



Contenido

Este trimestre	2
Movimientos en la cartera	7
Nuestra cartera a 30/09/2025	10

Queridos inversores:

Durante estos últimos tres meses, el fondo ha obtenido una rentabilidad del **10,2%**. El fondo continúa subiendo con fuerza y ya acumulamos un **10,6% de rentabilidad** en lo que va de año. Por otro lado, me alegra informarles de que ya somos **más de 150 personas** quienes tenemos nuestros ahorros invertidos en **Castañar**.

Sin jugar a la ruleta rusa de la IA, criptomonedas... **Castañar está en máximos históricos manteniéndose fiel a nuestro estilo de inversión:** invertir en pequeñas compañías, de calidad, con grandes equipos directivos, altas ventajas competitivas y que coticen por debajo de su valor.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2025	-14.9%	17.9%	10.2%		10.6%	36.4%
2024	7.2%	2.4%	3.8%	10.4%	25.8%	Anualizada
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	10.8%
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



Este trimestre

A diferencia de lo que ocurre en otras profesiones, el tercer trimestre del año suele ser especialmente ajetreado en el mundo de la inversión. Por mi parte, tampoco he parado quieto.

Este verano tomé un avión rumbo a la Costa Este de Estados Unidos, donde pude entrevistarme y visitar las fábricas de varias de nuestras compañías.

Primero estuve en Virginia (EE. UU.), visitando la planta de **Firan Technologies** y reuniéndome con su CEO, Brad Bourne. Me gustó especialmente su visión de la compañía y su ambicioso plan de adquisiciones y expansión. Lamentablemente no puedo decir lo mismo de la visita a la fábrica, que me decepcionó, quizás por la inevitable comparación con las —impecables— líneas de montaje de Airbus e Indra. Creo que como accionistas —y propietarios!— de la empresa, es nuestro deber transmitir al equipo directivo las cosas que creemos que no se están haciendo bien o se pueden mejorar. En este caso, le envié el siguiente correo con mis impresiones y me contestó inmediatamente reconociendo la situación, y explicando que de hecho había cambiado recientemente al manager de la planta, en parte, por estos motivos. No es que hayamos conseguido nosotros corregir el estado de la planta con nuestro “simple” correo, pero es de apreciar la honestidad del CEO en reconocer el problema, los puntos de mejora, y las medidas que ya han tomado para este fin (reemplazar al manager). Como pueden ver, **me tomo muy en serio nuestro rol de propietarios y dueños de todas nuestras empresas**; y no dudaré en levantar la mano y “reprimir” al equipo de directivo cuando veo algo que no me gusta.

BB Brad Bourne
To: jsleon@castanarfund.com

Reply Reply All Forward

Jesus,

I was actually of the same opinion during our tour. We had just made a management change at the site, due to overall performance, so I expect things will improve going forward.

I appreciate your honesty. There are definitely things we need to improve at this site.

Brad

From: jsleon@castanarfund.com <jsleon@castanarfund.com>
Sent: [redacted]
To: Brad Bourne [redacted]
Subject: RE: Intro to TFG.TO

Hi Brad,

I'm finally back home and reviewing my notes from our meeting.

First of all, I want to thank you very much for your time. I know it was very difficult to accommodate my visit around your flight schedule. I was really impressed with your vision, strategy, plans, and management of our company, especially regarding our resources.

However, I would be deceiving myself if I didn't give you my honest opinion about the visit to the Fredericksburg factory. As you know, I have experience working with Airbus and other aerospace companies, so it's impossible for me not to make comparisons. I know that's not entirely fair, but I was highly disappointed with the condition of the facility from a Health & Safety perspective. I could never have imagined that a facility manufacturing state-of-the-art PCBs for defense aerospace companies could be so far from cleanroom standards, based on what I saw. This is not your responsibility or fault, but **as a shareholder, I feel obliged to share my impressions**. Please feel free to pass on these observations to the GM of the facility.

