

Predecir la lluvia no cuenta. *Construir el arca, sí.*

WARREN BUFFETT

Carta anual a accionistas de Berkshire Hathaway, 2001

Contenido

Comentario del mercado	2
Posicionamiento de la cartera.....	4
Movimientos en la cartera	8
Nuestra cartera a 31/3/2026	12

Querida familia:

Arrancamos 2026 con un trimestre que nos ha recordado, una vez más, por qué en este fondo hablamos tanto de humildad, margen de seguridad y visión a largo plazo. Castañar termina el primer trimestre de 2026 con un **1,2% de rentabilidad, tras alcanzar máximos históricos** justo antes de la guerra. Hemos acumulado un 37.7% de rentabilidad desde inicio, equivalente a un 9,5% anualizado. En un trimestre en el que los grandes índices terminan en negativo (S&P500 -4.6%, Nasdaq -6%...), nuestra rentabilidad muestra –una vez más– lo diversificada que está la cartera de Castañar respecto al universo global de inversión.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2026	1.2%					37.7%
2025	-14.9%	17.9%	10.2%	-0.2%	10.3%	Anualizada
2024	7.2%	2.4%	3.8%	10.4%	25.8%	9.5%
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



Comentario del mercado

Volatilidad, volatilidad y volatilidad. No me canso de decirlo, **la volatilidad en nuestro fondo va a ser una compañera de viaje y debemos aceptarla, aprovecharla y mirar a largo plazo.** De alcanzar una rentabilidad del 10,5% en los dos primeros meses y alcanzar nuestro máximo histórico, a llegar a caer en dos ocasiones por debajo del valor liquidativo de principios de año, a volver a estar otra vez casi en máximos. Está en nuestra mano aprovechar esos valles y picos para realizar movimientos que mejoren la rentabilidad de la cartera y beneficiarnos de ella. Como ya dijimos en una carta anterior —y enfatiza la cita que encabeza esta carta—, **no podemos controlar cuándo se va a caer el mercado; por eso nos concentramos en preparar la cartera para que se recupere lo más rápido posible.**



Visto con perspectiva, este trimestre ha sido una carrera de obstáculos en tres pistas simultáneas —geopolítica, metales y política comercial— que en realidad son una sola: el final —cada vez más evidente— del orden económico que heredamos de 2008. **Se ha pasado de un orden basado en reglas liberales y hegemonía cultural a uno dominado por la geoeconomía, el uso de la fuerza y la seguridad hemisférica. La economía se utiliza ahora como una herramienta para desplegar poder.** Esto implica priorizar la capacidad militar, la energía, la tecnología y el control de infraestructuras estratégicas por encima de los valores democráticos o el libre comercio.

El año arrancó con un titular que pocos esperaban tan pronto. El 3 de enero, la operación estadounidense “Absolute Resolve” culminó con la captura de Nicolás Maduro. El petróleo aún cotizaba a \$57, pero el tablero ya estaba empezando a moverse. Pocas semanas después, el oro clavó un máximo histórico y el día siguiente el uranio hizo lo propio. A los metales el futuro les suele llegar antes.

Febrero fue el mes en el que el mundo se puso a apilar recursos y a reescribir las reglas. El 3 de febrero, la china Nonferrous Metals Industry Association pidió públicamente al gobierno chino ampliar las reservas estratégicas de cobre, tras el metal haber superado el récord de \$14,000/t. Al



otro lado del Pacífico, Estados Unidos aceleraba la recarga de su Reserva Estratégica de Petróleo (SPR), cosa que China llevaba años haciendo —y tontos no son...—. A finales de febrero, Irán aceleró sus exportaciones al máximo: el mercado físico empezaba a descontar que algo gordo venía.

La parte que menos apareció en los medios, pero quizá más importante, ocurrió en los tribunales. El Tribunal Supremo estadounidense declaró ilegal el uso del IEEPA como base jurídica para los aranceles generalizados que la administración Trump venía aplicando. La respuesta fue inmediata: el 20 de febrero, Trump firmó una orden ejecutiva reinstaurando aranceles del 10% apoyándose ahora en la Sección 122 del Trade Act (¡de 1974!). Paralelamente, China empezó a restringir la oferta y exportación de minerales críticos, como herramienta de política exterior. Nadie dirá que fue una casualidad. EE.UU. le siguió, haciendo lo mismo poco después...

