

(*Sólo cuando baja la marea, descubres quién estaba bañándose desnudo.)

Contenido

Situación del mercado.....	2
El Ciclo de liquidez y la estructura de la cartera	4
Movimientos en la cartera	12
Nuestra cartera a 30/06/2024	13

Estimados partícipes:

Quisiera empezar esta carta dando la bienvenida a los numerosos partícipes que se han unido a la familia de Castañar en los últimos meses. Muchas gracias por su confianza. Durante este segundo trimestre, el fondo ha obtenido una rentabilidad del 2.4%, lo que se traduce en un 9.7% de revalorización en lo que llevamos de año. Desde inicio, Castañar IF ha obtenido una rentabilidad acumulada del 7.6%, o un 4.2% anualizado.

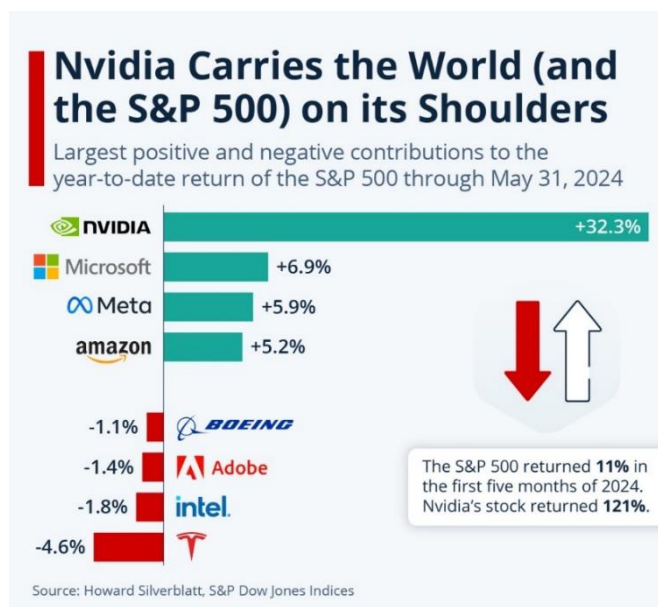
Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2024	7.2%	2.4%			9.7%	7.6%
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



Situación del mercado

Seguimos, otro año más, con el mercado dominado por el frenesí de Nvidia y las 7 magníficas. Del 11% de retorno que llevaba el S&P500 en los 5 primeros meses del año, la mitad —¡el 50%!— se lo debe a cuatro empresas (Nvidia, Microsoft, Meta y Amazon):

Los inversores, faltos de ideas ante las altas valoraciones, vuelven a refugiarse en la seguridad de las gigantes tecnológicas, retroalimentando este círculo vicioso. Por otro lado, los más pequeños inversores se lanzan de nuevo a la locura de los meme-stocks encabezados por GameStop. Uno puede entrever que la política de “altos tipos de interés durante mucho tiempo” está pasando factura, en un mercado que llevaba 20 años acostumbrado a los bajos tipos y que, generacionalmente, no se había enfrentado a una inversión con altos tipos de interés de trasfondo.



¡Qué fácil sería para mí comprar las 7 magníficas, echarme a dormir y cobrarles a Vds. las comisiones! (de hecho, es algo que hacen muchos fondos de “gestión activa”). E incluso algún partícipe podría, con toda la razón, recriminarme por no hacerlo. Sin embargo, los partícipes —que ya me van conociendo— saben que no es mi estilo. No sólo estaría traicionando mi ética, sino que, como uno de los principales accionistas del fondo, no es el tipo de inversión que quiero para mis ahorros.

Leía hace unos meses [un artículo](#) fantástico que básicamente decía que, en el panorama actual, tener un fondo sin invertir en Nvidia es el equivalente a ponerse corto de Nvidia. El artículo detallaba en profundidad la angustia del gestor y la presión a la que se ve sometido por decidir no invertir en dicha empresa, y ver cómo todos los índices pasivos le adelantan. Afortunadamente para nosotros, nuestro estilo de inversión está dando sus frutos.

Por lo que, por mi lado, pueden estar seguros de que voy a continuar fiel a mi filosofía de inversión, invirtiendo ajeno al ruido del mercado y los medios. Nuestro horizonte temporal es de muy largo plazo, y eso nos da una ventaja gigantesca sobre el resto de los inversores.

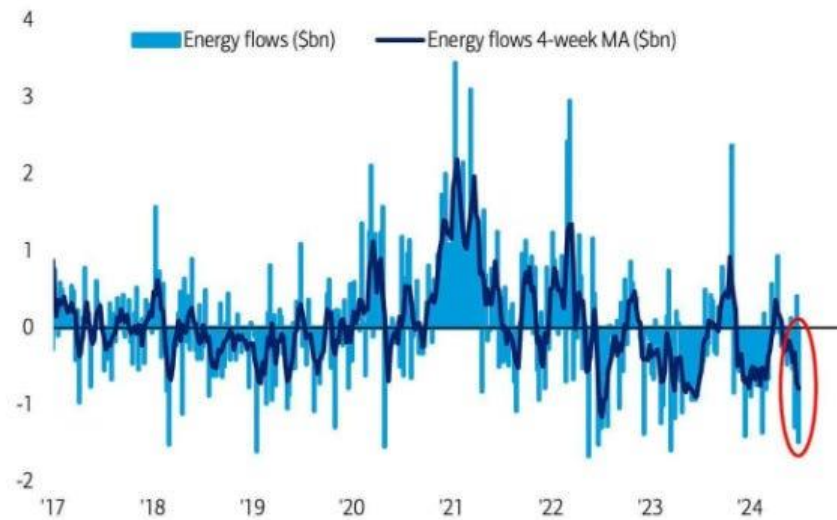
Este trimestre hemos empezado a tener algunos catalizadores para nuestras tesis de inversión, como por ejemplo las primeras bajadas de tipos por parte del Banco de Canadá y el Banco Central Europeo. Tal y como [escribía en Twitter](#) —y desarrollo en el siguiente apartado—, durante los últimos meses hemos estado preparando la cartera para estas bajadas, que favorecerán tremendamente a más del 70% de nuestra cartera; comenzando por las empresas de construcción e ingeniería, las empresas financieras, y terminando por las empresas petroleras.