- No one was wearing any of the mandatory PPE: lab coats, safety glasses, masks, hairnets...
- FOD: Despite all the placards, there was a total disregard for FOD preventive measures. The facility was not clean—there was dirt and dust; cables and other items were scattered on the floor, and even employees carried personal belongings (such as cell phones) with them instead of using standard FOD bags.
- In the “chemical room” (where all the chemical baths take place), corrosion was visible on the floor, there were spills, and ventilation was severely lacking. I only stayed inside for a couple of minutes, but I cannot imagine how employees manage to breathe that air for 8 hours a day.
- In another room, some industrial fans were (unsuccessfully) used to compensate for what should have been a functioning ventilation system.

I have zero doubts about your management skills; these comments are more operational and therefore under the GM's responsibility. I only hope none of our customers ever conducts an unannounced inspection at our facility.

Thank you for your attention to these matters.

Jesús



Después, en Washington D. C., me reuní con el CEO de **Snipp Interactive**, Atul Sabharwal. Durante un largo café, me estuvo explicando la historia de Snipp y cómo ésta no ha hecho más que empezar. A pesar del fuerte crecimiento en ventas, me confirmó que Snipp podría crecer aún más rápido, pero prefiere no diluir a los accionistas con ampliaciones de capital, especialmente a estos precios. Chapó. Aumentamos nuestra posición en los días siguientes.

Finalmente, viajé a Montreal (Canadá), donde visité las instalaciones y me reuní con los equipos directivos de D-Box y ADF Groupe.

D-Box acaba de nombrar a un nuevo CEO y CFO y, aunque ya habíamos hablado por Zoom, tenía mucho interés en conocer sus historias, cómo piensan, qué traen a la compañía y los planes de futuro que tienen. Salí encantado con el combo que hacen Naveen (CEO) y David (CFO). Ambos dos tienen perfiles muy diferentes, pero que se complementan entre sí. Además, comprobé cómo tienen perfectamente en la cabeza el modelo de negocio de D-Box, sus divisiones, sus márgenes, el crecimiento... Pero lo que más me gustó y más valor me aportó de la visita fue poder hablar con los ingenieros encargados de programar las frecuencias de vibración de los asientos. Esos ingenieros, más que ingenieros, son artistas. Transforman una película en emociones, y las transmiten a través de movimientos y vibraciones en el asiento. Son sin duda el ADN de la compañía y me alegró confirmar que llevan más de 10 años en ella y no hay visos de que se vayan.

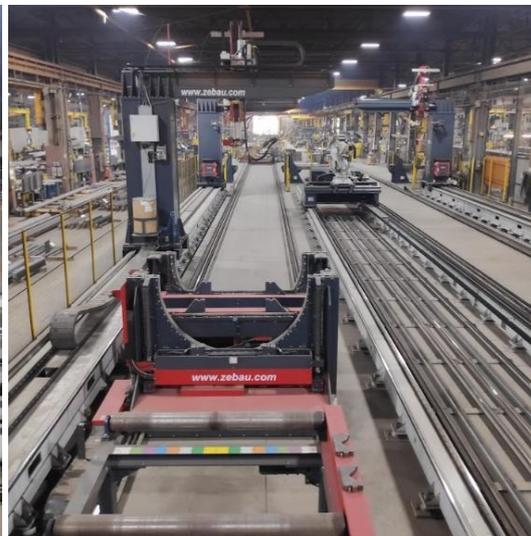
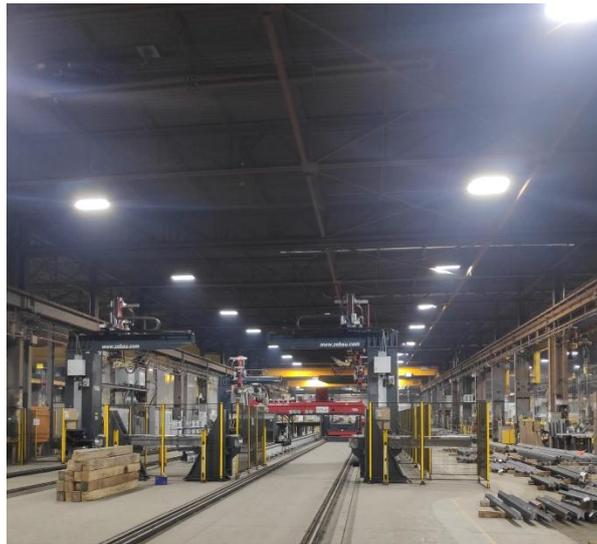




