



# Contenido

Revisión del año .....	2
Movimientos en la cartera .....	12
Nuestra cartera a 31/12/2025 .....	15

Queridos inversores:

Castañar termina el año 2025 con un sólido **10,3% de rentabilidad**, acumulando un **36% de rentabilidad** en los tres primeros años, equivalente a un **9,9% anualizado**. Terminamos otro año más con una **rentabilidad de doble dígito** para nuestros partícipes, devolviendo también una rentabilidad anualizada de doble dígito desde el lanzamiento del fondo –si me permiten el ligero redondeo–.

Como explico más adelante, creo que ha sido un año muy difícil para una cartera como la nuestra, centrada en Norteamérica, pequeñas compañías y petróleo. Aun así, nos hemos mantenido firmes en nuestra filosofía de inversión, terminando el año con una rentabilidad muy superior al índice de pequeñas compañías, y posicionando la cartera para el crecimiento que viene en 2026.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2025	-14.9%	17.9%	10.2%	-0.2%	10.3%	36.0%
2024	7.2%	2.4%	3.8%	10.4%	25.8%	Anualizada
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	9.9%
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



## Revisión del año

Como cada año, me gusta echar la vista atrás y revisar qué cosas han funcionado y cuáles no. Durante mis [cartas trimestrales anteriores](#) he ido describiendo los movimientos que hemos hecho en cartera, ideas de inversión, errores de inversión... Por ello, en vez de repetirme, voy a centrarme ahora específicamente en reflexiones que hago acerca del 2025 en conjunto.

El 2025 ha sido un año en el que la bolsa europea lo ha hecho mucho mejor que la norteamericana –quizás éste pueda ser nuestro primer error–. Con una exposición muy limitada a nuestro continente, nuestra cartera ha obtenido rentabilidades inferiores que, por ejemplo, cualquier cartera ibérica. Es normal –y es algo que esperar–, habrá años en que un continente lo haga mejor que el otro. Por eso, considero que **Castañar es un gran complemento para otras carteras**, al aportar una gran diversificación frente a la típica cartera de inversión española.

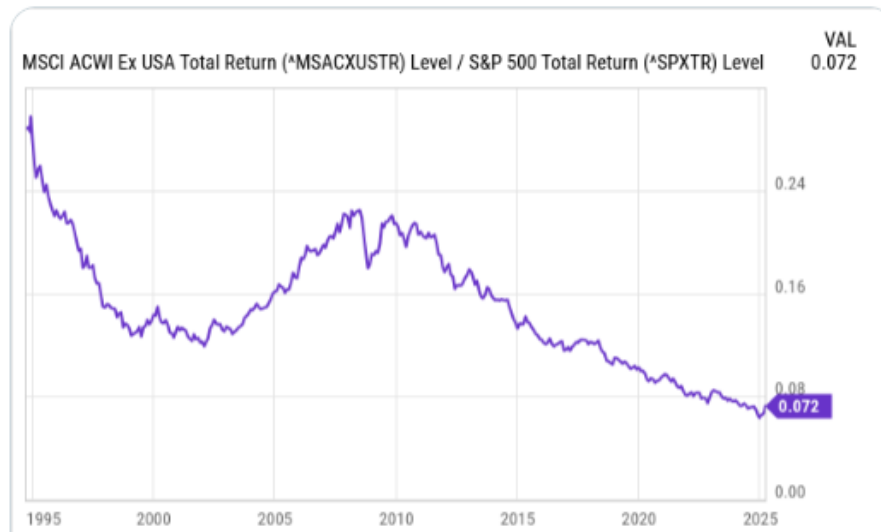


**Lyn Alden** @LynAldenContact · 15 mar.

This is a ratio chart between an ex-US **international** equity index and a **US** equity index.

See that little bump toward the end here in 2025?

That's the recent **international stock** outperformance everyone is talking about.



### Cambio de divisa

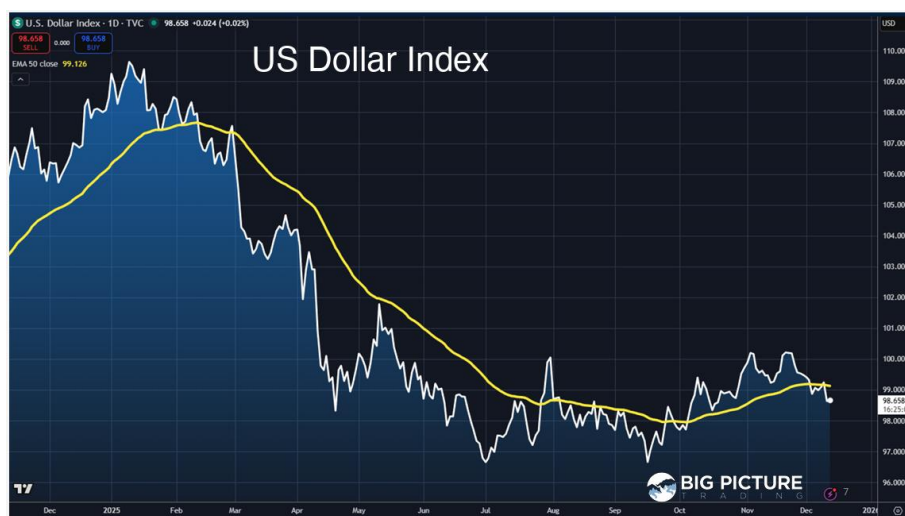
Pero si nos vamos al detalle, podemos observar que un gran culpable de esta diferencia de rentabilidad viene del cambio de divisa entre el dólar y el euro. Si comparamos la rentabilidad del índice de empresas de baja capitalización americanas Russell 2000, entre su versión en euros y su versión en dólares, observamos que este año–el año pasado no fue así–, el cambio de divisa USD/EUR ha costado un 13% de rentabilidad a ese índice. Obviamente no toda nuestra cartera está en dólares, por lo que nuestro impacto ha sido menor:





Sin pretender excusarme, éste ha sido otro gran error de este año. Debería haber cubierto la cartera frente al dólar. Alegra ver que incluso en estas condiciones, lo hemos mucho mejor que el índice en euros (10% vs -1%), pero para mí, no deja de ser un gran error de omisión.