Este último segmento, por cierto, sigue con un pesimismo exacerbado (a pesar de los buenos fundamentales), con el mercado financiero teniendo una exposición mínima récord al sector (ver abajo). Simplemente, ¡nadie quiere invertir en él!

Chart 9: Largest outflow from energy funds since Mar'23

Energy fund flows: weekly vs 4-week MA (\$ bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

Sin embargo, el comienzo de la temporada de verano ya está aquí, y volverá, como cada año, a incrementar la demanda, tensionando más los mercados y demostrando que los fundamentales son sólidos. En este sentido, seguimos, y –tristemente–continuaremos durante mucho tiempo, remando contracorriente.



Jorge ARJONA

@jorge_moj

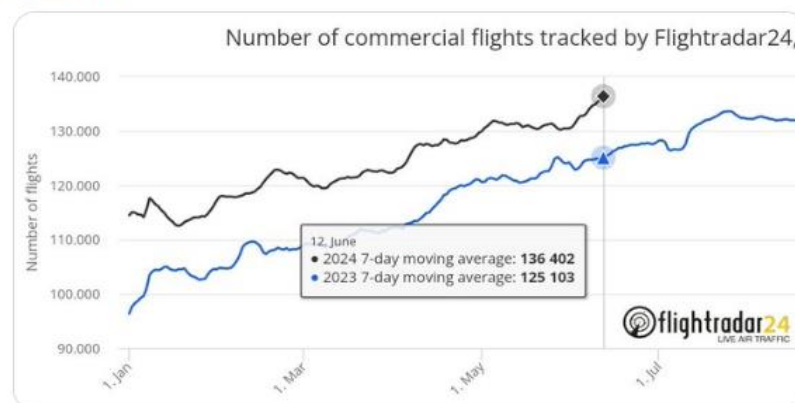


Global Commercial Flights ✈️

Another day with 7 day average at All Time High 📈

11.3k flights higher than 1 year ago

[Traducir post](#)



El Ciclo de liquidez y la estructura de la cartera

A estas alturas ya se habrá dado cuenta de que Castañar no es un fondo de inversión más. Hacemos las cosas de una manera diferente y eso tiene su reflejo en nuestra cartera (única en el panorama español). A diferencia de la mayoría de fondos, cuyas carteras son una acumulación de empresas con mayor o menor potencial de valorización, la cartera de Castañar está muy pensada de acuerdo al ciclo, siguiendo una estructura y una intencionalidad muy concreta. En esta carta me gustaría explicar cómo y de dónde surge esta organización de la cartera.

Durante el [máster de Value Investing de OMMA](#) descubrí una manera diferente de entender la economía, la inversión y, en definitiva, los negocios. Entre muchas cosas, aprendí que:

- la economía es el resultado de las interacciones de muchas personas (consumidores, empresarios...), no de entes o empresas,
- el comercio no es un juego de suma cero, y sólo se da si ambas partes ganan con la transacción,
- la liquidez es la principal causa de los ciclos económicos,
- y que los tipos de interés son “el precio del tiempo”.

Y son justamente estos dos últimos puntos, los que actualmente más influencia están teniendo en nuestra cartera.

¿Por qué tenemos tanta exposición al petróleo, la construcción y las materias primas? ¿Por qué tenemos poca exposición a tecnología?

Seguramente sabrá que la economía tiene ciclos: a veces sufre periodos de recesión y a veces periodos de bonanza. Esos ciclos son inherentes a la economía y, por ende, a la naturaleza humana. Por mucho que —algunos— pretendan anularlos con la impresión masiva de dinero por parte de los bancos centrales, es simplemente imposible. De hecho, estamos sufriendo el resultado de tener una política expansiva de tipos cero durante más de 20 años consecutivos: una inflación galopante que ha llegado hasta el doble dígito. Todo tiene consecuencias, y no se puede intervenir el mercado sin esperarlas. Pero, entonces, ¿qué causan los ciclos?

En esta [charla de J. R. Rallo](#) —¡es bastante densa, aviso! —, nos explica cómo los ciclos económicos son el fruto de un desajuste entre los horizontes temporales que tienen los ahorradores —que prestan el dinero— y los inversores —que necesitan el dinero—. Es decir, la liquidez que haya en el sistema determinará los ciclos de la economía.

