

«Los dogmas del pasado tranquilo no sirven para el presente tormentoso. La situación está cargada de dificultades, y debemos estar a la altura de las circunstancias.

Como nuestro caso es nuevo, debemos pensar de nuevo y actuar de nuevo.

Debemos liberarnos de nuestras ataduras, y entonces salvaremos a nuestro país.»

ABRAHAM LINCOLN

Contenido

Comentario del mercado	2
Movimientos de la cartera	4
SK Hynix, Samsung y el ciclo de los semiconductores.....	4
Goodwin: vender la joya y quedarse con el cofre.....	17
Nuestra cartera a 30/9/2026	20

Querida familia:

Castañar termina el tercer trimestre de 2026 con un **2.5% de rentabilidad**. Acumulamos un 6.3% de rentabilidad en el año, lo que supone un 44.6% de rentabilidad desde inicio, equivalente a un 9.6% anualizado.

Rentabilidad	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
2026	1.2%	2.4%	2.5%		6.3%	44.6%
2025	-14.9%	17.9%	10.2%	-0.2%	10.3%	Anualizada
2024	7.2%	2.4%	3.8%	10.4%	25.8%	9.6%
2023	2.0%	-5.2%	10.2%	-4.4%	1.9%	
2022			0.6%	-4.3%	-3.8%	



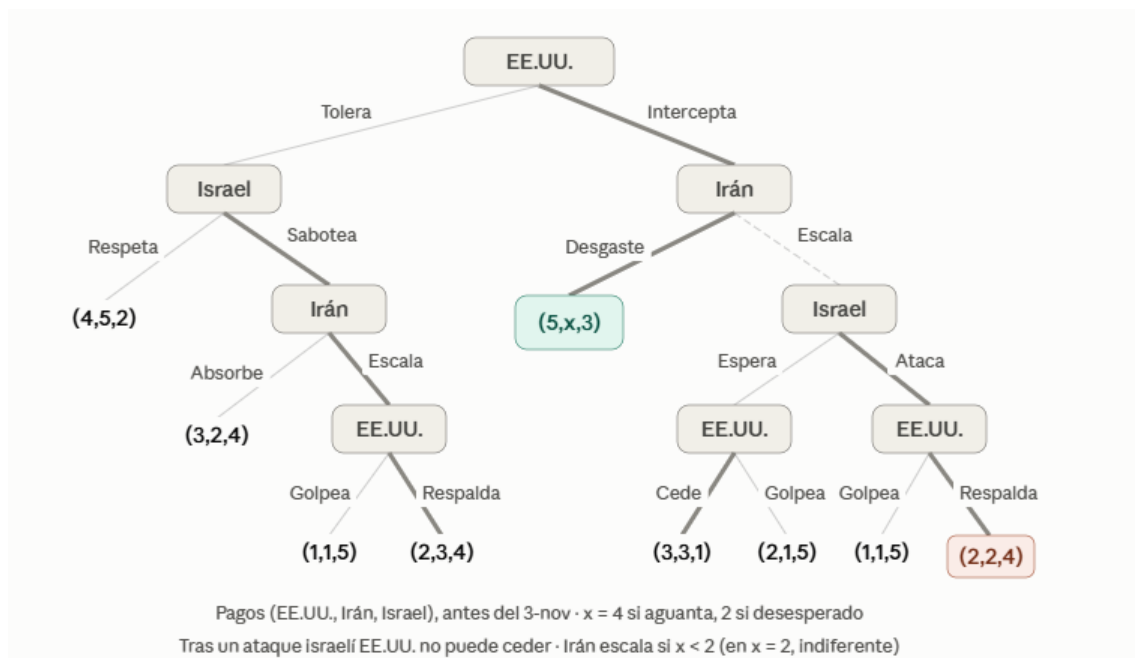
Comentario del mercado

Este trimestre no me voy a alargar mucho comentando la situación del mercado, ya que, como muchos de Vds. me seguís, es algo que he ido haciendo en redes durante estos últimos meses.