Nunca, durante toda mi experiencia inversora, he cubierto la divisa. Siguiendo el ejemplo de los grandes inversores Value (Peter Lynch, Warren Buffett, Philip Fisher, Joel Greenblatt...), aprendí que tus empresas, al tener ventas globales, cubren de manera natural tu cartera. Esto puede ser cierto en condiciones normales, pero este año ha sido todo menos eso. ¿Los motivos de este debilitamiento? Entre otros, este año hemos visto cómo, mientras que en EE. UU. la FED ha comenzado a recortar sus tipos de interés, los bancos centrales del resto del mundo (Europa, Canadá, Inglaterra...) paraban a mitad de año sus recortes, resultando en un debilitamiento del dólar. Es decir, EE. UU. ha empezado a recortar tipos más tarde que el resto de las economías – porque su economía estaba más fuerte –, lo cual hizo que el año pasado el dólar estuviera más fuerte, pero que este año se debilitara.



Mi error no fue sólo no anticiparlo y no cubrir la cartera —honestamente, no creí que Powell fuera a resistir tanto tiempo la presión de Trump—, sino esperar que estos clásicos adagios resolvieran el problema, cuando la realidad —lo que los datos mostraban— era que nos estaba costando bastante rentabilidad en la cartera. Como resultado, a mitad de año, estudié diferentes mecanismos para cubrir la cartera y desde entonces tenemos cubierta nuestra exposición al dólar, habiendo probado ya ser una estrategia acertada y rentable.

La lección aprendida es: **nunca dejes de aprender y ten siempre la mente abierta**. Aunque siempre hayas escuchado “A”; si los datos te están diciendo “B”, sé humilde, acepta que puede haber otras opciones y aprende herramientas para corregirlo.

## Volatilidad

Mis partícipes están hartos de oírme decir cómo Castañar, al ser un fondo invertido en Micro-Caps, tiene una alta volatilidad. Pero que eso no debe ser un obstáculo para el inversor a largo plazo. Al revés, nos ofrece grandes oportunidades para entrar y salir de los valores que tenemos en cartera. Por eso, no debemos fijarnos en los movimientos de los mercados a corto plazo, sino en la evolución de las operaciones de nuestras empresas. Seguir el mercado día a día no sólo es agotador, sino que también es una receta segura para una úlcera de estómago. Es difícil aislarse del ruido mediático, de los “profetas” que inundan las redes sociales, de titulares apocalípticos que invaden nuestras pantallas. Pero —créanme—, a largo plazo, lo único importante es cómo de bien o mal lo están haciendo nuestras empresas: cuánto crecen sus ventas, qué beneficios generan... Todo lo demás es ruido.

Y es que, este año, ha sido un gran ejemplo de la volatilidad de nuestro fondo:



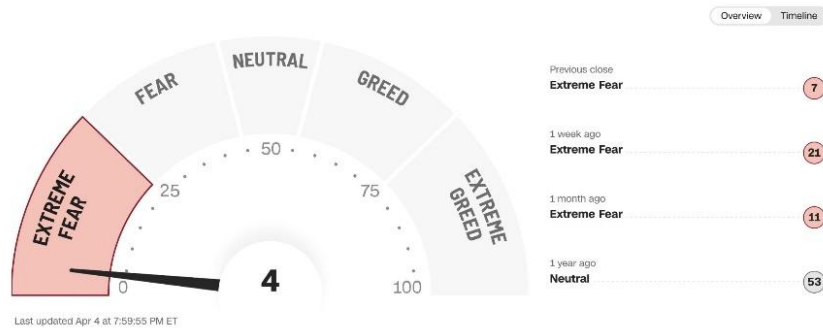
No nos ha faltado de nada: el [Liberation Day](#) en EEUU, numerosos conflictos armados (Israel-Palestina, Israel-Irán-EEUU, Venezuela, estrecho de Ormuz, bloqueo del Mar Rojo, Ucrania...), una posible burbuja de IA, grandes recortes de tipos de interés, una posible recesión, caídas en los precios del crudo, grandes subidas en las materias primas...



Todo lo anterior ha sido un caldo de cultivo ideal para grandes movimientos bruscos en los mercados, que pasaron del miedo extremo a la euforia extrema en repetidas ocasiones:

## Fear & Greed Index

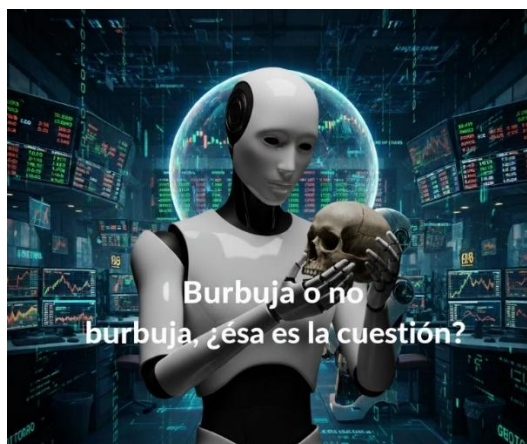
What emotion is driving the market now?  
[Learn more about the index](#)



Yo, personalmente y **sin que sirva de recomendación de inversión**, como ya [comuniqué abiertamente](#), he aprovechado estos movimientos del mercado para hacer aportaciones adicionales al fondo en las siguientes fechas:

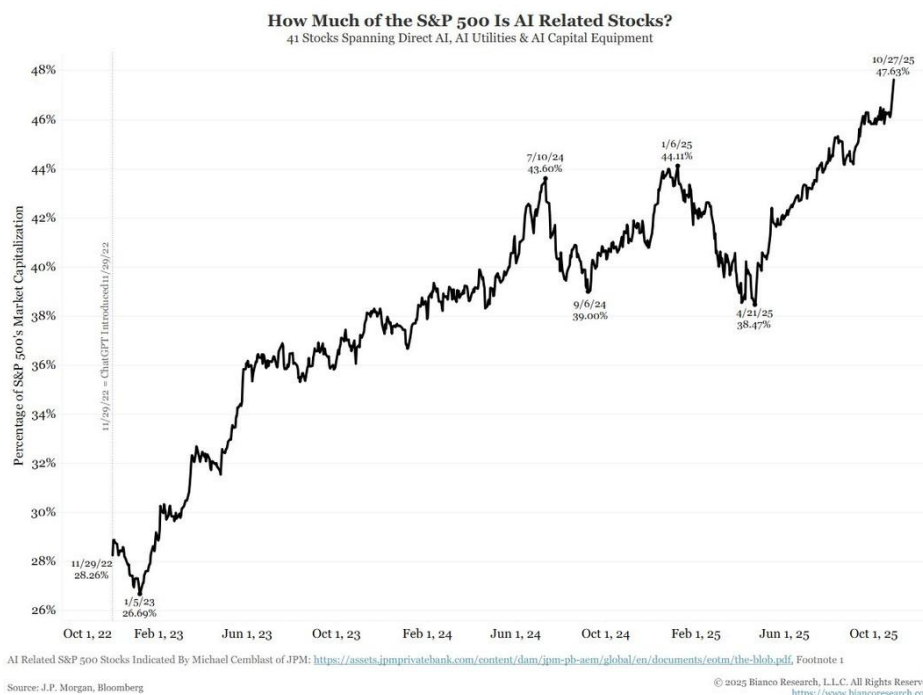


## Burbuja o no burbuja, ¿esa es la cuestión?



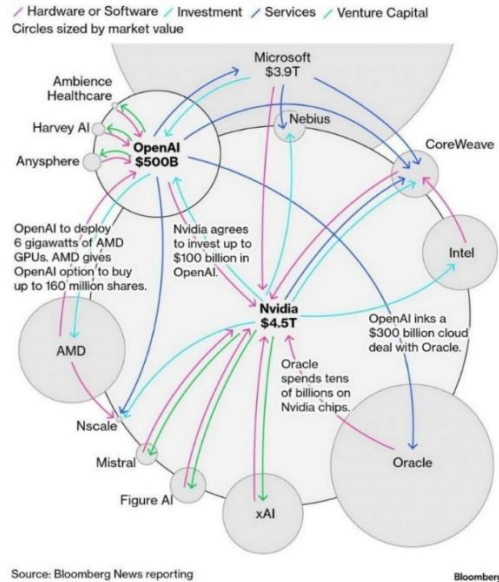
Sin entrar a evaluar si estamos ante una burbuja de IA o no —de ahí el cambio gramatical en el título de este epígrafe—, sí que me ha parecido muy interesante [un estudio realizado por J.P. Morgan Wealth Management](#). En él, describen el ciclo de la IA, y aportan varios datos significativos acerca de la composición del mercado y su evolución este año:

- Definen un [índice de IA compuesto por 41 empresas](#)
- Estas 41 compañías componen el 47% de la capitalización del S&P 500. Las 459 restantes (el 92% del índice), sólo contribuyen con el 53%.
- Es decir, una sola temática (IA) es la mitad del mercado de valores.
- No se daba una concentración temática tan alta desde la fiebre de los ferrocarriles en el siglo XIX.





- Definen a la IA como una tecnología transformativa: desde el lanzamiento de Chat GPT, estas acciones IA han supuesto el 75% de la rentabilidad del S&P 500, el 80% del crecimiento y el 90% del crecimiento en el gasto:

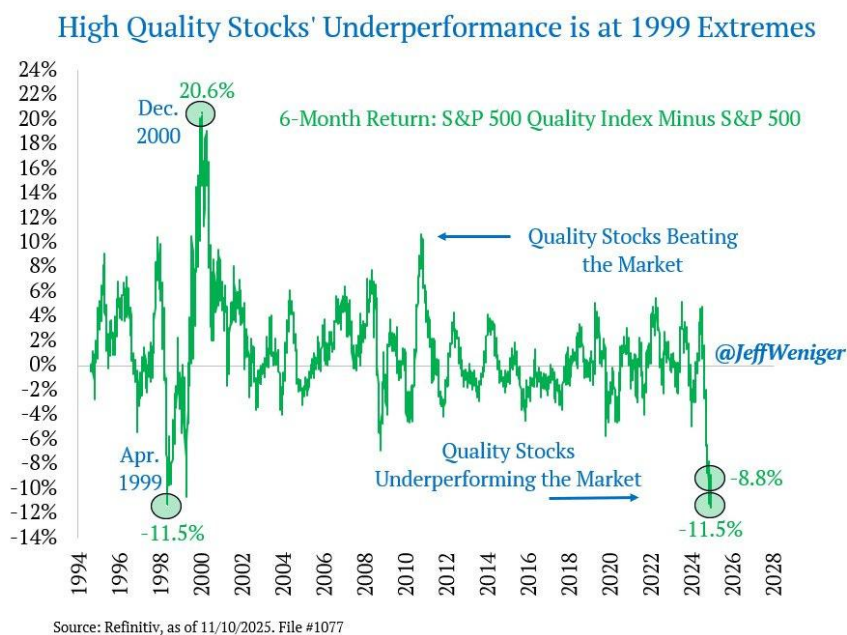


Invito a todo el mundo a leer los artículos referenciados arriba para más detalles, análisis y sacar sus propias conclusiones.

