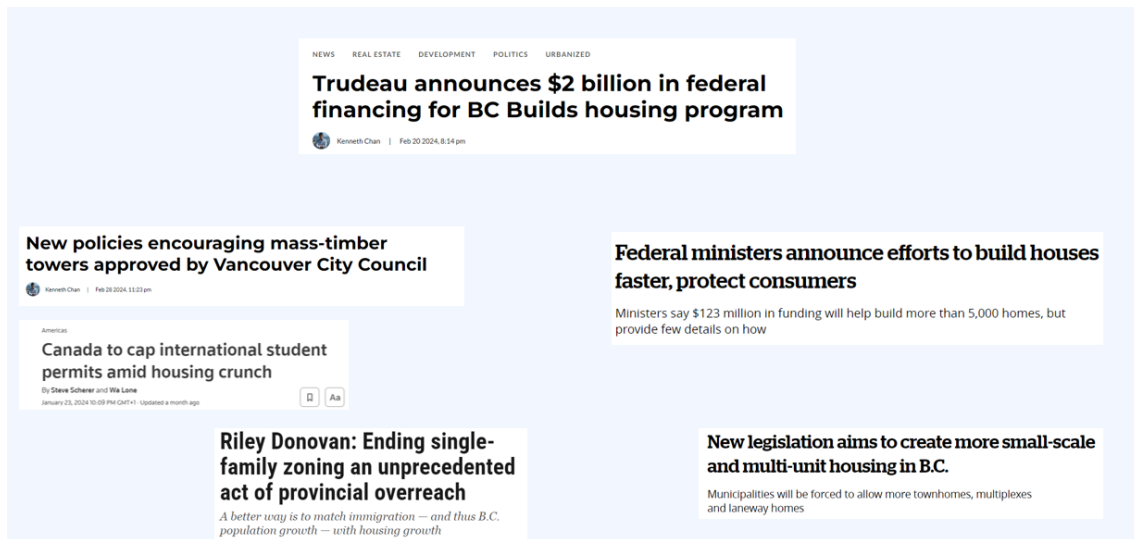
Chart 3: Sales quickly accelerated after BoC's pause from rate hikes in early 2023 (l), supporting a turnaround in home prices (r)



Source: CREA, CIBC.

El gobierno está tomando medidas excepcionales, tanto de subvenciones, como de cambio de la legislación para permitir construir donde antes no se permitía:





Canadá está en un punto en el que el déficit de vivienda es tan alto, que la automatización ha pasado de ser algo bienvenido, a convertirse en algo necesario. Sencillamente, se necesitan construir más casas y más rápido. Y para ello la única solución es incrementar la tecnología, la automatización. Y Atlas es la empresa que mejor está posicionada para ello.

En resumen, Atlas tiene un futuro prometedor por delante y cumple con todos los requisitos que le pedimos a nuestras compañías en Castañar: ciclo a su favor, la regulación a su favor, numerosos catalizadores, entrando en nuevos segmentos (paredes), con potenciales adquisiciones, dirigida por un Management de más de 20 años de experiencia, con skin in the game, que está creciendo ventas al 40% y expandiendo sus márgenes. Estoy convencido de que nos esperan muchas alegrías durante muchos años.



Nuestra cartera a 31/03/2024

El fondo tenía un 2.35% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 36 empresas²:

Company	Weight	Industry	Type	Country	Size
TAMARACK VALLEY	7.55%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
VALEURA	5.38%	O&G	Cyclical	Thailand	Small-Cap
BIOREM	5.11%	Industrial	Compounder	Canada	Micro-Cap
VERMILION	4.62%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
ATLAS ENGIN.	4.17%	Construction	Compounder	Canada	Micro-Cap
THERMAL ENERGY INT.	4.03%	Industrial	Compounder	Canada	Micro-Cap
VISTRY	3.85%	Construction	Other Bets	UK	Mid-Cap
PROPEL	3.77%	Financial	Other Bets	USA	Small-Cap
WHITEHAVEN	3.67%	Raw Mat.	Cyclical	Australia	Mid-Cap
MOTORPOINT	3.67%	Consumer	Other Bets	UK	Micro-Cap
ADF GROUP	3.59%	Industrial	Other Bets	Canada	Micro-Cap
CRESCENT POINT	3.50%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
INT. PETROLEUM	3.16%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
MEG ENERGY	2.99%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
GOODWIN	2.91%	Industrial	Compounder	UK	Small-Cap
PETROBRAS	2.77%	O&G	Cyclical	Brazil	Large-Cap
BUILDERS FIRSTSOURCE	2.58%	Construction	Compounder	USA	Large-Cap
ATHABASCA OIL	2.39%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
AIRBUS	2.28%	AS&D	Quality	France	Large-Cap
DISNEY	2.27%	Consumer	Quality	USA	Large-Cap
SOLITRON DEVICES	2.24%	AS&D	Other Bets	USA	Micro-Cap
WESTAIM CORP	2.20%	Financial	Other Bets	Canada	Small-Cap
SANDRIDGE	2.17%	O&G	Cyclical	USA	Small-Cap
BRASKEM	1.96%	Industrial	Other Bets	Brazil	Large-Cap
SOFI	1.81%	Financial	Other Bets	USA	Mid-Cap
ASML	1.80%	Industrial	Quality	Netherlands	Mega-Cap
BAYTEX ENERGY	1.79%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
SDI GROUP	1.60%	Tech	Compounder	UK	Micro-Cap
GOOGLE	1.41%	Tech	Quality	USA	Mega-Cap
KITS EYECARE	1.16%	Consumer	Other Bets	Canada	Micro-Cap
AERSALE CORP	1.11%	AS&D	Other Bets	USA	Small-Cap
ECOPETROL	1.10%	O&G	Cyclical	Colombia	Large-Cap
ALPHAMIN	1.05%	Raw Mat.	Cyclical	DRC	Small-Cap
DISTRICT METALS	0.91%	Raw Mat.	Other Bets	Sweden	Micro-Cap
AURORA SOLAR	0.69%	Industrial	Other Bets	Canada	Micro-Cap
ENTERPRISE GROUP	0.39%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
36	97.65%				

² 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.