La situación no ha cambiado en lo que respecta a los conflictos geopolíticos, como ya nos habíamos aventurado a predecir. Mala noticia para todos aquellos que allá en marzo creían que el conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán iba a acabarse en unas pocas semanas y sería parejo a lo ocurrido en Venezuela. La realidad, como todos saben, es que la disrupción está siendo mucho mayor de lo que los medios publican y la gran fecha de inflexión que teníamos en el calendario (las elecciones de Estados Unidos) cada vez está más cerca.

Es difícil saber qué ocurrirá y sobre todo qué impacto tendrá en el mercado del petróleo, ya que ahora mismo hay demasiadas variables abiertas (inventarios, demanda de China, flota fantasma...) como para tener una foto realista de la situación actual.

Atreviéndome a evaluar las posibles alternativas de cada jugador en este tablero de juego, llego a este árbol de Teoría de Juegos que comparto con ustedes. Lo que no muestra este cuadro es cómo cambian los incentivos (pagos) tras el 3 de noviembre. Antes del 3 de noviembre, Irán tiene incentivo a aumentar la presión, de forma calibrada salvo que esté desesperado. Después, desaparece el principal freno a una escalada de EE. UU., aunque quedan otros: la economía, APEC y la capacidad militar. Lo más probable es que la escalada estadounidense, si llega, sea a finales de noviembre o en diciembre, más que el mismo 4 de noviembre.



En resumen, hay mucha incertidumbre. Por eso preferimos invertir en empresas petroleras, alejadas del conflicto, que —como siempre les repito— incluso a un precio de 85 dólares el barril, están infravaloradas. No necesitamos un alto precio del barril y no lo queremos.

Por otro lado, y dejando la geopolítica aparcada, he creído oportuno dedicar el grueso de esta carta a explicar la inversión que hemos realizado en tres empresas específicas: SK Hynix, Samsung y Goodwin PLC. Aunque ha terminado siendo más largo de lo que esperaba, ojalá les sirva para comprender cómo aprovechamos en Castañar las situaciones especiales que nos ofrece el mercado.



Movimientos de la cartera

SK Hynix, Samsung y el ciclo de los semiconductores

Empiezo por lo incómodo, que es como hay que empezar. **He comprado dos de las mayores empresas del planeta, nada de small-caps.** No es algo nuevo, ya lo hice en el pasado con ASML (donde entramos a 400€ y salimos a 950€), Google (entrada a \$90 y salida a \$195), Spotify (\$80 y salida a \$150)... es decir, doblando nuestra posición en casi cada una de ellas en un corto espacio de tiempo. Cuando veo que el mercado está siendo demasiado irracional —se pasa de frenada— y veo una oportunidad muy clara en empresas que conozco, realizo estas inversiones puntuales. Entro, el mercado corrige, doblo (recupero el 50% de margen de seguridad con el que entramos) y salgo con beneficios. No me espero a ganar el último euro.



En este caso, además, se trata de fabricantes de memoria **en el trimestre más rentable de la historia de su industria.** Una cíclica, en máximos de beneficio, con los márgenes más altos que ha visto nunca el sector. Suena exactamente a lo contrario de lo que hago en Castañar IF y, por eso, he considerado oportuno explicarlo en esta carta trimestral. En especial, explicar dónde puede salir mal.

"Buying cyclicals after several years of record earnings and when the P/E ratio has hit a low point is a proven method for losing half your money in a short period of time."

Peter Lynch



1. La tesis en una página

Una pregunta útil en este caso no es si el consenso acertará, sino qué tendría que ocurrir para que pierda dinero.

No sé quién será el ganador de la “carrera de la IA” (¿Gemini?, ¿Chat GPT?, ¿Claude?, ¿Perplexity? ¿Grok?), pero lo que sí sé es que harán falta muchas memorias. Siguiendo mi filosofía de invertir en “picos y palas”, creo que la memoria es el mejor negocio del momento en este sector y, probablemente, el peor momento para entrar en él. Las dos cosas son ciertas a la vez, y de esa divergencia sale todo lo que les voy a contar a continuación.