## Miscelánea

Para terminar, simplemente quiero compartir varios datos/gráficos que me han parecido muy interesantes:

1. Las empresas de alta calidad no han tenido un rendimiento tan malo en bolsa desde la burbuja de la Punto Com:



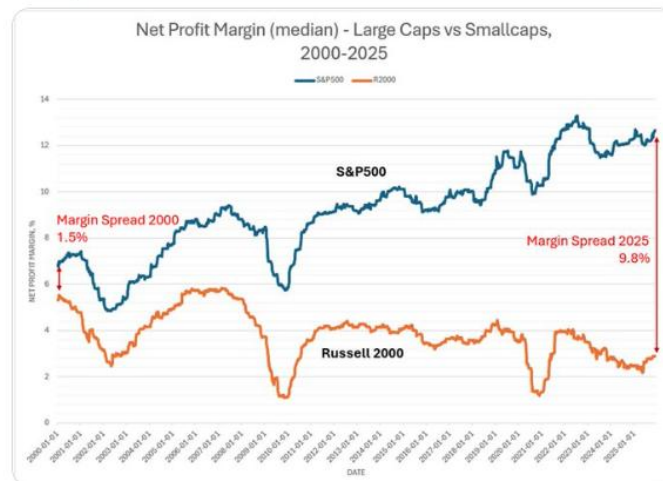
2. La diferencia entre los beneficios de las empresas de pequeña y alta capitalización se ha multiplicado por 6 en los últimos 25 años. De estar sólo a 1.5% de diferencia durante el Covid, ahora esa diferencia ha aumentado hasta casi el 10%:



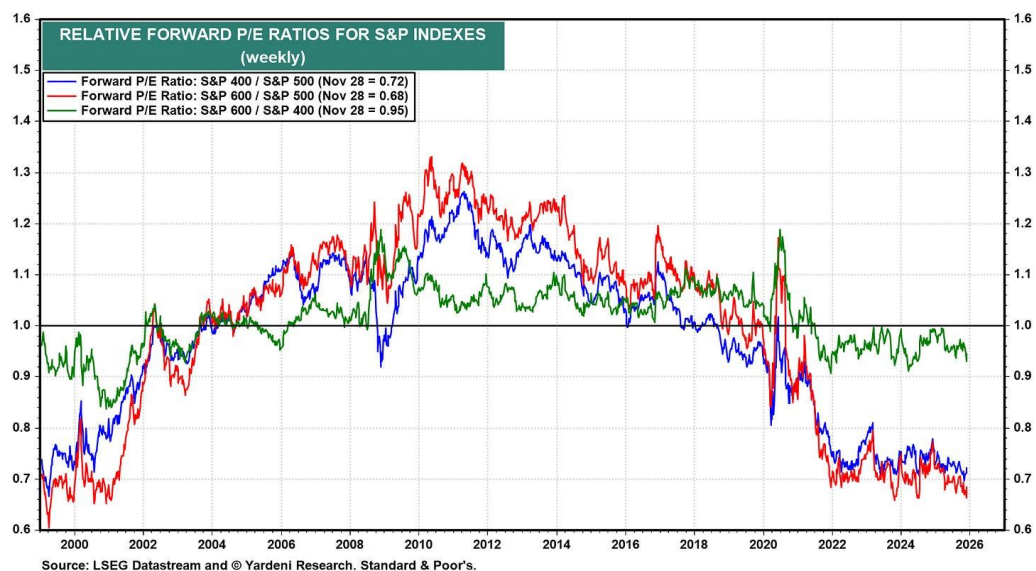
**Ian Cassel** ✓  
@iancassel



Investors wonder why large caps have outperformed small caps over the last decade or two. @RTelford\_invest produced a great research piece on @MicroCapClub yesterday. Here is one of the reasons/charts discussed.  
[Traducir post](#)



3. Las Small-Caps están cotizando a un descuento frente a las grandes compañías no visto desde la burbuja de las Punto Com:





4. Las empresas de gran capitalización están extremadamente sobrevaloradas. Tanto, que, históricamente, han devuelto un 0% de rentabilidad —¡nada!— en los siguientes 5 años:

## S&P 500 valuation measures

GTM U.S. 5

### S&P 500 index: Forward P/E ratio



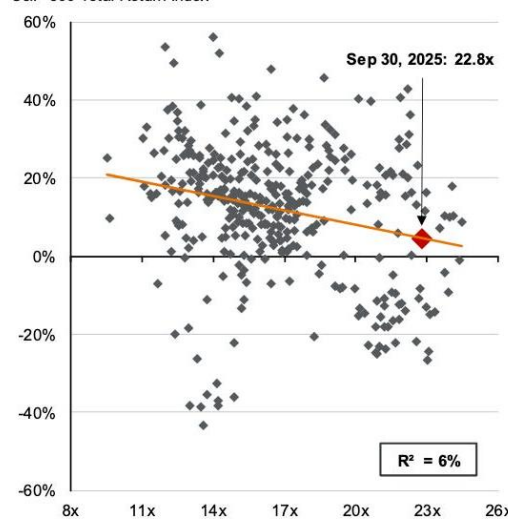
Source: Bloomberg, FactSet, Moody's, Refinitiv Datastream, Robert Shiller, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Forward P/E ratio is the most recent S&P 500 index price divided by consensus analyst estimates for earnings in the next 12 months, provided by IBES since March 1994 and FactSet since January 2022. Shiller's P/E uses trailing 10-years of inflation-adjusted earnings as reported by companies. Dividend yield is calculated as consensus estimates of dividends in the next 12 months, provided by FactSet, divided by the most recent S&P 500 index price. EY minus Baa yield is the forward earnings yield (the inverse of the forward P/E ratio) minus the Bloomberg U.S. corporate Baa yield since December 2008 and interpolated using the Moody's Baa seasoned corporate bond yield for values beforehand. Guide to the Markets – U.S. Data are as of September 30, 2025.