Por lo tanto, debemos analizar el estado de la liquidez, para entender el ciclo económico en el que operamos. Para ello, existen muchos recursos, pero me gustaría destacar dos fuentes de información para nuestros partícipes: [Michael Howell de CrossBorder Capital](#) (autor de [Capital Wars: The Rise of Global Liquidity](#)), y [Scott Grannis de Calafia Beach Pundit](#).

Como vemos en la gráfica de abajo, **la liquidez mueve los mercados**:



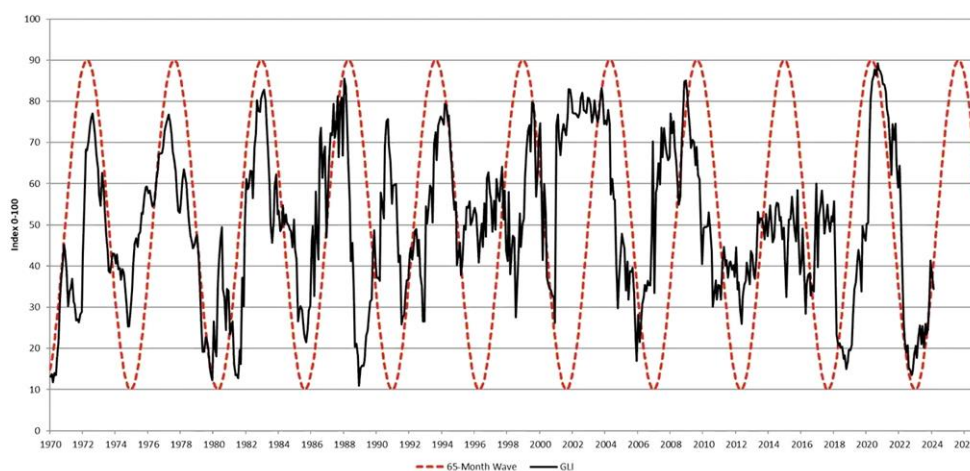


Por este motivo es tan importante vigilar la macroeconomía. Muchos inversores la denostan, sin embargo, yo siempre pongo el símil de que **la macroeconomía es el mar por el que navegan nuestras empresas**. Debemos conocer el estado del mar, el nivel del mar, las corrientes, las mareas... No es casualidad que en OMMA la asignatura de Macroeconomía (impartida por el genial [J. I. del Castillo](#)) sea la más larga del máster, ya que se intenta que integre todas las partes del programa.

¿Dónde estamos en el ciclo de liquidez?

Ésta es la pregunta clave. Los ciclos de liquidez van a determinar los ciclos económicos, por lo que lo lógico será analizar los primeros, para determinar dónde estamos y hacia dónde vamos en el ciclo. CrossBorder Capital concluye que la liquidez oscila en ciclos de 5-6 años y ahora estaríamos en una fase ascendente.

Global Liquidity Index (GLI™) Long-Term 5-6 Year Cycles

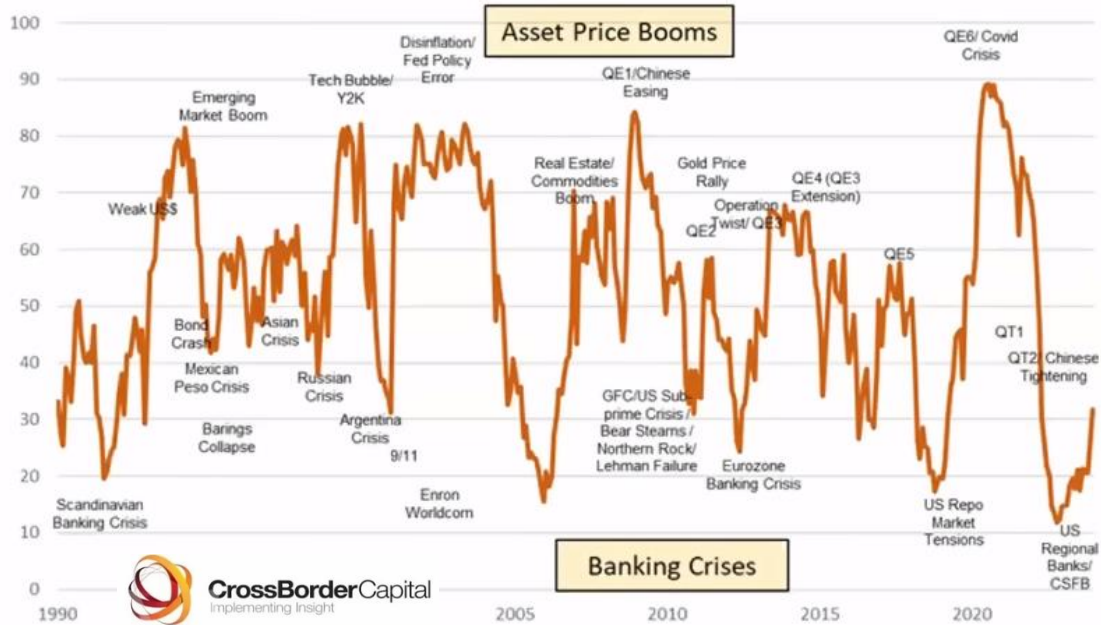


Source
CrossBorder Capital, US Federal Reserve, People's Bank of China, ECB, Bank of Japan, IMF