Y en marzo... bueno, no voy a repetir lo que todos hemos leído. Sí quisiera mencionar que, a diferencia de lo que se ha dicho en los medios, en mi opinión, es una guerra que tiene de trasfondo a China y el incremento de la hegemonía estadounidense en el comercio internacional. No creo que ni las revueltas ni el uranio enriquecido estén detrás de estos ataques. Estados Unidos quiere controlar a China y no puede. ¿Cómo hacerlo de forma “pacífica”? A través de uno de los pocos puntos débiles que tiene: la cadena de suministro energético. Primero, con el control de Venezuela, y luego con el bloqueo del estrecho de Ormuz. Además, a la vez, consigue recuperar el control sobre el precio del petróleo que, hasta ese momento, tenían los países del Golfo que lideran la OPEC. Con todo esto, Estados Unidos se ha convertido en el proveedor de referencia de Europa y ha incrementado sus exportaciones de LNG a niveles máximos históricos.

Dicho todo lo anterior, conviene pararse un segundo y mirar el cuadro completo. Todos los grandes actores —Estados Unidos, China, la Unión Europea, la OPEC— están jugando a lo mismo: **apilar recursos, restringir lo que venden y proteger la cadena de suministro propia**, aunque cueste dólares o tratados. Venezuela, la UE, Ormuz y las vetas de tungsteno son capítulos del mismo libro. El inversor que se limite a mirar múltiplos de P/E se perderá la parte más importante de esta historia; el que entienda quién controla el grifo tendrá una ventaja que no aparece en ningún screener.



Posicionamiento de la cartera

El petróleo vuelve al centro del tablero

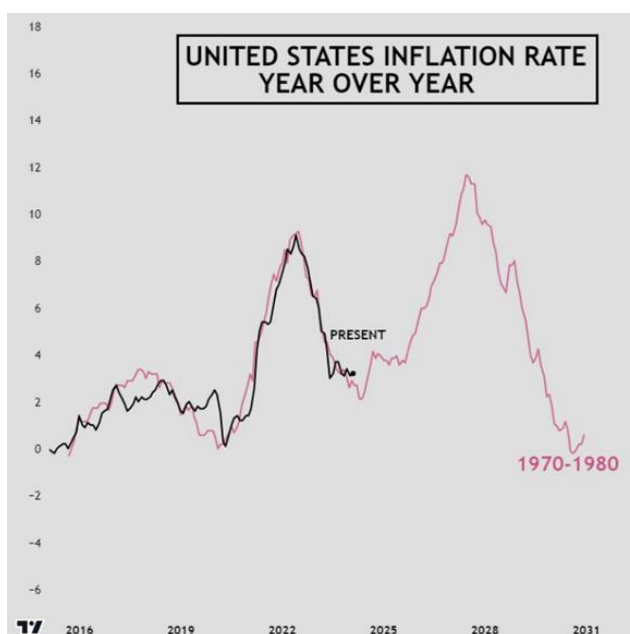
Desde la primera carta de Castañar en 2022, hemos defendido la misma tesis sobre el crudo: el mercado financiero y el mercado físico pueden vivir desacoplados durante años, pero al final se reencuentran, y los catalizadores geopolíticos sólo son la chispa, no la causa. La causa, como llevamos documentando carta tras carta, es la infrainversión estructural en capacidad global desde 2015 combinada con un mercado cada vez más tensionado. De ahí que, el shock de este trimestre no es una anomalía: es la materialización de un desequilibrio que estaba ahí desde hace años, demostrando la fragilidad del sistema, tal y como lo [compartíamos en redes](#).

Inflación, tipos y liquidez

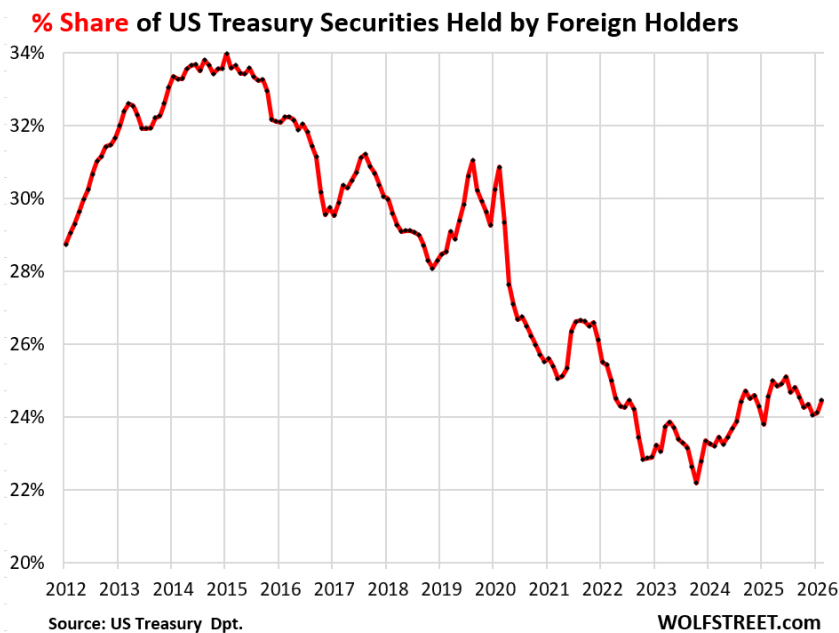
No nos consideramos expertos en macroeconomía –ni pretendemos serlo–, ni creemos que nadie la pueda predecir. Pero sí que somos plenamente conscientes de que la macroeconomía es el mar por el que todas las empresas navegan. Sus oleajes pueden hundir barcos, o llevarlos a buen puerto. De la misma manera que un capitán de barco comprueba la previsión meteorológica antes de hacerse a la mar, nosotros consideramos primordial incluir en nuestros análisis el estado de la situación macroeconómica.