El mercado de semiconductores crece un 90% en 2026, pero en cuanto uno desagrega el titular resulta que casi todo es memoria: memoria +250%, lógica +37%, analógico +10%, sensores y optoelectrónica +3%. Quien cree que está comprando “semiconductores” está comprando, en realidad, precio de memoria. Y ese precio ya ha dejado de acelerar. Según TrendForce, la variación intertrimestral del contrato de DRAM ha pasado de +93-98% en el primer trimestre a +58-63% en el segundo, +13-18% en el tercero y se espera un +10-15% en el cuarto. Ojo al matiz, **el nivel sigue subiendo, lo que ha disminuido es la aceleración**. Lo mismo no se puede decir para las memorias HBM, donde se espera que el precio suba de +8~13% en el tercer trimestre a +15~20% en el cuarto.

Contra ese telón de fondo, nuestras dos compañías cotizan a unos múltiplos que en cualquier otro sector parecerían un error de imprenta: SK Hynix a 4.5 veces EV/EBITDA y Samsung Electronics a 3.7 veces, con caja neta las dos. Y ahí está la única pregunta que intentaré resolver: ¿eso significa que “están baratas” o significa que “el mercado no se cree que esto vaya a durar”?

Mi respuesta es que significa lo segundo, y que aun así el precio compensa. A diez veces beneficio operativo (un múltiplo industrial del montón), el beneficio de SK Hynix puede caer un 2% y la acción todavía debería doblar. En el caso de Samsung puede caer hasta un 12%. Léanlo despacio, porque es contraintuitivo: **para que esta inversión funcione no hace falta que crezcan, basta con que no se hundan**.

	SK Hynix	Samsung
Cotización	1,678,000 ₩	257,000 ₩
Enterprise value	1,156 trillion ₩	1,487 trillion ₩
EV / EBITDA	4.48x	3.66x
EV / beneficio operativo	4.78x	4.15x
Múltiplo al que dobla	9.84x	8.77x

Precios en agosto

2. Dónde está el ciclo

Como bien saben, no me considero un experto en macroeconomía ni pretendo serlo, pero sí soy plenamente consciente de que hay ciclos que uno tiene la obligación de situar antes de poner dinero encima de la mesa. La cadena entera de la inteligencia artificial está en expansión, sí, pero no todos sus eslabones están en el mismo punto del ciclo. La memoria es el único segmento donde el precio va tarde y la capacidad va temprano. Los márgenes están en récord absoluto mientras



que el capex de la industria todavía sube con fuerza. ¿Esto qué significa? Hemos llegado al final del tramo fácil.