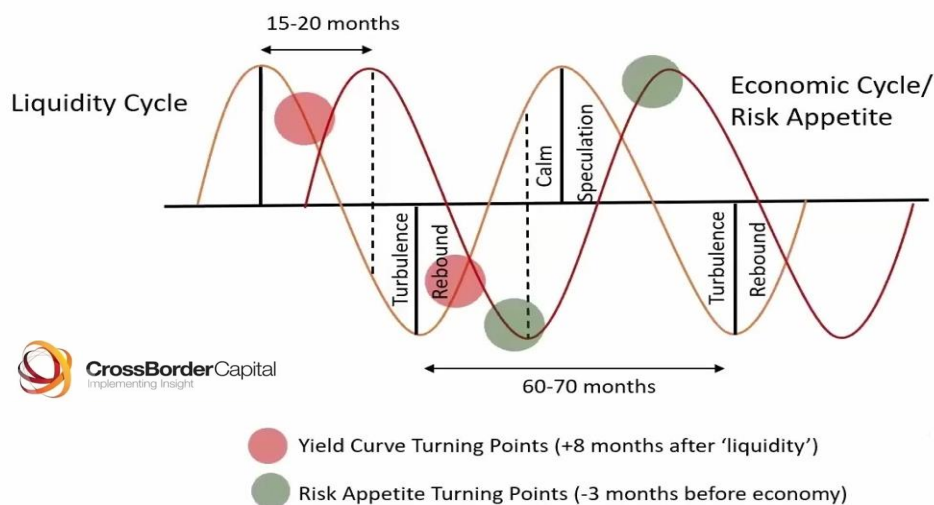
Y si analizamos los últimos 30 años de historia, vemos cómo, efectivamente, las burbujas, crisis y recesiones recientes se han correspondido con eventos de inyección o retirada de liquidez.

Global Liquidity Index (GLI™), 1990-2024



Pero esta reacción no es inmediata, normalmente los picos y valles en los ciclos económicos se producen aproximadamente un año y medio después que los ciclos de liquidez (ver abajo). ¿El motivo? El dinero tiene que fluir desde los bancos centrales, a los bancos comerciales, las empresas y finalmente llegar a los empleados (consumidores). Nuevamente vemos cómo la liquidez mueve todo. ¿Y qué ocurre con la bolsa? La bolsa anticipa siempre lo que va a ocurrir en la economía y lo suele hacer con unos 3 meses de antelación, por lo que su ciclo (que no está dibujado abajo) estaría entremedias de los dos anteriores.

The Global Liquidity Cycle



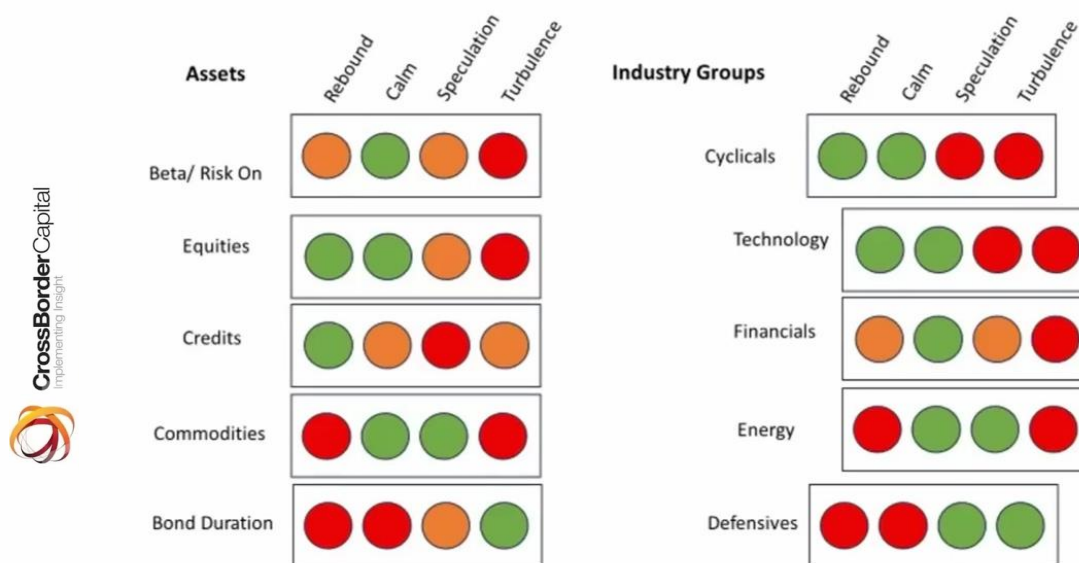
Michael Howell define cuatro fases en este ciclo de liquidez (no en el económico): turbulencia, rebote, calma y especulación. Cada una de estas fases tiene unas características tanto económicas como de liquidez, tipos de interés... Para no alargarme mucho, los inversores que estén interesados, les recomiendo estas tres entrevistas suyas:

- [Fed's Stealth Liquidity Is Fueling A Stock Market Rally](#)
- [Liquidity Is Still In Charge, But It's Going To Be A Bumpier Ride From Here](#)
- [Monetary Inflation Is Now The Driver, Commodities Lifting Off, Global Liquidity](#)

Tras esta “breve” explicación, podemos responder finalmente a la pregunta clave, ¿en qué punto del ciclo de liquidez estamos? Actualmente, estaríamos saliendo de la fase de rebote y entrando en la fase de calma. El suelo lo habría marcado la crisis de los bonos gubernamentales (“Gilt”) de Reino Unido que ocurrió a finales de septiembre de 2022. Los bancos centrales (comenzando por el Banco de Inglaterra) lanzaron una [inyección masiva de liquidez](#) con la que comenzó la fase de rebote.