Al día siguiente, me trasladé a la fábrica de **ADF Groupe**, una empresa que está en el top 5 de la cartera y que está siendo perjudicada por la narrativa del mercado respecto a los aranceles. Se trata de una compañía que tiene casi \$600M en pedidos, que acaba de obtener un contrato multianual de \$400M, con caja neta y que solo cotiza por \$200M. ¿El problema? Que fabrica estructuras (construcción) de acero (aranceles) con bastante exposición a EEUU (más aranceles). Es decir, la tormenta perfecta. Pero si uno rasca un poco, averiguará que sus productos entran dentro de USMCA y que la mayoría del acero que utilizan en sus proyectos en Estados Unidos, lo compran allí. Por todo esto, el impacto de los aranceles en los proyectos estadounidenses es mínimo o cero. Está claro que el mercado no está dispuesto a hacer esta ligera labor de investigación.

Mi interés en esta visita era comprobar la capacidad de la fábrica para poder integrar estos nuevos contratos que habíamos conseguido, y además el boom de fabricación que se dará una vez se retiren los aranceles. Por otro lado, tenía interés en conocer más acerca de la familia Paschini. De la mano del CFO, Jean-Francois, recorrí la fábrica viendo en funcionamiento los robots instalados en los últimos años y pude ver el estado de las obras de ampliación de la planta. Todo estaba listo para las nuevas líneas de montaje y en caso de ser necesario podríamos incluso duplicar la capacidad actual de producción. Por último, observé cómo los miembros de la familia Paschini, pese a ser los herederos —y multimillonarios—, estaban en sus oficinas trabajando un día entre semana.





Finalmente, asistí a la conferencia organizada por Rivemont Capital, donde tuve la oportunidad de conectar con otros gestores y reunirme con los equipos de dos compañías que seguimos de cerca: **David's Tea** (cuyas tiendas también visité) y **Guru Organic Energy**.



Alguno se podría preguntar: ¿por qué Jesús se gasta su escaso salario —el fondo es aún muy pequeño— en estos viajes?

Cada vez tengo más claro que la calidad del equipo directivo acaba reflejándose, tarde o temprano, en el precio de la acción. Si te rodeas de equipos honestos y profesionales, las cosas buenas terminan ocurriendo.

Por este motivo, estas visitas aportan tanto valor añadido. La importancia de conocer personalmente al equipo directivo en el mundo de las Micro-caps es mucho mayor que en las empresas grandes. La mayoría de estas empresas fueron fundadas por sus propios CEOs, quienes las tratan como a sus propios “bebés”. Las decisiones que tomen, las estrategias que adopten, la asignación de capital y su visión sobre los accionistas son factores críticos para el éxito de la inversión.

En este sentido, reflexionando, me arrepiento de haber vendido nuestra posición en **Kits Eyecare**, compañía que visité el año pasado en Vancouver. Me encanta esa empresa: su equipo directivo es magnífico, tienen un gran producto y crecen de forma sostenida. Sin embargo, me equivoqué al venderla cuando alcanzó el precio objetivo que había calculado. La acción ha seguido subiendo, impulsada por un management de altísima calidad. Claramente, subestimé el impacto que un gran equipo puede tener en el valor de una compañía.

Un ejemplo contrario sería **Gatekeeper**, empresa que también visité en Vancouver el año pasado, y que no ha hecho más que darnos alegrías este año adjudicándose multitud de contratos y acuerdos con las principales agencias de transporte estadounidense. Como resultado, las primeras acciones que compramos ya han multiplicado por 5x (5-bagger) su precio.