**J.P.Morgan**  
ASSET MANAGEMENT

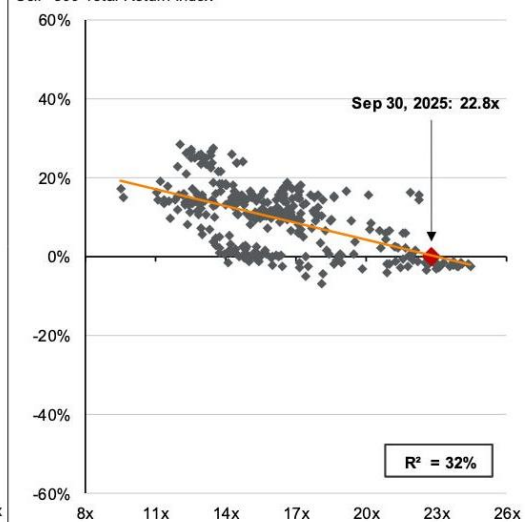
## P/E ratios and equity returns

GTM U.S. 6

### Forward P/E and subsequent 1-year returns



### Forward P/E and subsequent 5-year annualized returns

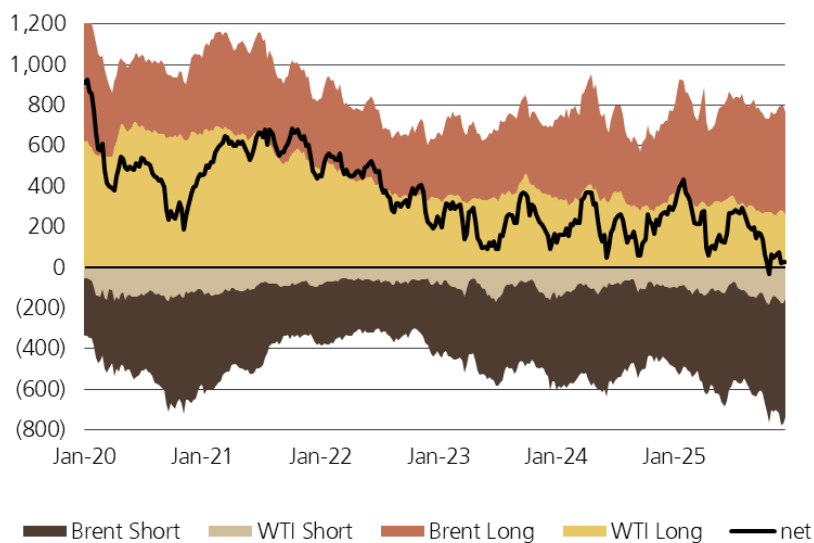


Source: FactSet, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Returns are 12-month and 60-month annualized total returns, measured monthly, beginning 12/31/1993.  $R^2$  represents the percent of variation in total return that can be explained by forward P/E ratios. The forward P/E ratio is the most recent S&P 500 index price divided by consensus analyst estimates for earnings in the next 12 months, provided by IBES since December 1993 and FactSet since January 2022. Past performance is no guarantee of future results. Guide to the Markets – U.S. Data are as of September 30, 2025.

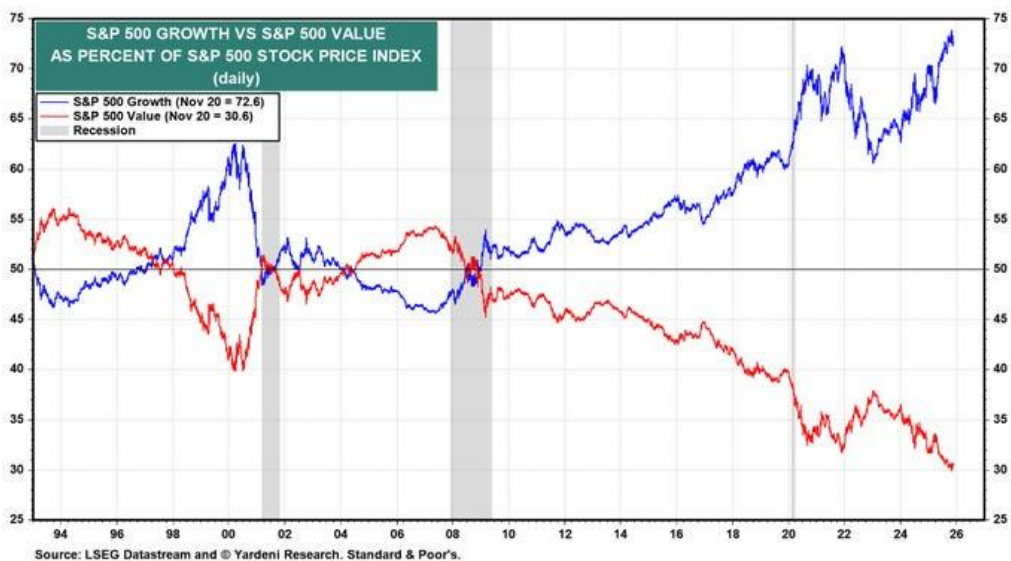
**J.P.Morgan**  
ASSET MANAGEMENT



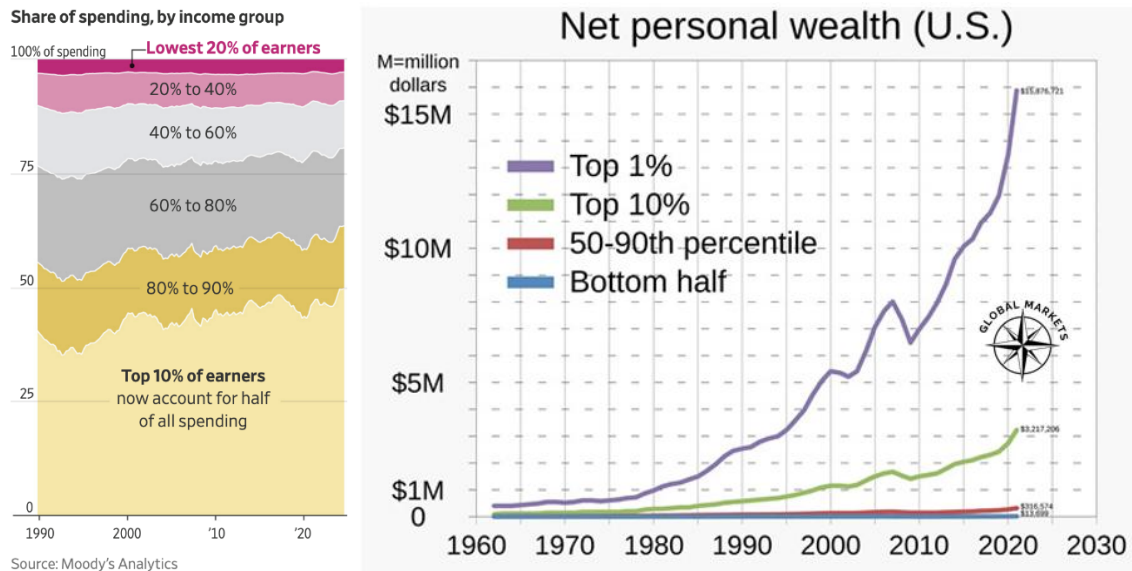
5. El mercado está en pesimismo extremo respecto al petróleo:



6. Además, las acciones value están infraponderadas a niveles récord frente a las acciones growth:



7. La desigualdad en EEUU sigue disparada. La mitad del consumo del país lo realizan el top 10% de personas más ricas—¿cuántos más tiempo es sostenible?—. Mucho cuidado con mirar datos agregados...