¿Qué es lo que vemos?

1. **La inflación no da tregua:** El PCE ha saltado al 3,0% y el PPI al 3.4%. Lo alarmante es que estos datos son previos al impacto del conflicto en Irán. Esto invalida cualquier narrativa de bajada de tipos a corto plazo; la Fed tiene las manos atadas.



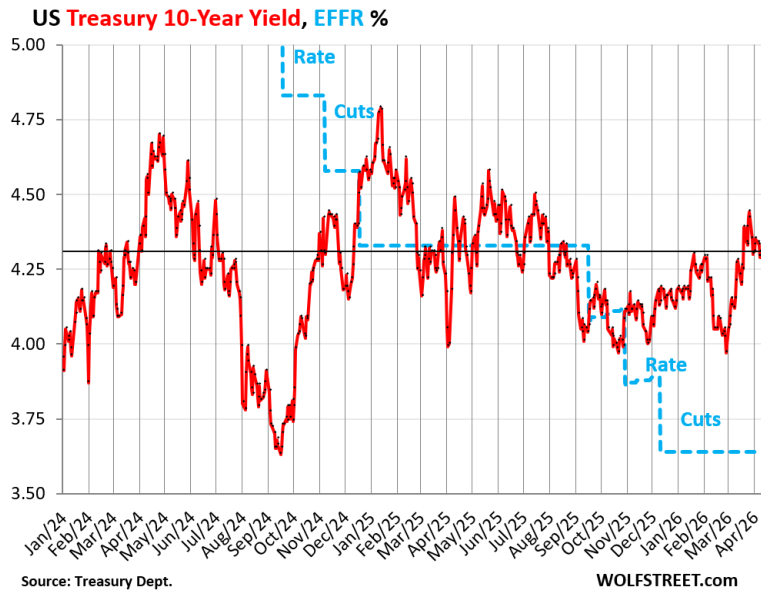
2. **Crisis de liquidez global:** Estamos viendo a los Bancos Centrales (Japón, Turquía) liquidar activos (bonos estadounidenses) y reservas de oro por necesidad, no por elección. Es la lucha por la liquidez, en la que el dólar está saliendo reforzado. Consecuentemente, cerramos la cobertura que teníamos abierta sobre el dólar. Por otro lado, queda la incógnita de Japón: si Japón se ve forzado a vender masivamente sus bonos americanos para defender su moneda, el shock en el [mercado de deuda global](#) podría ser histórico.



3. **El "Cuello de Botella":** El estrecho de Ormuz ha demostrado ser el punto de fragilidad definitivo. Una interrupción ahí no es solo un problema logístico, es un golpe directo a la base energética de la economía que ninguna política monetaria puede corregir. El cierre de Ormuz ha inyectado una dosis de adrenalina a los precios que tardará meses en disiparse.
4. **La deuda estadounidense:** El gobierno estadounidense se enfrenta en 2026 a una tormenta perfecta. La deuda pública récord choca con un muro de vencimientos que obliga



a refinanciar billones de dólares emitidos a tipos cercanos al 0%, ahora a las condiciones draconianas del 5%. La crisis de liquidez llega en el peor momento: el Tesoro necesita un dólar débil para abaratar sus exportaciones y aliviar la carga, pero la realidad va en dirección contraria. La necesidad del gobierno de [absorber cada dólar disponible vía megasubastas de venta de bonos](#) actúa como aspiradora de liquidez que, irónicamente, fortalece el dólar y disparará los yields. Cada paso encarece la siguiente subasta, asfixia al sector privado y alimenta un ciclo en el que el Estado canibaliza la economía que intenta salvar.