Gatekeeper Systems Inc

2,85 \$

↑ 345,31 %

+2,21 1 año

7 oct, 12:07:20 GMT-4 · CAD · CVE · Renuncia de responsabilidad

1 día

5 D

1 mes

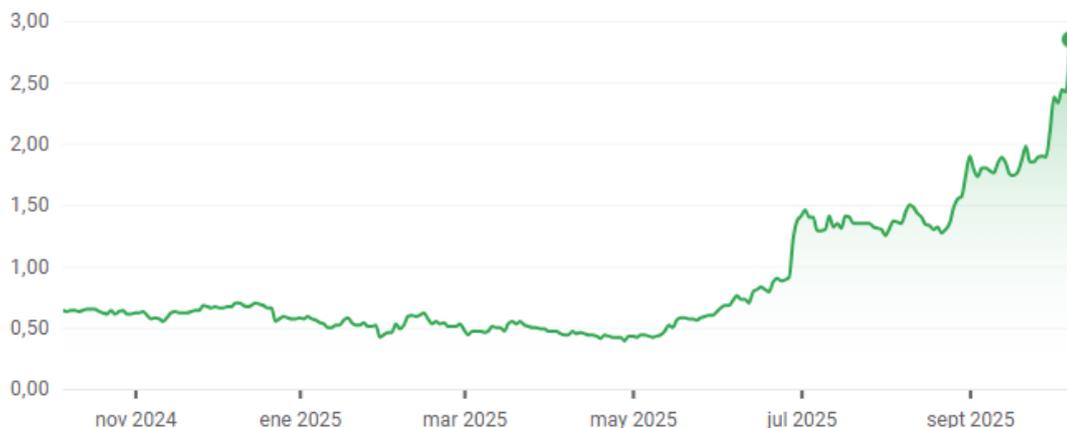
6 M

YTD

1 año

5 años

MÁX.



Movimientos en la cartera

Han pasado tres meses y el mundo sigue igual: persiste la incertidumbre acerca de los aranceles, las tensiones geopolíticas, las guerras comerciales... Eso sí, el mercado sigue subiendo. Impulsado por lo que algunos ya llaman la burbuja de la inteligencia artificial. La fiesta no parece tener fin, especialmente después de que la Reserva Federal recortara los tipos en septiembre.

¿Se imaginan haber vendido nuestras posiciones en abril, cuando los aranceles hicieron saltar los mercados por los aires? Desde los mínimos, **Castañar se ha revalorizado un 48%**. Ése habría sido el coste de oportunidad si hubiéramos salido del mercado. Además, nos hemos recuperado **mucho mejor que nuestro índice de referencia, el Russell 2000**.



No obstante, del mismo modo que fui más agresivo cuando estábamos en mínimos, ahora que estamos en máximos prefiero actuar con mayor prudencia. Ante el frenesí y la exuberancia que dominan los mercados, seguimos manteniendo un colchón de liquidez y aumentando posiciones en nuestras empresas de mayor convicción, al tiempo que equilibramos la concentración de la cartera.

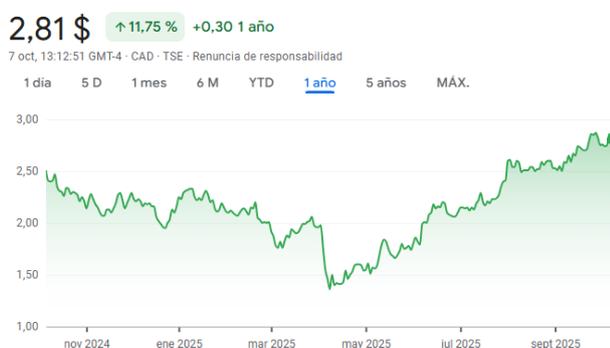


Las compañías que tenemos en cartera no suben por la fiebre de la IA, sino porque —simplemente— **cada día son mejores**. Cada una, en su sector, está creciendo, expandiendo el negocio, incrementando pedidos y mejorando su estructura.

Otras —lo reconozco— siguen rezagadas, afectadas por el miedo arancelario, como es el caso de la mencionada ADF Groupe. Pero no me cabe duda de que, tarde o temprano, esta incertidumbre desaparecerá y el mercado volverá a ponerlas en su sitio.