8. Microsoft y Google reconocen que [el 30% de su código está escrito por AI](#). El CTO de Microsoft anticipa que, en 4 años, el 95% del código estará escrito por IA:



TechCrunch  
<https://techcrunch.com>



## Microsoft CEO says up to 30% of the company's code was written by AI

29 Apr 2025 — Microsoft CEO Satya Nadella said that 20% to 30% of code inside the company's repositories was “written by software” — meaning...



## Movimientos en la cartera

Además de la cobertura de la divisa mencionada anteriormente, en los últimos meses hemos hecho varias rotaciones significativas en nuestra cartera. A continuación, comento algunas de las operaciones más destacadas.

Por explicar un poco nuestro proceso de inversión, en Castañar tenemos un universo de unas 50-60 empresas que nos gustan, han pasado nuestros filtros, hemos modelado y monitorizamos de manera continua. Este universo de compañías lo vamos ampliando conforme analizamos nuevas empresas. Sin embargo, no todas estas empresas entran a formar parte de nuestra cartera, y muchas “se quedan en el banquillo”. Puede ser por varios motivos: porque estén caras, estemos a la espera de confirmar nuestra tesis de inversión, estemos a la espera de un catalizador, anticipemos varios trimestres de malos resultados...

Para formar parte del equipo titular —y “saltar al campo”—, una empresa debe ser mejor que las que tenemos en cartera o aportar algo adicional: un mayor potencial de revalorización, más diversificación, tener un catalizador inminente, ofrecer exposición a un sector diferente o con vientos de cola, la macro... De esta manera, rotamos las distintas empresas de nuestro universo, asignándoles mayor o menor peso, según los anteriores factores. Siguiendo con la analogía futbolística, damos “más o menos minutos” a cada jugador según el rival y el entorno en el que juguemos.

### District Metals

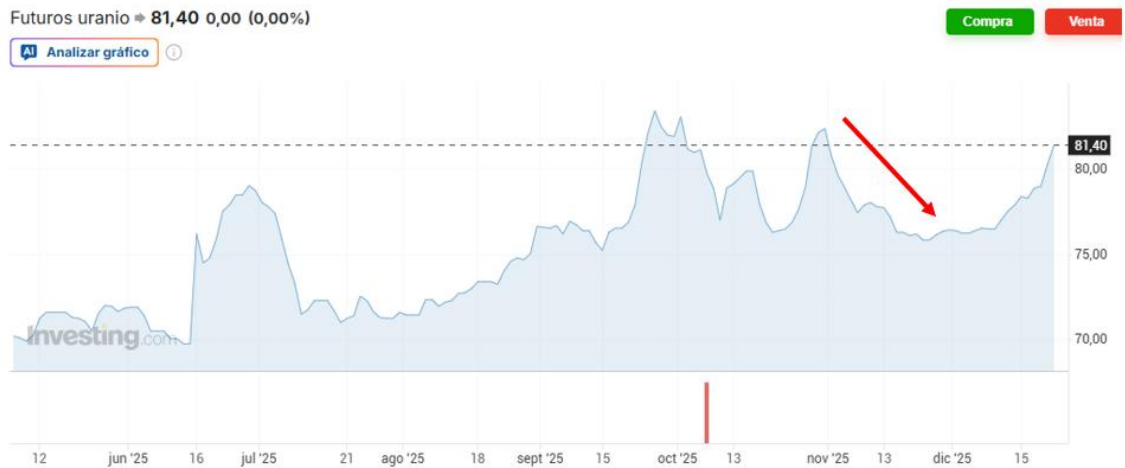
El jugador con más minutos jugados este año ha sido sin duda District Metals, nuestra primera posición. Para los que no la conozcan, recomiendo [este vídeo resumen](#) de Amadeu Bonet de una reciente entrevista con el CEO. Compramos nuestras acciones en marzo del 2024, tras reunirnos en persona con uno de sus directores y después con su CEO (desde aquí dar mi agradecimiento a [Antonio](#) por las introducciones). Tras entender bien la oportunidad de inversión que se estaba dando —tanto desde el punto de vista Value (valoración), como de inversión asimétrica, con catalizador claro (votación en el parlamento) y viento de cola (ciclo del uranio)— empezamos a comprar a \$0.34. Desde entonces, su precio no paró de subir. Nuestra posición se disparó muy por encima del límite que impone la CNMV del 10% y nos dieron 6 meses para regularizar la posición. Como se imaginarán, aguanté al máximo cada día de esos 6 meses antes de vender. No les quepa la menor duda que **siempre haré todo lo posible para defender los intereses de los partícipes** (dentro de la legalidad, obviamente).

El objetivo era esperar hasta el 5 de noviembre, cuando el parlamento sueco iba a votar volver a permitir el minado de uranio. Y así lo hicimos. Las acciones de District Metal se dispararon ese día hasta \$1.65, momento en el cual —muy a nuestro pesar— vendimos una pequeña parte de nuestra posición, tras multiplicar por más de 4 veces nuestra inversión.