El canario va al revés de lo que dice la intuición

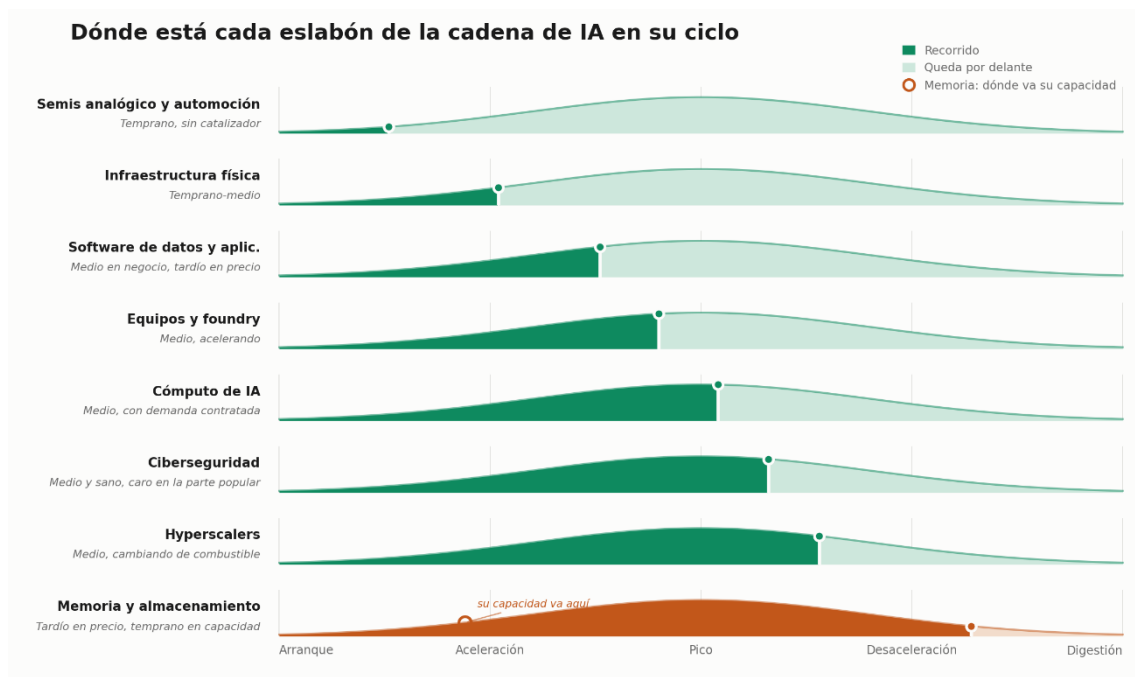
Medí los tres ciclos de memoria documentados desde 2015 (2018, 2021 y el actual) y salió algo que me obligó a cambiar de opinión: **la acción hace techo antes que el precio, no después**. En 2018, Samsung hizo máximo en octubre de 2017 y SK Hynix y Micron en mayo de 2018, mientras el precio del contrato seguía subiendo hasta encadenar su noveno trimestre al alza en el tercero de ese año (entre uno y tres trimestres de adelanto, según la compañía). En 2021 el adelanto fue de un trimestre, Hynix y Samsung hicieron techo en febrero y el pico de la variación del precio no llegó hasta el segundo trimestre. Lo que cotiza el mercado no es el nivel del precio, sino su desaceleración. Dicho de otro modo, quien espere al titular de “cae el precio de la memoria” para vender, venderá tarde.

Y lo que hace distinto a 2026 es que aquí no hubo margen ninguno. El pico de la variación fue en el primer trimestre, TrendForce lo publicó el 1 de junio, y SK Hynix, Samsung y Micron hicieron máximo ese mismo mes. Esperar a que el precio girase para vender habría significado, en los dos ciclos anteriores, vender entre uno y tres trimestres tarde. Es justo el tipo de error que uno comete creyendo que está siendo prudente y que le sale carísimo.

Y mientras cerraba esta carta llegó la confirmación más limpia que podía pedir. El 30 de septiembre Micron publicó el mejor trimestre de la historia de esta industria: \$54.2bn de ingresos frente a \$11.3bn un año antes, con un margen bruto del 86.8% y un margen operativo del 80.7%. La acción cerró el viernes un 11% por debajo de su máximo del 25 de junio. Fundamentales en récord absoluto, cotización por debajo del techo de hace tres meses. No es un argumento mío: es el canario cantando mientras escribo.

Y aquí conviene que responda a la pregunta obvia, porque el lector atento ya se la está haciendo: si mi propio marco dice que la acción hace techo antes que el precio, y situó ese techo en junio, ¿qué hago comprando en agosto? La respuesta está en el gráfico con el que abro esta tesis. No compré en el techo, compré después de la resaca. SK Hynix hizo máximo el 22 de junio en 2,919,000 ₩ y yo entré en agosto ~45% por debajo. En Samsung, que hizo máximo el 18 de junio, entré ~30% por debajo. Mi indicador no me decía que no comprara, me decía que no comprara en junio. Lo que no me dice (y por eso está en la lista de riesgos y no en la de certezas) es que ~45% de caída sean suficientes. El techo de la acción llegó antes que el del precio, y el del precio todavía no ha llegado.