Lo mismo podría decirse de nuestras empresas de petróleo. A pesar de todo el pesimismo —mala prensa, aumento de inventarios, aumento de la producción de la OPEC+ y EEUU, recesión...— las empresas en cartera están máximas. Por lo tanto, me reafirmo en que lo importante no es la narrativa ni el ruido, sino el análisis fundamental que uno hace. En estos tiempos tan convulsos, es más importante que nunca mantenerse fiel a nuestros principios, quedarse dentro de nuestro círculo de competencia —conocer nuestras limitaciones— y realizar nuestro propio análisis objetivo de los datos.

Saturn Oil & Gas Inc



Tamarack Valley Energy Ltd



Como consecuencia de lo anterior, decidimos en verano reducir severamente nuestra posición en **Valeura**. Las últimas decisiones de asignación de capital (inversión en Wassana y el farm-in con PTTEP) son más propias de una dirección acomodada sobre una montaña de dinero —que no encuentra dónde invertirlo—, que de un management disciplinado que espera pacientemente una oportunidad rentable de inversión (i.e. los activos de Chevron) y, en caso de no encontrarlo, devuelve el capital a sus accionistas. Valeura ha sido una historia de mucho éxito para nosotros. Compramos nuestras primeras acciones por debajo de \$2 y las hemos vendido a \$7-9. En los últimos meses nos hemos reunido con el equipo directivo, Relación con Inversores, analistas... y la venta no ha sido una decisión fácil. Pero creemos que el coste de oportunidad es grande y, actualmente, hay otras empresas con mayor potencial y catalizadores donde tener nuestro dinero mientras tanto. De definirse la asignación de nuestra —gigantesca— caja, no tendremos ningún problema en volver a invertir en ella.

Por otro lado, durante este trimestre hemos vendido —con beneficio— la estrategia que teníamos en Argentina (3% del fondo) debido al incremento de la incertidumbre política. En retrospectiva, si hubiéramos sabido que Estados Unidos les ofrecería una línea de oxígeno, probablemente nos habríamos quedado. Pero, como saben, en las inversiones nunca se puede prever todo y es muy fácil juzgar desde el espejo retrovisor.



Una compañía nueva que ha entrado en el fondo –y puede sorprender a muchos– es **Shoals Technologies**, un fabricante estadounidense de componentes para granjas de paneles solares.

- ¿¿Jesús invirtiendo en paneles solares en EEUU?? ¡Con todo lo que ha defendido el petróleo! ¡¡Con Trump arremetiendo contra la energía solar!!
- ¡Justamente por eso! Porque es un sector tan deprimido y odiado, que hemos encontrado valor a estos precios. Y siempre he dicho que yo no me guío por etiquetas (ESG, O&G...), sino que invierto en cualquier sector (siempre que esté dentro de mi círculo de competencia) si veo valor.

Con la aprobación de la “One Big Beautiful Bill Act” (OBBBA), Trump quitó los subsidios a las instalaciones solares y penalizó la importación de materiales de China. Resultado: todas las empresas del sector cayeron a mínimos históricos. Pero si uno analiza la OBBBA en detalle –gracias Óscar–, descubrirá que, mientras para las viviendas los subsidios se eliminan con carácter inmediato, para los desarrollos industriales les fija varios plazos, siendo el último a finales de 2027.

Nuestra primera hipótesis era que todos los proyectos se iban a acelerar para cumplir con estas fechas, pero después del 2027 el sector sufriría una caída de demanda contundente. En esta situación, podría darse el caso de que hubiera una oportunidad de inversión, pero que tuviera una fecha de caducidad. Sin embargo, tras reunirnos con varias empresas del sector, empleados y expertos; todos nos decían lo mismo y siempre llegábamos a las mismas conclusiones, que nos llevaron a la decisión de invertir:

1. No están viendo un “fast-tracking” de sus proyectos. Los proyectos industriales toman 3 años de media, y quien no haya realizado ya sus órdenes de compra, no va a poder completar su proyecto antes de la fecha límite.
2. **“Estados Unidos va a necesitar urgentemente todos los electrones que de los que disponga”**, debido a sus apremiantes necesidades energéticas (electrificación, IA, servidores de datos...). ¿De dónde van a venir esa electricidad? Los desarrollos de centrales nucleares van a llevar varios años, por lo que no son una solución a corto plazo. La única alternativa es el gas natural o las energías alternativas. Y la realidad es que la energía solar es la energía que se puede desplegar más rápidamente a un coste competitivo.
3. No están viendo una caída de demanda para los proyectos posteriores al 2027.