Pero, la historia no terminaba aquí. Había muchos [catalizadores futuros](#) que iban a hacer subir aún más la acción. Sin embargo, el mercado no opinaba igual, y las acciones comenzaron a caer repentinamente en las siguientes semanas. ¿Los motivos? Pues varios factores:



1. El clásico “*buy the rumor, sell the news*”, aplicado a una acción en el que **tan sólo el 15% de sus acciones están en circulación**, hizo que su precio se desplomara en cuanto todos los inversores retail quisieron vender.
2. Corrió el falso rumor de que iban a necesitar levantar capital para realizar la exploración inicial (negado por el CEO) y varios fondos abrieron posiciones cortas.
3. El precio del uranio —casualmente— cayó considerablemente en las semanas siguientes:



La acción, a día de hoy, ya ha hecho suelo y empieza a recuperarse de nuevo, una vez que el ruido se ha disipado.

## D-Box

D-Box, empresa que visité en verano y de la que hablé en [mi anterior carta](#), nos sorprendió con una revalorización mucho más inminente y elevada de lo que esperábamos. Tras haber empezado a comprar a \$0.19, fuimos actualizando nuestros modelos conforme la compañía publicaba resultados mejores de lo esperado trimestre tras trimestre. Lamentablemente, fui demasiado conservador en mis estimaciones, y vendimos nuestra posición cuando alcanzó el precio objetivo que teníamos. Hemos multiplicado por 3 nuestra inversión, pero es inevitable tener un mal sabor de boca al ver que las acciones han seguido subiendo.

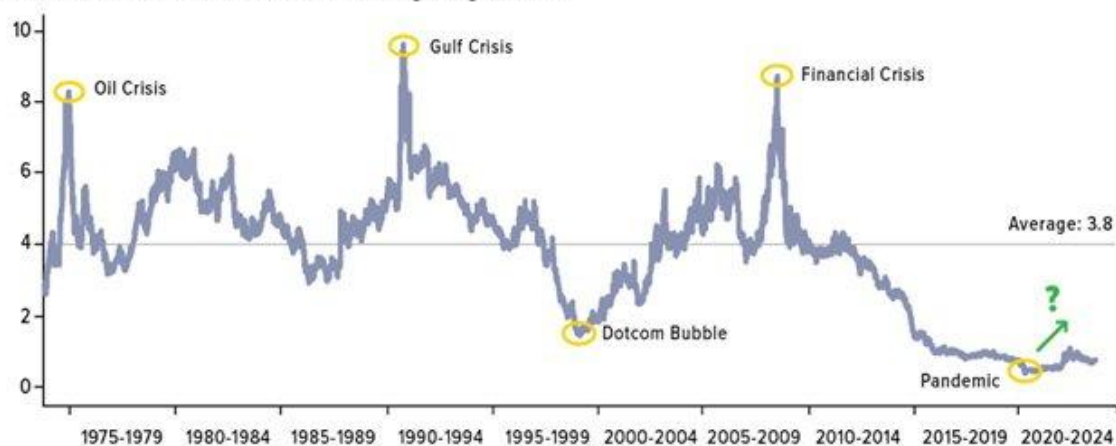


## Materias primas

Otra rotación que estamos haciendo es salir de posiciones más tecnológicas y aumentar nuestro peso en commodities: oro, petróleo, paladio, estaño, tungsteno... Comentaré más acerca de estas posiciones en futuras cartas.

### Commodity Prices Relative to Equities

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



Source: Bloomberg, U.S. Global Investors

Adicionalmente a todo lo anterior, estamos ampliando en posiciones defensivas o que tienen una potencial limitado de caída (*drawdown*). Por dar algunos ejemplos: Perfect Corp. tiene una posición de caja igual a su capitalización de mercado y no tiene deuda; Aersale tiene más inventarios que capitalización de mercado; ADF Group tiene más pedidos que capitalización de mercado; etc...

Todo lo anterior nos construye una cartera robusta, con empresas de alta calidad, que cotizan a ratios ridículos, y que siguen mejorando sus operaciones trimestre a trimestre. Tarde o temprano el mercado lo reconocerá, como ha hecho con D-Box.

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

Un cordial saludo,

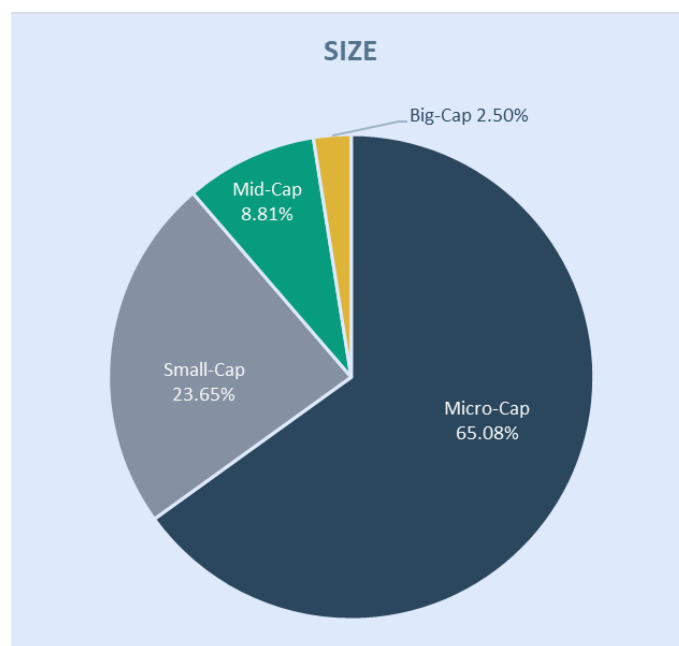
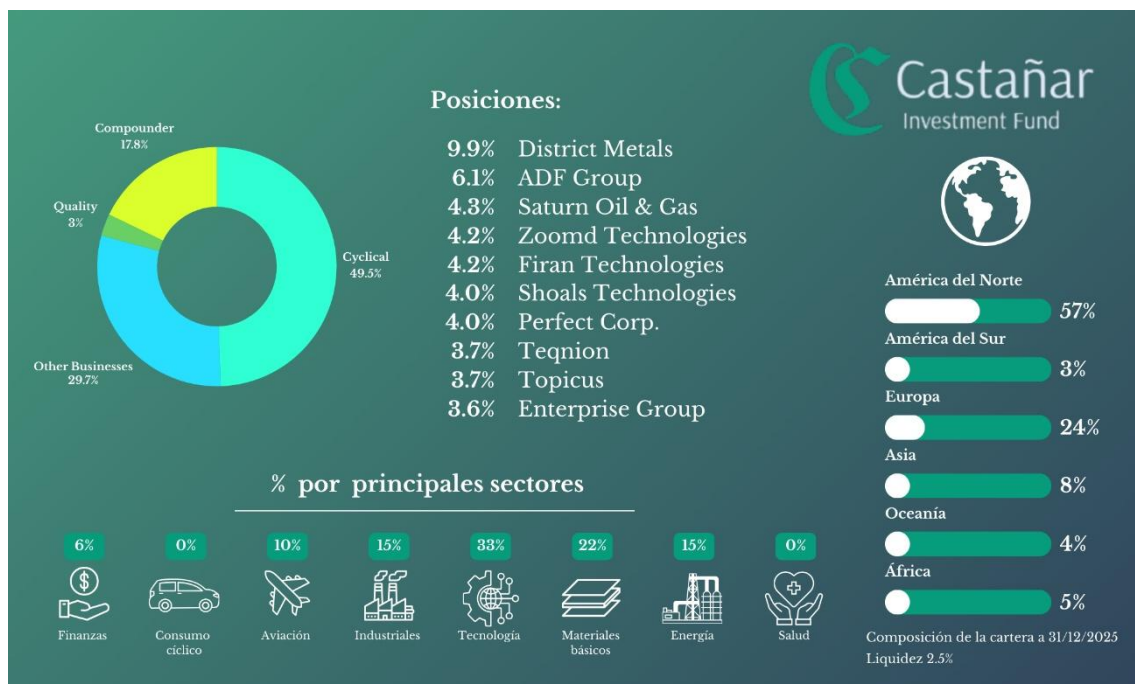