¡Ojo! El orden del gráfico de arriba y lo atractivo que es el sector no coinciden —y no deben coincidir!—. Para pasar de uno a otro hace falta un segundo dato que el gráfico no contiene: ¿qué descuenta ya el mercado? Leerlo sin ese dato lleva a comprar lo temprano por ser temprano, que es un error caro y bastante frecuente. Este gráfico coloca a cada sector según dónde están sus fundamentales (márgenes, pedidos, cartera, capacidad, poder de fijación de precios...), pero la bolsa no cotiza el nivel de los fundamentales: cotiza su derivada. Hace techo mientras los fundamentales todavía mejoran.

Explicándolo de otra manera. En la memoria hay dos relojes que no marcan la misma hora. El del precio ya va tarde, la DRAM sigue subiendo, pero cada trimestre sube menos. Y recordemos que lo que se cotiza no es lo caro que está el producto, sino si se encarece más deprisa o menos. Por otro lado, está el reloj de la capacidad, que va temprano: las fábricas que abastecerán 2027 y 2028 todavía se están construyendo, y casi ninguna ha empezado a producir. El problema es que esas fábricas se decidieron cuando el precio estaba en máximos y se entregarán cuando ya haya dejado de acelerar. Es el típico ejemplo de Ciclo del Capital: capex aprobado arriba, obleas entregadas abajo, oferta nueva aterrizando sobre un precio más débil que el que justificó construirla. Por eso el riesgo de esta posición no está en 2026 sino en 2027-2028, y por eso los contratos de suministro a largo plazo pesan tanto en el análisis: son lo único que puede impedir que esa capacidad nueva acabe fijando el precio.

Andy Grove sacó a Intel del negocio de la memoria en los años 80, cuando los fabricantes japoneses hundieron los precios. De aquello sacó su lema: “Solo los paranoicos sobreviven”.



Lo que sí es medible y vigilo semanalmente

Si algo he aprendido en estos años es que las reglas se escriben cuando uno está tranquilo, no cuando el mercado te está gritando al oído. Un ciclo no avisa con una sirena. Avisa con una sucesión de señales pequeñas que, tomadas de una en una, siempre tienen una explicación tranquilizadora. Para evitarlo, es importante dejar por escrito por adelantado qué señales me importan, en qué umbral saltan y qué me obligan a hacer.

En concreto, he diseñado el “sistema de vigilancia” tal y como reflejo en la tabla de abajo. El nivel 1 recoge los síntomas tempranos, que por separado no significan nada y que en los ciclos anteriores se encendieron mucho antes del final. El nivel 2 son las señales que ya cuesta explicar de otra manera. El nivel 3 es el giro consumado. La columna «Estado» dice cuántas de las condiciones de cada nivel se cumplen hoy. Tener el nivel 1 completo no es una alarma (en 2018 y en 2021 se encendió entero varios trimestres antes del giro, y es lo normal a estas alturas de un ciclo). Lo que de verdad cuenta es que empiecen a caer casillas del nivel 2 y, sobre todo, cualquiera del nivel 3.

Y una advertencia que hace honesta la tabla, y que es corolario de lo anterior: como el techo de la acción llega antes que el del precio, este semáforo sirve para confirmar, no para anticipar. Es un instrumento de disciplina, no de sincronización. Lo que de verdad protege en una cíclica no es acertar el momento de salida, sino el precio al que se entra.