Oro

El oro ha sido –literalmente– la estrella y el villano del trimestre. El 28 de enero marcó un máximo histórico en \$5,589/oz, superando los \$5,000 por primera vez en la historia, y terminó el trimestre en \$4,572/oz (+3,1% YTD). Entre medias, un rally vertical durante enero –con el oro anticipando lo que otros activos sólo empezarían a ver después del 28 de febrero– y un retroceso brutal cuando la Fed confirmó que no iba a relajar su política monetaria y el coste de oportunidad de mantener un metal sin rendimiento volvió a dispararse.



Sorprende, sin embargo, que ante un evento bélico y, sobre todo, ante tanta incertidumbre, hayamos visto una caída en los precios del oro de esta magnitud. El oro, que tradicionalmente ha sido un activo refugio, esta vez no era lo suficientemente seguro para los inversores, y fue temporalmente desplazado por los dólares americanos. Ante esta oportunidad, aprovechamos para incrementar –más aún– nuestra posición, haciendo incluso uso de derivados, que ya acumulan +40% de rentabilidad.

¿Cómo navegamos todo esto en Castañar?

Como nos reconocemos incapaces de predecir el próximo movimiento de los bancos centrales, nuestra respuesta es invertir en activos reales y empresas que son necesarias para el día a día de la sociedad. Preferimos la seguridad de lo tangible.

Por eso, en este escenario de canibalización de liquidez y repunte inflacionario, los activos que mejor se alinean para prosperar son aquellos que poseen "valor intrínseco y autonomía financiera". Específicamente, empresas sin deuda que refinanciar; y productores de activos reales expuestos a mercados con oferta estructuralmente restringida –la energía (petróleo y gas) y los metales estratégicos (oro, plata, cobre, wolframio...)–, donde la ventaja no está en fijar el precio, sino en estar en la parte baja de la curva de coste mientras el precio global sube. A esta lista, podemos añadir también las empresas vinculadas con defensa, y aquéllas que se benefician del gasto público directo (infraestructura...).



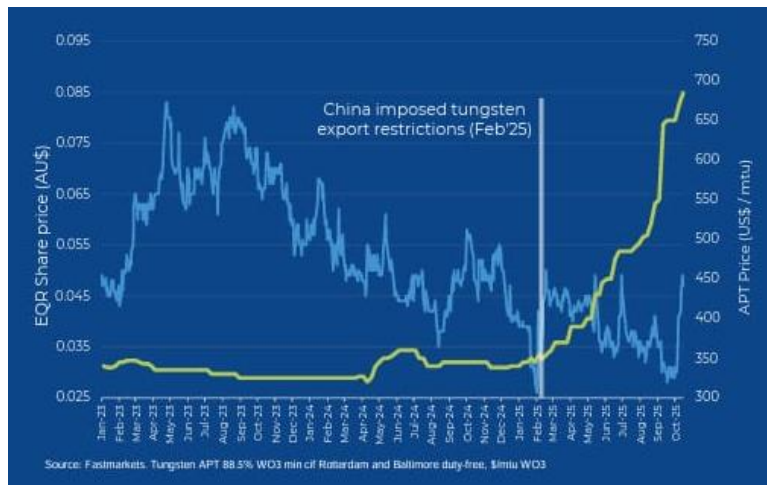
Movimientos en la cartera

Materias primas

Ya anticipábamos en nuestra última carta nuestra inversión en Tungsteno (o Wolframio). **EQ Resources (EQR)** se ha convertido este trimestre, sin hacer ruido y por pura revalorización (+285% en tres meses), en nuestra primera posición de cartera. La producción de Q4 2025, reportada en enero, subió un 33% trimestral hasta 38.292 mtu; mientras que el precio del tungsteno se disparaba (ver imagen de abajo). Además, la compañía espera un “aumento material” de producción en 2026 gracias a la mina de Barruecopardo y el acceso a la vena Iolanthe de Mt Carbine.



Este escenario de incremento de producción tiene lugar mientras China –que produce más del 80% mundial– decidió limitar la exportación de tungsteno. ¿El motivo? No hay suficiente, ¡ni siquiera para su demanda interna! De hecho, China está importando y comprando minas en otros países para poder satisfacer sus necesidades del metal. Tal es la escasez, que tienen un [borrador de ley](#) por el que van a obligar a las empresas a mantener inventarios estratégicos de reserva y el gobierno se guarda la posibilidad de restringir más aún las exportaciones, que ya de por sí bajaron un 34% entre enero y febrero, y fueron cero (0) en marzo.



Por último, un beneficio colateral –aunque no buscado–, ha sido el conflicto bélico en Irán. El tungsteno es [altamente utilizado en misiles](#), especialmente en ojivas y toberas. En ese escenario, tener un productor occidental con activos en España y Australia pasa de “estratégico” a “imprescindible”.