No quisiera terminar sin dar la bienvenida a Óscar Bernardo, nuestro nuevo analista, que está realizando las prácticas de la carrera con nosotros en Castañar. ¡Bienvenido al equipo! Tuvimos que despedir –con mucha pena, pero con gran orgullo– a Damián García, que se graduó y a quien le deseamos lo mejor en su nueva aventura en Londres.

Como siempre, quedo a su disposición para cualquier aclaración que sea necesaria.

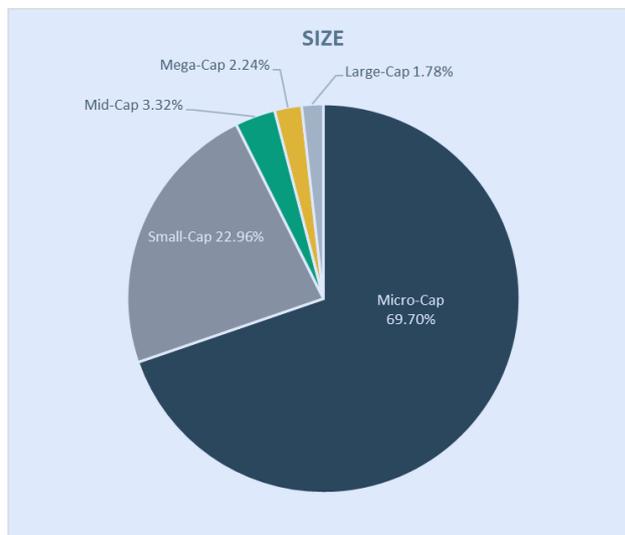
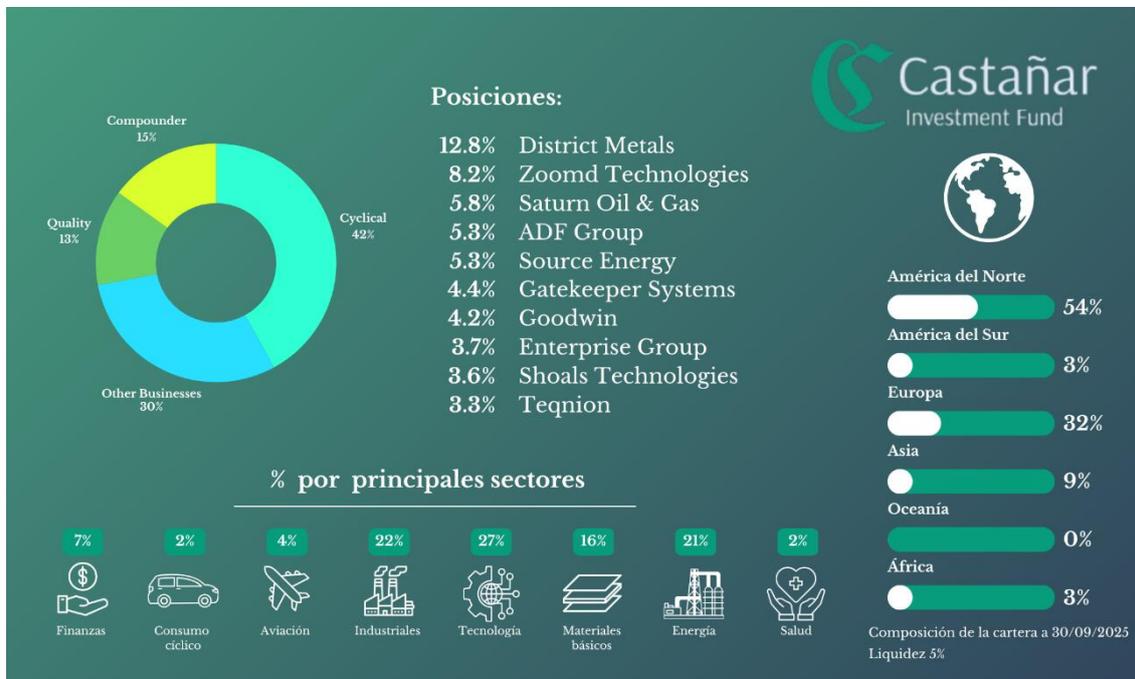
Un cordial saludo,