Nivel	Estado	Qué lo compone
1 • Vigilancia	4 de 4	El contrato desacelera cuatro trimestres seguidos, el spot de NAND cae un 13.1% mientras el contrato sube, inventario acumulándose en grandes clientes y Micron gira antes que el precio, con su peor mes (a fecha de agosto) desde 2015
2 • Confirmación	1 de 5	Activado: los precios realizados por los fabricantes se despegan del índice, por debajo. Pendientes: racha de caídas del spot, revisiones de TrendForce girando a la baja, inventario de Micron por encima de 120 días y el spot de módulos DDR5 un 15% por debajo de su máximo
3 • Giro confirmado	0 de 3	El spot no ha cruzado por debajo del contrato, no hay ninguna previsión trimestral negativa publicada, y Micron todavía guía a margen bruto en expansión

Y el reloj que decide el final: la capacidad

Porque en esta industria el ciclo no lo mata la demanda, lo mata la oferta. Y la oferta llega siempre tarde, pero llega. Samsung superará las 200,000 obleas/mes de su nodo 1c a finales de 2026, SK Hynix instala equipos en Yongin en febrero de 2027 y, en el segundo semestre de 2027, entran del orden de 150,000 obleas/mes nuevas por compañía. A eso se ha sumado además un competidor que ya no es un riesgo sino una realidad: la china CXMT salió a bolsa el 27 de julio de 2026 captando \$8.6bn y en el segundo trimestre ya representa el 9.5% de los ingresos de DRAM del mundo,



creciendo un 99% trimestral. Es casi la mitad de Micron. Cuando el capital entra en una industria a esa velocidad, el final del ciclo deja de ser una cuestión de *si* y pasa a ser una cuestión de *cuándo*.

Un paréntesis técnico: la oblea, el chip, y por qué el HBM se come la fábrica

Conviene bajar un escalón, porque toda la discusión sobre capacidad se juega en una unidad que casi nunca aparece en una carta a inversores: la oblea. Una oblea es un disco de silicio de 300 milímetros sobre el que se imprimen a la vez cientos o miles de chips idénticos (según lo grande que sea cada uno); después se prueban en la propia oblea, se corta ésta y se encapsulan. Una fábrica de memoria no produce “memoria”, produce un número de obleas al mes. Ésa es su capacidad física, es lo que se tarda dos o tres años en ampliar, y todo lo demás (qué producto sale de ellas y cuántos bits) es una decisión de mezcla que se toma después.

Y aquí está el punto que me cambió el análisis. Una memoria convencional es un solo chip (los encapsulados de más capacidad meten dos, cuatro u ocho apilados). Las memorias HBM (High Bandwidth Memory), en su generación HBM4, son doce o dieciséis chips apilados uno encima de otro, más un chip lógico de base que no almacena ni un bit. El HBM4 que SK Hynix presentó en enero de 2026 apila dieciséis capas para 48 GB; el de Micron, doce capas para 36 GB. Si uno divide, cada chip de la pila guarda 3 GB, la misma densidad que tendría un chip convencional. Lo que el cliente paga al comprar HBM no es densidad, sino ancho de banda (2,048 conexiones y más de 2 TB por segundo y pila), imposible de conseguir con chips separados sobre una placa.

Eso se paga en obleas, y se paga caro. Apilar obliga a adelgazar cada chip hasta unas treinta micras para que la pila entera quepa en las 775 micras que permite la norma, a gastar superficie en las conexiones verticales que atraviesan el silicio, a añadir el chip lógico de base (que se fabrica en una fundición aparte y encarece el conjunto) y, sobre todo, a que el rendimiento cae de forma multiplicativa con cada capa: con un 99% por capa, una pila de ocho sale al 92% y una de doce al 89%, pero un fallo que no se pueda reparar **tiraría la pila entera**. La industria lo combate cribando los chips buenos antes de apilar y reparando filas y columnas después, pero el problema es estructural y crece con el número de capas. El resultado lo publica TrendForce, y es la tabla más incómoda de toda esta carta:

	2025	2026	2027
Obleas de DRAM dedicadas a HBM	18%	22%	30%
Bits que aportan esas obleas	8%	9%	13%

TrendForce, 2 de junio de 2026, sobre los tres grandes fabricantes. Estimado a partir de tamaño de die, rendimientos y precio por Gb.