Jesús Sánchez León  
Asesor de Castañar Investment Fund





## Nuestra cartera a 31/12/2025



El fondo tenía un 2.5% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 37 empresas<sup>1</sup> (NameSilo, Bewhere y Bragg Gaming aparecen duplicadas porque tenemos posiciones en dos mercados diferentes: USA y Canadá):

<sup>1</sup> 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



Company	Weight	Industry	Type	Country	Size
District Metals (XTSX:DMX)	9.9%	Raw Materials	Cyclical	Sweden	Micro-Cap
ADF Group (XTSE:DRX)	6.1%	Industrial	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Saturn Oil & Gas (XTSE:SOIL)	4.3%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
Zoomd Tech (XTSX:ZOMD)	4.2%	Tech	Other Businesses	Israel	Micro-Cap
Firan Technology (XTSE:FTG)	4.2%	AS&D	Compounder	Canada	Micro-Cap
SHOALS TECHNOLOGIES GR	4.0%	Tech	Cyclical	USA	Small-Cap
Perfect (XNYS:PERF)	4.0%	Tech	Other Businesses	Taiwan	Micro-Cap
Teqnon (XSTQ:TEQ)	3.7%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
Topicus.Com (XTSX:TOI)	3.7%	Tech	Compounder	The Netherlands	Mid-Cap
Enterprise Grp (XTSE:E)	3.6%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
EQ RESOURCES LIMITED (XA	3.5%	Raw Materials	Cyclical	Australia	Micro-Cap
Propel Holdings (XTSE:PRL)	3.4%	Financial	Other Businesses	USA	Small-Cap
MDA Space (XTSE:MDA)	3.0%	AS&D	Other Businesses	USA	Mid-Cap
ALPHAMIN RESOURCES CORP	3.0%	Raw Materials	Cyclical	DRC	Small-Cap
DarioHealth (XNAS:DRIO)	2.5%	Tech	Other Businesses	USA	Micro-Cap
Snipp (XTSX:SPN)	2.3%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
AerSale (XNAS:ASLE)	2.3%	AS&D	Cyclical	USA	Small-Cap
Borealis Mining (XTSX:BOGO)	2.3%	Raw Materials	Cyclical	USA	Micro-Cap
NameSilo Technol (XCNQ:URL)	2.3%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
Bewhere Holdings (XTSX:BEW)	2.2%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Geodrill (XTSE:GEO)	2.2%	Raw Materials	Cyclical	Ghana	Micro-Cap
Pulse Seismic (XTSE:PSD)	2.1%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Bragg Gaming (XNAS:BRAG)	2.0%	Tech	Other Businesses	The Netherlands	Micro-Cap
Progressive (XTSX:PLAN)	1.9%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Source Energy (XTSE:SHLE)	1.9%	O&G	Cyclical	USA	Micro-Cap
McCoy Global (XTSE:MCB)	1.7%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
Baylin Tech (XTSE:BYL)	1.7%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Gatekeeper Sys (XTSX:GSI)	1.5%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
NameSilo Technol (OTCM:URL)	1.4%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
GeoPark Limited (XNYS:GPRK)	1.4%	O&G	Cyclical	Colombia	Small-Cap
Helius Minerals Limited (XTSX:HLI)	1.1%	Raw Materials	Cyclical	Brazil	Small-Cap
Addtech (XSTQ:ADDT B)	0.9%	Industrial	Compounder	Sweden	Mid-Cap
Lagercrantz Gr (XSTQ:LAGR B)	0.9%	Industrial	Compounder	Sweden	Mid-Cap
Ztest Electronic (XCNQ:ZTE)	0.7%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Bragg Gaming (XTSE:BRAG)	0.7%	Tech	Other Businesses	USA	Micro-Cap
Momentum Group (XSTQ:MMG)	0.5%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
TAMARACK VALLEY ENERGY	0.4%	O&G	Cyclical	Canada	Mid-Cap
Bewhere Holdings (OTCM:BEW)	0.2%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
East Side Games (XTSE:EAGR)	0.1%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Aurora Solar (XTSX:ACU)	0.1%	Industrial	Special Situations	Australia	Micro-Cap
CASH	2.5%	Financial	Quality	Spain	Big-Cap
	<b>100%</b>				

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>.