Alphamin Resources (AFM) publicó una guía preliminar para Q1: EBITDA récord de 158 M USD, un 46% más que el trimestre anterior, con una producción de 5.026 toneladas de estaño. La razón, como en todos los ciclos de materias primas, es aritmética: el estaño pasó de un precio medio de \$37.995/t en Q4 2025 a \$49.278/t en Q1 2026, un +30% trimestral que se traslada casi en bloque al margen. El estaño es un mercado estrecho, con muy pocos productores, demanda estructural por la electrificación, que va a seguir creciendo. Adicionalmente, proyectamos una rentabilidad por dividendo superior al 15%.

La otra gran historia del trimestre es la construcción del bloque de metales preciosos, que a 31 de marzo ya suma cerca del 15% de la cartera. **Regulus Resources (REG)**, **Río2 (RIO)**, **Helius Minerals (HHH)**, **Pan American Silver (PAAS)**, **Borealis Mining (BOGO)**... No hemos entrado en el oro por titular sino por convicción de ciclo, como ya hemos explicado en el anterior apartado.

Energía

El bloque energético, con **Saturn (SOIL)** a la cabeza (+92% en el trimestre), ha sido el otro gran beneficiario directo del shock del petróleo. Saturn publicó el cierre fiscal 2025 con unas cifras contundentes: C\$110 M de deuda amortizada, producción récord de Q4 y un free funds flow yield del 50%. Además, el presupuesto que presentaron para 2026 asume WTI a \$60 –muy por debajo del realizado trimestral–, lo que se traduce en palanca operativa pura si el crudo se mantiene en estos niveles.

Otras empresas

En diciembre [compartíamos en redes](#) la mini-tesis de **Perfect Corp.** (PERF). Es uno de esos casos que el mercado parece haber olvidado deliberadamente. La compañía cotizaba con un EV negativo –lo que equivale a decir que la caja en el banco es mayor que la capitalización entera más la deuda (cero en este caso)–. Sin embargo, no estamos ante una empresa en declive ni en pérdidas estructurales: los ingresos han crecido al 12% anual en tres años y al 21% en cinco, el beneficio neto y el flujo de caja operativo han seguido un patrón de hockey stick hacia la rentabilidad, y la compañía genera FCF positivo incluso antes de contabilizar los intereses de su posición de caja neta. La base de clientes no deja margen para el argumento de la calidad cuestionable: Sephora, Estée Lauder, Clinique, Shiseido y NARS no son referencias de conveniencia, son los grandes del sector belleza global. Y en cuanto a la exposición a inteligencia artificial, Perfect Corp. es precisamente la tecnología que alimenta la herramienta de análisis de piel de Sephora –IA aplicada a beauty-tech en el punto de conversión del consumidor–. La tesis, en suma, es sencilla: el mercado está valorando a cero el negocio de una empresa rentable, en crecimiento y con clientes de primer nivel, simplemente porque es pequeña y está fuera del radar.

La CEO –que es la mayor accionista y no es tonta...– [ha lanzado una oferta de compra de la compañía](#) a \$1.95. Consecuentemente, se formó una comisión independiente para evaluar ésta y otras posibles ofertas. Nosotros consideramos que incluso el precio de \$1.95 es ridículo, y más teniendo en cuenta que la compra se va a pagar casi en su totalidad con la caja de la empresa. Sin embargo, Mr. Market nos la sigue ofreciendo a \$1.7...



Digno de mención son también:

- **ADF Groupe**, que sigue firmando contratos y ya acumula pedidos por importe de C\$718M (el mercado la valora a C\$300 M)
- **AerSale** tiene inventarios mayores que su capitalización bursátil, sigue colocando sus aviones en leasing y sus divisiones de ingeniería están creciendo a doble dígito
- **Dario Health** recibió múltiples ofertas de compra y ha contratado a la Tier 1 Perella Weinberg Partners para gestionar la adquisición
- **Propel** ha sido arrastrada por el escándalo en goeasy (modelo y geografía diferente al suyo) y los miedos a una posible recesión. Nosotros lo vemos, sin embargo, como algo que podría beneficiar a la compañía (que es antifrágil).
- **Snipp Interactive**, donde ha entrado un fondo institucional de renombre
- **NameSilo** anunciando la segunda spin-off en menos de un año, la adquisición de Reach y un programa de recompras
- **Teqnion**, cuya cotización está siendo ensombrecida por disputas legales de una de sus 37 subsidiarias, pero cuyo proceso ha sido agilizado y se resolverá en las próximas semanas
- **MDA Space**, donde cerramos temporalmente la posición tras obtener un **+40% en poco menos de 4 meses**

District Metals

Quien haya jugado al póker conoce el “*tilt*”: ese estado emocional en el que, después de varias manos mal jugadas, dejas de jugar las cartas y empiezas a jugar contra el rival, contra la mesa o contra ti mismo. Las decisiones dejan de obedecer al cálculo y pasan a obedecer al orgullo. En inversión ocurre exactamente lo mismo: te obcecas con una posición, la ves caer, la promedias, vuelve a caer, la promedias otra vez, y cada nueva compra ya no es una decisión de inversión sino una decisión de ego. Unido a esto, si además has defendido esta empresa en redes sociales, la comentaste en la última carta, entrevistas, etc.; de repente te encuentras con que no estás gestionando dinero, estás gestionando tu identidad como inversor. Eso es *tilt* de libro.