¿Qué activos son los mejores para la fase del ciclo en la que estamos?

Pues sin lugar a dudas, los mejores activos para el momento actual en el que estamos son las commodities (oro, materias primas,...), energía (petróleo, uranio,...) y, en menor medida, el financiero:



Source: CrossBorder Capital.

Como podemos ver abajo, esta vez por cortesía de Marathon, nos encontramos justo en ese momento en el que se da el cambio de ciclo:

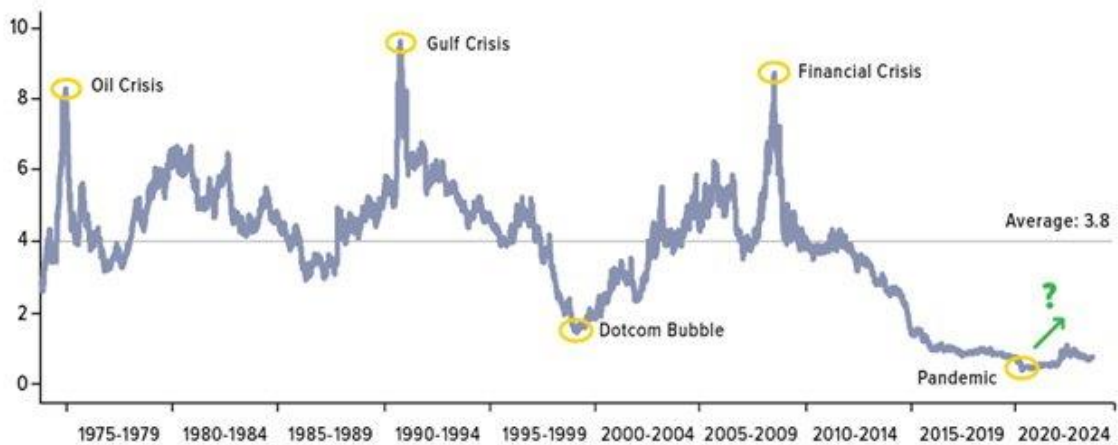




Según ambas casas de análisis, no ha habido mejor momento en los últimos 20 años para invertir en commodities que ahora. Y esta afirmación se ve respaldada por los datos, el sector de las commodities está cotizando al mayor descuento que se registra. No es casualidad entonces que las empresas que encontramos más baratas en el mercado pertenezcan a esta categoría. Todo tenía su causa y justificación:

Commodity Prices Relative to Equities

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



Source: Bloomberg, U.S. Global Investors



¿Cómo nos posicionamos en Castañar para afrontar este ciclo?

Si en la última carta del año pasado explicaba la composición de la cartera de Castañar por tipo de empresa (Calidad, Cíclicas...), me gustaría hacer un análisis ahora de la cartera por sectores. Mi objetivo es que comprendan que nuestras empresas no están elegidas al azar, sino que cada una tiene un objetivo concreto en la cartera, tanto por tipo, como por sector.

Actualmente, tenemos los siguientes objetivos de distribución:

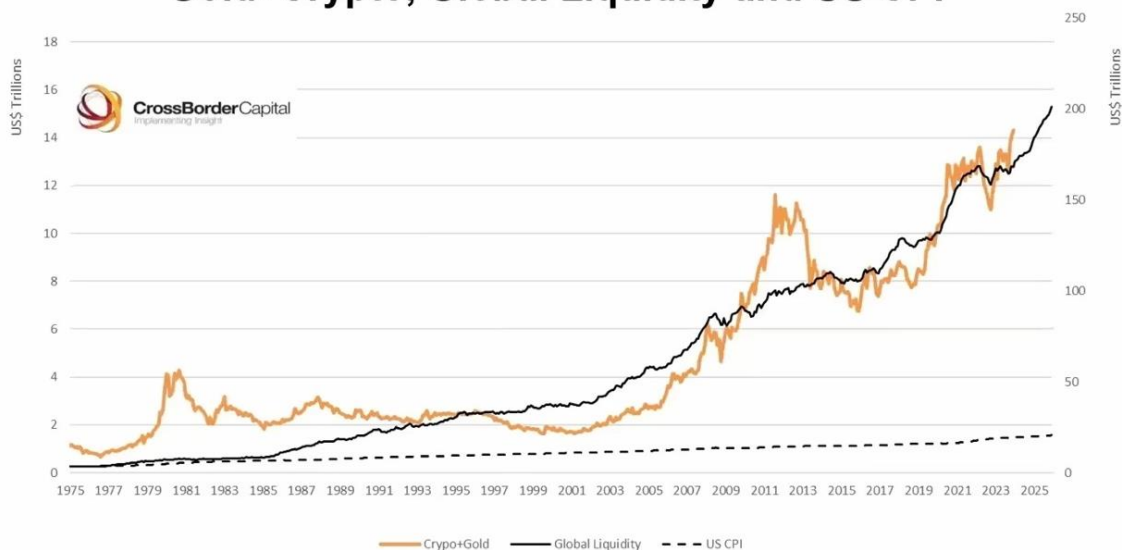
- **(40%) Petróleo:** El petróleo es sin duda nuestra gran inversión, pero, aun así, dentro de esta categoría podemos encontrar matices. Normalmente, cómo funciona el ciclo del petróleo es que, tras recuperarse los precios del barril, las empresas productoras son las primeras que suben en bolsa. Éstas, tras muchos años de pérdidas, finalmente ven beneficios y lo primero que hacen es pagar la deuda y remunerar al accionista. Después, una vez han terminado de pagar la deuda, comienzan a invertir de nuevo en exploración y desarrollo, lo cual es buen momento para empresas de servicios, drillers... Ahora mismo estamos a finales de la primera fase y empezamos a ver algo de la segunda. Por este motivo, de este 40% de exposición, tenemos 30% en productoras y empezamos a entrar con un 10% en empresas de servicios y drillers (Enterprise Group, Source Energy...). Es decir, vamos moviendo la cartera siguiendo al ciclo del petróleo. Pero, además, dentro del primer grupo, no todas las empresas son iguales. Tenemos empresas productoras con altas recompras de acciones (IPCO, Vermilion, Tamarack, Baytex...), otras que reparten más de un 15% en dividendos (Petrobras, SandRidge, Ecopetrol), otras con una mayor exposición al gas natural europeo (Vermilion Energy) y otras al americano (SandRidge).
- **(15%) Construcción:** Actualmente, tanto EEUU, como Canadá y Reino Unido tienen una crisis inmobiliaria muy importante: no hay viviendas suficientes. Las bajadas de tipos que estamos viendo en los bancos centrales, van a hacer que —¡por fin!— vuelvan a subir la demanda de pisos, al abaratare las hipotecas y los costes de financiación de los proyectos de construcción. Castañar está expuesto a este segmento a través de Builders FirstSource (EEUU), Vistry (UK) y Atlas Eng. (Canadá). Pero, además, la bajada de tipos va a favorecer también la inversión en grandes proyectos de ingeniería y el reacondicionamiento de las infraestructuras de EEUU (para la cual se aprobaron \$1.2 trillones (americanos) de dólares en el [Bipartisan Infrastructure Law](#)). ADF Group y Decisive Dividend son dos empresas magníficas para estar expuestos a este crecimiento y desarrollo.
- **(5%) Préstamos:** Una bajada de tipos, supone una reducción del coste de capital para las entidades financieras. Las empresas dedicadas a dar préstamos (al consumo, estudios, hipotecas...) verán cómo sus costes se reducen significativamente, incrementando sus márgenes. Dos ejemplos de esta categoría son nuestras inversiones en Propel y SoFi Technologies.
- **(4%) Carbón Metalúrgico:** Si queremos seguir creciendo al ritmo que lo estamos haciendo, construir las casas e infraestructura que necesitamos, coches, centros de datos, desarrollar países como India, China, Indonesia... el mundo va a necesitar mucho acero, es decir, la aleación de hierro y carbón. Pero no el tipo de carbón que se utiliza para calentar (carbón térmico), sino uno de mayor calidad denominado carbón



metalúrgico. Y como ocurre en otras materias primas, no se está invirtiendo lo suficiente en su producción. Por eso, estamos invertidos en la americana Warrior Metals y la australiana Whitehaven Coal, dos empresas que están incrementando notablemente su producción y el mercado aún no ha reconocido en su precio.

- **(4%) Uranio:** La demanda energética del mundo es creciente, y, si queremos hacer una transición energética, la energía más limpia que existe es la nuclear. Por este motivo — y aunque no salga en los medios—, en el último COP28 22 países (incluyendo EEUU, Canadá, Corea del Sur, UK, y varios de la UE) acordaron [triplicar su capacidad energética nuclear](#). A este factor hay que sumar el [veto de importación de EEUU al uranio ruso](#) para el 2028. Denison Mine y District Metals son las dos empresas con las que estamos ganando exposición a este sector.
- **(3%) Cobre:** El desarrollo de infraestructura, la construcción de casas, la electrificación, los coches eléctricos, la IA, los centros de datos... todos tienen una cosa en común: necesitan cobre. Hay muchas formas de ganar exposición a dicho metal, pero nosotros no nos complicamos e principalmente invertimos de la mano de la Familia Lundin (a quienes ya conocemos de nuestra inversión en IPCO), a través de Filo Corp.
- **(1%) Oro:** Hay varios vientos de cola para que el oro sea una gran inversión en un futuro (de hecho, ya lo está siendo). Por un lado, existe una relación directa entre el aumento de liquidez y el precio del oro (ver abajo), por lo que este metal debería beneficiarse en el entorno actual de liquidez creciente. Por otro, los bancos centrales han estado acumulando ingentes cantidades de oro y los países BRICS acordaron realizar el comercio entre ellos en lo posible en oro, en favor del uso de los dólares americanos. De nuevo, existen multitud de vehículos para invertir en oro: minerías, trusts, empresas de royalties, de servicios... En este caso, soy consciente de mi círculo de competencia, pero quería que Castañar tuviera una pequeña exposición a dicho metal. Una manera segura que he encontrado de hacerlo (evitando los problemas operativos de las mineras) es a través de Dynacor Gold Mines. Pueden encontrar una tesis muy extensa de Albert Millán en el [siguiente vídeo](#).