Y ahora la letra pequeña, que prefiero poner yo. De esa tabla salen las dos cifras que voy a usar: una oblea de HBM rinde $9/22 = 0.41$ unidades de bit y una convencional $91/78 = 1.17$. No son cifras de la industria, no las publica nadie, son una división mía sobre la columna de 2026.

Traducido: **una oblea de HBM entrega el 35% de los bits que entrega una convencional, así que hacen falta del orden de tres obleas de HBM para poner en el mercado los mismos bits que pone una sola oblea normal**. Y no lo digo yo, el 23 de agosto Micron dijo que el HBM necesita “aproximadamente tres veces el área de oblea del DDR5 para la misma capacidad”, y que la brecha “desde luego no está mejorando”. Dos semanas después, un bróker coreano llegó al mismo número.



De ahí sale la matemática que de verdad gobierna 2027. Si el 30% de las obleas de la industria se dedica a HBM el año que viene, **ese 30% de la fábrica sólo produce el 13% de los bits del mundo**. Cada diez puntos de obleas que se mueven de lo convencional al HBM retiran en torno a un 7.6% de la oferta total de bits. Ése es el mecanismo, poco intuitivo, por el que el rally del HBM tensa el precio de la memoria corriente: no compiten por el cliente, compiten por la misma fábrica. Y por eso el titular de la capacidad nueva engaña: las 150,000 obleas/mes por compañía que entran en el segundo semestre de 2027 aportan un 21.6% menos de bits si un tercio de ellas va a HBM.

Y funciona igual de bien en la dirección contraria, que es el riesgo que más vigilo. El mismo multiplicador que hoy retira oferta, la devuelve multiplicada el día que un cliente decida llevar menos HBM por equipo: cada oblea que deja de apilarse vuelve a rendir casi 3 veces más bits. Y ya hay un cliente haciendo esos números. TrendForce publicó en agosto que Nvidia habría empezado a evaluar configuraciones de menos capas para Rubin Ultra. Por otro lado, y con fuentes bastante más débiles, se ha publicado que la memoria podría estar suponiendo cerca del 29% del coste de materiales de uno de esos sistemas frente al 20% que Nvidia preferiría, y que estaría recortando por el lado de la memoria convencional del procesador, no por el HBM. Nada de esto está confirmado por la compañía y nada es todavía una decisión. Pero es el tipo de cuenta que un cliente hace antes de rediseñar, y por eso lo añado al listado de riesgos del final. En resumen, el apalancamiento que hace tan rentable esta industria cuando la mezcla se mueve hacia el HBM la castiga con la misma fuerza cuando se mueve al revés.

Por último, falta una fuerza que empuja en sentido contrario y que, con lo publicado, no puedo netear: la migración de nodo. Pasar de 1b a 1c mete más bits en la misma oblea, y las tres compañías están en ello (el HBM4 de Samsung ya se fabrica en 1c). Más obleas sí son más bits, sólo que no proporcionalmente, y la mejora de nodo compensa una parte de lo que resta la mezcla. Cuánta parte exactamente, no lo sé y no lo voy a estimar. De lo que sí que estoy seguro es de la dirección de la tendencia: **la mezcla resta bits, y resta cada vez más cuanto más HBM se fabrica.**

3. ¿Qué compro?

Compro la misma apuesta por dos caminos distintos, y la apuesta es una sola: el precio de la memoria en 2027. Lo que separa a las dos compañías no es el negocio (el 99.7% del beneficio operativo de Samsung viene también de semiconductores), sino cuánto se paga por esa apuesta y cuánta incógnita va dentro del sobre.