El antídoto es fácil de decir y difícil de practicar: cada nueva compra tiene que ser defendible como si fuese la primera vez que entras en la acción. Si hoy bajaras del avión, sin posición previa y sin haberla mencionado nunca en público, ¿la comprarías al precio al que cotiza ahora? Si la respuesta es un sí —con la tesis en la mano y el margen de seguridad delante—, promediar tiene sentido. Si la respuesta es “bueno, ya que la tengo...”, hay *tilt*, y el trabajo es admitirlo antes de poner la siguiente orden.

Y esto no es teoría: es literalmente lo que nos ha tocado hacer con District Metals este trimestre. A finales de febrero, el gobierno sueco anunció una investigación para introducir un nuevo veto municipal específico para la extracción de esquistos aluminosos, la misma roca que aloja el depósito de Viken. La legislación de levantamiento de la moratoria de uranio, que acababa de entrar en vigor el 1 de enero, quedaba de repente matizada por otra pieza regulatoria imprevista en plena precampaña electoral sueca, y la acción se cayó (y cayó fuerte). Con la tesis tocada en una de sus patas clave (no en la geología ni en el equipo, ambos intactos, sino en el encaje político-regulatorio que habíamos dado por resuelto) tomamos la decisión más incómoda posible: vender toda la posición a C\$0.45, **materializando beneficios del +36% y eliminando el riesgo regulatorio**. Bajo mi criterio, las reglas del juego habían cambiado, o como decimos en ingeniería, las condiciones de contorno ya no eran las mismas.



Inmediatamente les escribí en febrero narrando los acontecimientos. Ya saben que para mí la transparencia es fundamental. Ahí les decía que el potencial de District Metals sigue siendo enorme: si el proyecto prospera, el valor intrínseco de la acción supera los C\$3 (frente a los C\$0.35 a los que llegó a cotizar). Sin embargo, preferí analizar la situación desde la barrera, tras haber asegurado nuestros beneficios. Si el panorama se despejaba en un futuro, no habría una diferencia relevante entre retomar la posición a \$0.4 o a \$0.6; pero la prioridad en ese momento era la seguridad del capital, no el precio de reentrada.

Desde esa fecha hasta hoy, nos hemos reunido hasta cuatro veces con el CEO (incluso en Madrid), dejamos que el contexto de la consulta se fuera aclarando, y decidimos reconstruir la posición. Esta nueva posición –como no podía ser de otra manera– debería estar calibrada en tamaño al nuevo perfil de riesgo que impone la incertidumbre política de un año electoral, y sin dejarnos llevar por el entusiasmo que generan el potencial de la compañía ni el tamaño que llegó a alcanzar la posición original. Comenzamos a comprar a 3.5 SEK (C\$0.52) hasta un tamaño semejante al que tuvo District Metals cuando la incorporamos por primera vez y tenía toda la incertidumbre política por delante. Ahora, como la compañía también cotiza en Suecia, optamos por comprar en ese mercado, tanto por ser su mercado local, como para evitar la diferencia horaria.

En resumen, esos 7 céntimos de diferencia entre la salida y la entrada (C\$0.52 – C\$0.45 = C\$0.07), no nos han supuesto un coste adicional significativo si la tesis termina materializándose. Pero, esos 7 céntimos nos han permitido proteger nuestro capital, analizar la nueva situación política, el posicionamiento de cada partido político, la reacción de la compañía (CEO comprando), y sobre todo realizar una decisión de inversión de una manera racional y no basada en emociones.

Sé que esa venta ha tenido un coste reputacional. He recibido numerosas críticas públicas –en medios y en redes– por vender una acción que era nuestra primera posición en cartera y que yo mismo había defendido con convicción durante meses. Lo entiendo y lo acepto sin acritud: **es el precio de hacer las cosas por escrito y delante de todo el mundo.** Pero entre defender mi ego –aguantar la posición para no tener que admitir en público que la circunstancia había cambiado– y defender a mis partícipes –proteger vuestro capital con una salida ordenada y una vuelta en un tamaño adecuado al nuevo riesgo–, no tengo ninguna duda qué elegir.