Gold+Crypto, Global Liquidity and US CPI



Finalmente, no toda la cartera tiene una exposición cíclica, pero por completar el anterior listado, estos serían los sectores restantes:

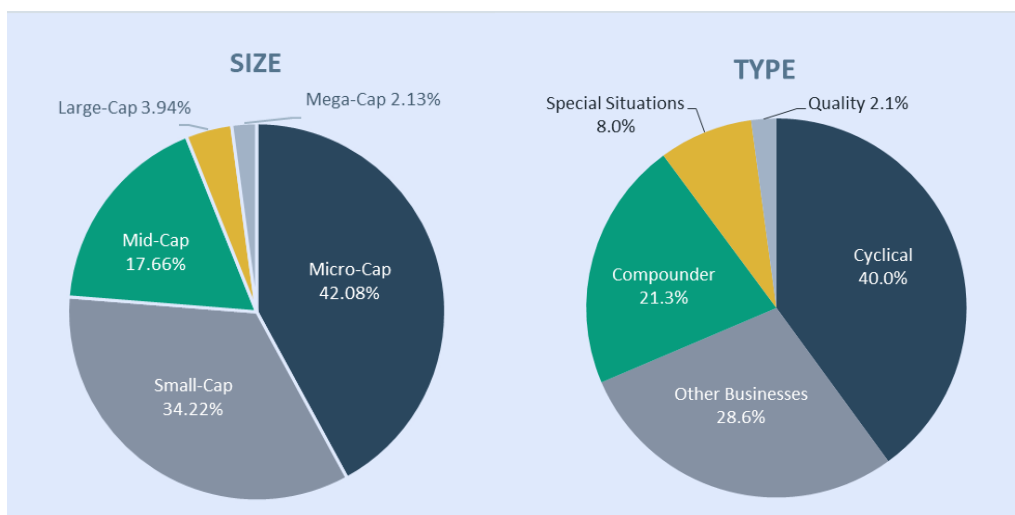
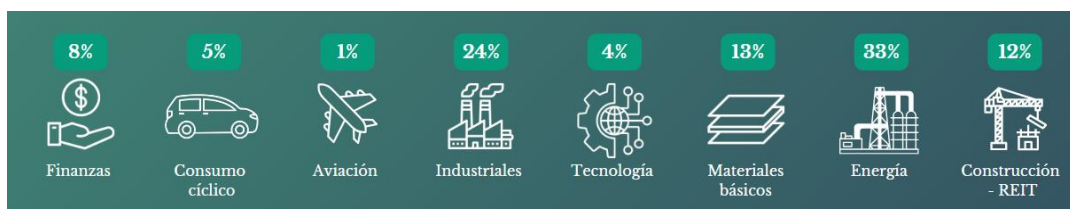
- **(5%) Empresas de calidad:** Mantenemos esta categoría intacta y fuera de esta exposición cíclica, ya que su objetivo es aportar robustez a la cartera y un suelo de rentabilidad. Es decir, buscamos, justamente, que no dependa de los ciclos y sea lo más estable posible. Sí que hemos reducido su porcentaje en la cartera, para aprovechar el momentum que existen en el resto de los sectores. Durante este trimestre, esta categoría ha estado compuesta por Google, Airbus y Nintendo, habiendo vendido ya las dos primeras.
- **(3%) Situaciones Especiales:** En el polo opuesto de la anterior categoría, tenemos este grupo de empresas, que tienen un mayor riesgo y —por qué no decirlo— un carácter más especulativo. De ahí el tamaño tan reducido que ocupan en la cartera. Empresas que, en términos de Mohnish Pabrai: “Cara ganamos mucho, cruz no pierdo tanto”. Normalmente están expuestas a situaciones especiales, transformaciones o a la espera de catalizadores. Dentro de esta categoría tenemos Aurora Solar Technologies y un conjunto de empresas argentinas que se están beneficiando de las reformas que se están tomando en el país y su futura apertura al mercado internacional.
- **(20%) Otros Negocios:** En esta categoría encontramos otro grueso de compañías que representan muy bien el ADN de Castañar, pero que por su sector de actividad no podemos englobarlas en el anterior apartado. Hablamos de pequeñas empresas, la mayoría industriales, con altos márgenes, altísimo crecimiento, normalmente gestionadas por sus fundadores, y que están cotizando a precios extremadamente atractivos. Ejemplos de esta categoría serían: Thermal Energy, Goodwin, Biorem, Sangoma, KITS, ...



Movimientos en la cartera

Durante este primer trimestre hemos continuado con una gestión activa de la cartera. Por un lado, continuamos introduciendo nuevos nombres y ganando exposición a los sectores arriba mencionados. Por otro, hemos reequilibrado activamente los pesos de nuestras empresas de petróleo para ajustarlas al precio de cotización del barril y aprovechar varios dividendos extraordinarios que se han repartido. Estamos viendo cómo ha empezado la temporada de verano, y con ella un incremento en la demanda de petróleo, para la que estamos bien posicionados.

No creo necesario extenderme de nuevo explicando cada una de las rotaciones que hemos realizado en cartera, y menos tras la explicación detallada del apartado anterior. Sin embargo, si algún partícipe desea que le amplíe información en este aspecto, por favor que no dude en escribirme. En todo caso, les recuerdo que disponen de la cartera actualizada al final de esta carta, que podrán comparar con la cartera publicada en la anterior carta trimestral.