Jesús Sánchez León
Asesor de Castañar Investment Fund



Nuestra cartera a 30/09/2025



El fondo tenía un 4.5% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 34 empresas¹ (NameSilo aparece duplicada porque tenemos posiciones en dos mercados diferentes: USA y Canadá):

Company	Weight	Industry	Type	Country	Size
District Metals (XTSX:DMX)	12.8%	Raw Materials	Cyclical	Sweden	Micro-Cap
Zoomd Tech (XTSX:ZOMD)	8.2%	Tech	Other Businesses	Israel	Micro-Cap
Saturn Oil & Gas (XTSE:SOIL)	5.8%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
ADF Group (XTSE:DRX)	5.3%	Industrial	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Source Energy (XTSE:SHLE)	5.3%	O&G	Cyclical	USA	Micro-Cap
Liquidez	4.5%	Financial	Quality	Spain	Micro-Cap
Gatekeeper Sys (XTSX:GSI)	4.4%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Goodwin (XLON:GDWN)	4.2%	Industrial	Quality	UK	Small-Cap
Enterprise Grp (XTSE:E)	3.7%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
SHOALS TECHNOLOGIES GROUP, INC. (XNAS:SHLS)	3.6%	Tech	Other Businesses	USA	Small-Cap
Teqnilon (XSTO:TEQ)	3.3%	Industrial	Compounder	Sweden	Micro-Cap
Ztest Electronic (XCNQ:ZTE)	3.3%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
GeoPark Limited (XNYS:GPRK)	2.7%	O&G	Cyclical	Colombia	Small-Cap
Firan Technology (XTSE:FTG)	2.6%	AS&D	Compounder	Canada	Micro-Cap
NameSilo Technol (XCNQ:URL)	2.5%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
UNITEDHEALTH GROUP INCORPORATED (XNYS:UNH)	2.2%	Healthcare	Quality	USA	Mega-Cap
Momentum Group (XSTO:MMGR B)	2.2%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
Propel Holdings (XTSE:PRL)	2.1%	Financial	Other Businesses	USA	Small-Cap
Snipp (XTSX:SPN)	1.9%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
D-Box (XTSE:DBD)	1.9%	Consumer	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Baylin Tech (XTSE:BYL)	1.9%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Geodrill (XTSE:GEO)	1.8%	Raw Materials	Cyclical	Ghana	Micro-Cap
LOCKHEED MARTIN CORPORATION (XNYS:LMT)	1.8%	AS&D	Quality	USA	Large-Cap
TAMARACK VALLEY ENERGY LTD. (XTSE:TVE)	1.7%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
Topicus.Com (XTSX:TOI)	1.6%	Tech	Compounder	Netherlands	Mid-Cap
TEI (XTSX:TMG)	1.6%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
NameSilo Technol (OTCM:URLDF)	1.3%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
Bragg Gaming (XNAS:BRAG)	1.2%	Tech	Other Businesses	Netherlands	Micro-Cap
Sylvania (XLON:SLP)	1.0%	Raw Materials	Cyclical	South Africa	Micro-Cap
McCoy Global (XTSE:MCB)	0.9%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Valeura (XTSE:VLE)	0.8%	O&G	Cyclical	Thailand	Small-Cap
Addtech (XSTO:ADDT B)	0.8%	Industrial	Compounder	Sweden	Mid-Cap
Lagercrantz Gr (XSTO:LAGR B)	0.8%	Industrial	Compounder	Sweden	Mid-Cap
East Side Games (XTSE:EAGR)	0.2%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Aurora Solar (XTSX:ACU)	0.2%	Industrial	Special Situations	Australia	Micro-Cap
IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónim.	0.0%	REIT	Special Situations	Argentina	Mid-Cap
36	100.0%				

¹ El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Gestión Boutique Castañar IF, FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U <https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es> La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.andbank.es>.