De ahí venían mis ganas de traeros la analogía del *tilt*: no como concepto abstracto, sino como recordatorio de que **la disciplina racional a veces duele y, aun así, es la única opción honesta cuando la situación cambia.**

Como pueden comprobar, sigo trabajando por el bien de sus ahorros y de los míos. Tenemos una cartera sólida, resiliente y, lo más importante, muy bien posicionada para todo lo que nos acontece. Quedo a su disposición para cualquier aclaración que sea necesaria.

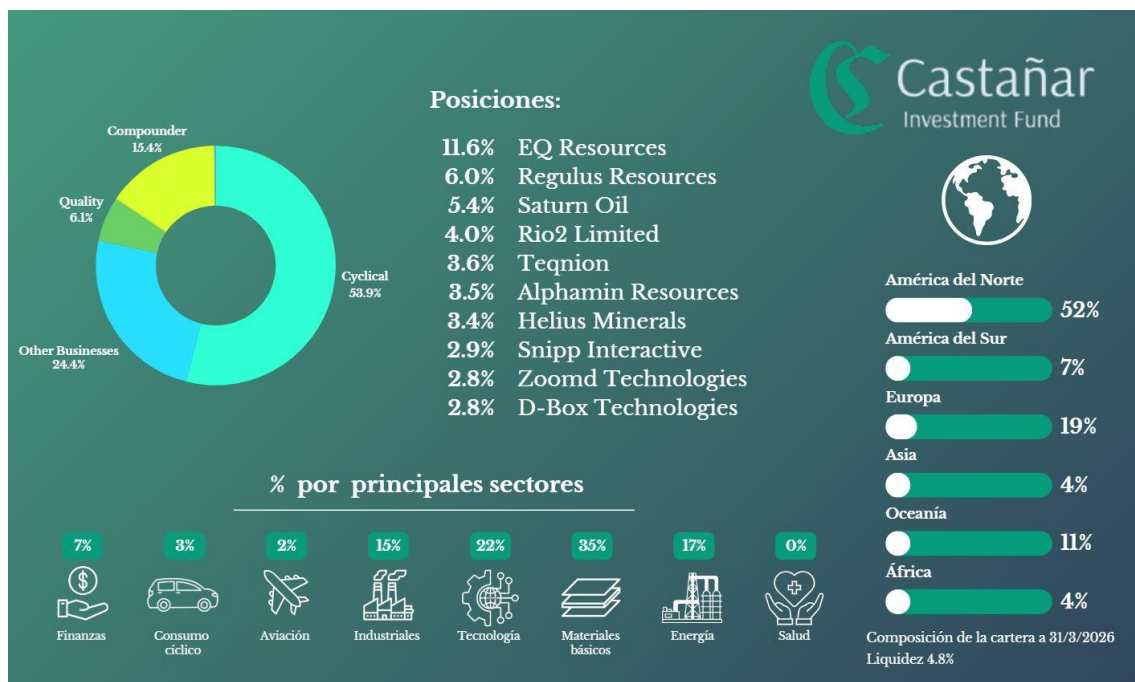
Un cordial saludo,



Jesús Sánchez León
Asesor de Castañar Investment Fund



Nuestra cartera a 31/3/2026



El fondo tenía un 4.8% de liquidez y éramos dueños de las siguientes empresas¹ (NameSilo, Bewhere y Bragg Gaming aparecen duplicadas porque tenemos posiciones en dos mercados diferentes: USA y Canadá):

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>.