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 30/06/2024

El fondo tenía un 0.0% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 46 empresas¹:

Company	Weight	Industry	Type	Country	Size
ADF Group (XTSE:DRX)	6.2%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Biorem (XTSX:BRM)	5.3%	Industrial	Compounder	Canada	Micro-Cap
Source Energy (XTSE:SHLE)	5.3%	O&G	Cyclical	USA	Micro-Cap
Goodwin (XLON:GDW.N)	5.4%	Industrial	Compounder	UK	Small-Cap
Atlas (XTSX:AEP)	4.3%	Construction	Compounder	Canada	Micro-Cap
Enterprise Grp (XTSE:E)	4.3%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Propel Holdings (XTSE:PRL)	4.1%	Financial	Other Businesses	USA	Small-Cap
Vistry Group (XLON:VTY)	4.0%	REIT	Other Businesses	UK	Mid-Cap
TEI (XTSX:TMG)	3.6%	Industrial	Compounder	Canada	Micro-Cap
WHITEHAVEN COAL LIMITED (XASX:WHC)	3.5%	Raw Materials	Cyclical	Australia	Mid-Cap
Valeura (XTSE:VLE)	3.4%	O&G	Cyclical	Thailand	Small-Cap
Westaim (XTSX:WED)	3.1%	Financial	Other Businesses	Canada	Small-Cap
TAMARACK VALLEY ENERGY LTD. (XTSE:TVE)	3.1%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
Filo (XTSE:FIL)	3.0%	Raw Materials	Cyclical	Argentina	Mid-Cap
Vermilion Energy (XTSE:VET)	2.7%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
INTERNATIONAL PETROLEUM CORPORATION (XTSE:IPCO)	2.5%	O&G	Cyclical	Canada	Large-Cap
Kits Eyecare (XTSE:KITS)	2.3%	Consumer	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Nintendo Co., Ltd. (OTCM:NTDOY)	2.1%	Consumer	Quality	Japan	Mega-Cap
BAYTEX ENERGY CORP. (XTSE:BTE)	1.9%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
Panoro Energy (XOSL:PEN)	1.7%	O&G	Cyclical	Norway	Small-Cap
District Metals (XTSX:DMX)	1.7%	Raw Materials	Special Situations	Sweden	Micro-Cap
Strathcona Resou (XTSE:SCR)	1.5%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
BUILDERS FIRSTSOURCE, INC. (XNYS:BLDR)	1.5%	Construction	Compounder	USA	Large-Cap
Seplat Energy (XLON:SEPL)	1.3%	O&G	Cyclical	UK	Small-Cap
Sangoma Tech (XTSE:STC)	1.3%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
SANDRIDGE ENERGY, INC. (XNYS:SD)	1.3%	O&G	Cyclical	USA	Small-Cap
Gulf Keystone (XLON:GKP)	1.2%	O&G	Special Situations	Iraq	Small-Cap
Denison Mine (XNYS:DNIN)	1.2%	Raw Materials	Other Businesses	Canada	Mid-Cap
SOFI TECHNOLOGIES, INC. (XNAS:SOFI)	1.1%	Financial	Other Businesses	USA	Mid-Cap
Cresud Sociedad Anónima, Comercial, Inmobiliaria, Financiera y Agropecuaria (XNAS:CRESY)	1.0%	Raw Materials	Special Situations	Argentina	Small-Cap
Loma Negra Compañía Industrial Argentina Sociedad Anónima (XNYS:LOMA)	1.0%	Construction	Special Situations	Argentina	Small-Cap
Central Puerto S. A. (XNYS:CEPU)	1.0%	Utilities	Special Situations	Argentina	Small-Cap
Gatekeeper Sys (XTSX:GSI)	1.0%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Motorpoint Group (XLON:MOTR)	1.0%	Consumer	Other Businesses	UK	Micro-Cap
AerSale (XNAS:ASLE)	0.9%	AS&D	Other Businesses	USA	Small-Cap
ATALAYA MINING PLC (XLON:ATYM)	0.9%	Raw Materials	Cyclical	Spain	Small-Cap
IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (XNYS:IRS)	0.9%	REIT	Special Situations	Argentina	Small-Cap
Braskem SA (XNYS:BAK)	0.9%	Industrial	Other Businesses	Brazil	Mid-Cap
Decisive Dividen (XTSX:DE)	0.8%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Dynacor Group (XTSE:DNQ)	0.8%	Raw Materials	Cyclical	Peru	Micro-Cap
Gaming (XSTO:GIGSEK)	0.7%	Tech	Other Businesses	Malta	Small-Cap
WARRIOR MET COAL, INC. (XNYS:HCC)	0.7%	Raw Materials	Cyclical	USA	Mid-Cap
Bewhere Holdings (XTSX:BEW)	0.7%	Tech	Special Situations	Canada	Micro-Cap
Aurora Solar (XTSX:ACU)	0.6%	Industrial	Special Situations	Australia	Micro-Cap
Surge Energy (XTSE:SGY)	0.5%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
Sylvania (XLON:SLP)	0.4%	Raw Materials	Cyclical	South Africa	Micro-Cap
46	100%				

¹ 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.