Company	Weight	Industry	Type	Country	Size
EQ RESOURCES LIMITED (XASX:EQR)	11.6%	Raw Materials	Cyclical	Australia	Small-Cap
REGULUS RESOURCES INC. (XTSX:REG)	6.0%	Raw Materials	Cyclical	Canada	Small-Cap
Saturn Oil & Gas Inc. (XTSE:SOIL)	5.4%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
CASH	4.8%	Financial	Quality	Spain	Large-Cap
Rio2 Limited (XTSE:RIO)	4.0%	Raw Materials	Cyclical	Chile	Small-Cap
Teqnon AB (XSTO:TEQ)	3.6%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
ALPHAMIN RESOURCES CORP. (XTSX:A	3.5%	Raw Materials	Cyclical	DRC	Small-Cap
Helius Minerals Limited (XTSX:HHH)	3.4%	Raw Materials	Cyclical	Brazil	Small-Cap
Snipp Interactive Inc. (XTSX:SPN)	2.9%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
ZOOMD TECHNOLOGIES LTD. (XTSX:ZC	2.8%	Tech	Other Businesses	Israel	Micro-Cap
D-Box Technologies Inc. (XTSE:DBO)	2.8%	Consumer	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
PROPEL HOLDINGS INC. (XTSE:PRL)	2.5%	Financial	Other Businesses	USA	Small-Cap
Pulse Seismic Inc. (XTSE:PSD)	2.3%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
GATEKEEPER SYSTEMS INC. (XTSX:GSI)	2.2%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
TOPICUS.COM INC. (XTSX:TOI)	2.1%	Tech	Compounder	The Netherlands	Mid-Cap
BEWHERE HOLDINGS INC. (XTSX:BEW)	2.0%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Firan Technology Group Corporation (X	2.0%	AS&D	Compounder	Canada	Small-Cap
TOTAL ENERGY SERVICES INC. (XTSE:T	1.9%	O&G	Cyclical	Canada	Small-Cap
GEODRILL LIMITED (XTSE:GEO)	1.9%	Raw Materials	Cyclical	Ghana	Micro-Cap
ADF GROUP INC. (XTSE:DRX)	1.8%	Industrial	Cyclical	Canada	Micro-Cap
DARIOHEALTH CORP. (XNAS:DRIO)	1.6%	Tech	Other Businesses	USA	Micro-Cap
Lycos Energy Inc (XTSX:LXC)	1.6%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
NameSilo Technologies Corp. (XCNQ:U	1.6%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
Pan American Silver Corp. (XNYS:PAAS)	1.6%	Raw Materials	Cyclical	Mexico	Large-Cap
PROGRESSIVE PLANET SOLUTIONS INC	1.6%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Constellation Software Inc. (XTSE:CSU)	1.5%	Tech	Compounder	Canada	Large-Cap
Lagercrantz Group AB (XSTO:LAGR B)	1.5%	Industrial	Compounder	Sweden	Mid-Cap
OKEANIS ECO TANKERS CORP. (XNYS:E	1.5%	O&G	Cyclical	Greece	Small-Cap
NameSilo Technologies Corp. (XCNQ:U	1.4%	Tech	Compounder	Canada	Micro-Cap
Momentum Group AB (XSTO:MMGR B)	1.3%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
Enterprise Group, Inc. (XTSE:E)	1.3%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
GOODWIN PLC (XLON:GDWN)	1.3%	Industrial	Quality	UK	Small-Cap
Biorem Inc. (XTSX:BRM)	1.2%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Perfect Corp. (XNYS:PERF)	1.2%	Tech	Other Businesses	Taiwan	Micro-Cap
Bragg Gaming Group Inc. (XTSE:BRAG)	1.2%	Tech	Other Businesses	The Netherlands	Micro-Cap
ZTEST ELECTRONICS INC. (XCNQ:ZTE)	1.2%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Source Energy Services Ltd. (XTSE:SHLE	1.1%	O&G	Cyclical	USA	Micro-Cap
SHOALS TECHNOLOGIES GROUP, INC. (X	1.0%	Tech	Cyclical	USA	Small-Cap
SEASCAPE ENERGY ASIA PLC (XLON:SE	0.7%	O&G	Cyclical	UK	Micro-Cap
Gibl X Silver Miners ETF (ARCX:SIL)	0.7%	Raw Materials	Cyclical	USA	Large-Cap
McCOY GLOBAL INC. (XTSE:MCB)	0.6%	O&G	Cyclical	Canada	Micro-Cap
DISTRICT METALS CORP. (XSTO:DMXSE	0.6%	Raw Materials	Cyclical	Sweden	Micro-Cap
Amplify Jr Slvr Miners (ARCX:SILJ)	0.5%	Raw Materials	Cyclical	USA	Large-Cap
THERMAL ENERGY INTERNATIONAL IN	0.5%	Industrial	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
Momentum Group AB (XSTO:MMGR B)	0.4%	Industrial	Compounder	Sweden	Small-Cap
VanEck:Jr Gold Miners (ARCX:GDXJ)	0.3%	Raw Materials	Cyclical	USA	Large-Cap
Bragg Gaming Group Inc. (XTSE:BRAG)	0.3%	Tech	Other Businesses	The Netherlands	Micro-Cap
VanEck:Gold Miners (ARCX:GDX)	0.2%	Raw Materials	Cyclical	USA	Large-Cap
VanEck:Gold Miners (ARCX:GDX)	0.2%	Raw Materials	Cyclical	USA	Large-Cap
AURORA SOLAR TECHNOLOGIES INC. (X	0.2%	Industrial	Special Situations	Australia	Micro-Cap
BEWHERE HOLDINGS INC. (XTSX:BEW)	0.2%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
East Side Games Group Inc. (XTSE:EAGI	0.1%	Tech	Other Businesses	Canada	Micro-Cap
52	100.0%				