Lo que Samsung tiene y SK Hynix no

	Samsung	SK Hynix
Contratos de suministro	5 firmados con los cinco mayores clientes de centro de datos, y 5 en fase final	~10 “negociaciones concluidas”. No dice firmadas
Mecanismo de precio	Suelo mínimo declarado, pero sólo para producto convencional, no consta que cubra HBM	Ninguna estructura nombrada: ni suelo, ni techo, ni banda, ni índice



	Samsung	SK Hynix
Dinero cobrado por adelantado	Pasivo por contratos de 23.59 trillion ₩, desde 15.09 en marzo	0.52 trillion ₩ (0.4% de los ingresos del semestre)
Cartera de pedidos	Su informe semestral reconoce los contratos plurianuales	Su informe semestral declara que NO hay cartera de pedidos
HBM de 2027	Negociación ya cerrada, dicho en la llamada de julio	Abierta. Se resuelve entre septiembre y octubre

Esas tres filas sombreadas son la gran diferencia. **Samsung ha firmado contratos a largo plazo y cobrado dinero por adelantado que tiene en el balance. SK Hynix, no.** En un sector donde ahora mismo todo el mundo dice tener contratos, este dato es crucial.

¿Eso significa que SK Hynix no tiene contratos a largo plazo? No del todo... SK Hynix anunció sus acuerdos el 29 de julio, un mes después de la fecha del cierre del balance, así que la ausencia podría ser sólo cuestión de calendario. Habrá que esperar a sus resultados del tercer trimestre, con balance a 30 de septiembre. Si entonces sigue diciendo que no tiene cartera de pedidos, es que el precio de esos acuerdos no está fijado. Y si el precio no está fijado, el contrato no protege gran cosa.

La contrapartida, que juega a favor de SK Hynix

Nada de lo anterior convierte a SK Hynix en la mala idea, si algo, la convierte en una tesis mucho más apalancada al precio de la memoria (imagínense un productor de O&G sin hedgear su producción en un entorno como el actual de subida de precios del oil). Es el instrumento puro (100% memoria, sin nada que amortigüe la caída) y es el líder en HBM, con un 50% del mercado por ingresos en el segundo trimestre, frente al 33% de Samsung y el 17% de Micron. Si el HBM se dispara, SK Hynix es donde más se va a notar. Además, tiene un programa de recompra activo (40 trillion ₩ anunciados el 19 de agosto, el 3.3% del capital).

Conviene apuntar, eso sí, que ese liderazgo en HBM se está estrechando deprisa, con Samsung subiendo del 21% al 33% en un solo trimestre. Los fosos defensivos que se estrechan a esa velocidad hay que mirarlos muy cerca.

4. ¿Por qué sin crecer está barata?

Este es el apartado central de toda la tesis, y lo he construido justo al revés de como suele hacerse. En lugar de proyectar un beneficio futuro y descontarlo (ejercicio que —seamos sinceros— casi siempre acaba diciendo lo que uno quería oír), la pregunta que me hago es otra: dados el beneficio ya publicado y el precio de hoy, ¿cuánto puede caer ese beneficio antes de que la inversión deje de funcionar? Sólo hacen falta tres cifras, y las tres están publicadas: el beneficio de la compañía, la cotización y un múltiplo de salida que se elija.



Si el mercado acaba pagando...	Beneficio operativo necesario para SK Hynix	Beneficio operativo necesario para Samsung	...el de SK Hynix puede	...y el de Samsung puede
6 veces	397 trillion ₩	523 trillion ₩	crecer un 64%	crecer un 46%
8 veces	298 trillion ₩	392 trillion ₩	crecer un 23%	crecer un 10%
10 veces	238 trillion ₩	314 trillion ₩	CAER un 2%	CAER un 12%
12 veces	198 trillion ₩	262 trillion ₩	caer un 18%	caer un 27%

Cálculo propio para duplicar la cotización en dos años. Base: enterprise value de 1,156 trillion ₩ y beneficio operativo anualizado de 242 trillion ₩ para SK Hynix; 1,487 y 358 para Samsung. La caja neta está incorporada.

Ocho veces beneficio operativo es un múltiplo industrial corriente. Diez veces no es ninguna locura, es lo que paga el mercado por una compañía del montón (y recordemos que estamos hablando de empresas punteras, de altísima calidad, tecnológicas y que operan en un oligopolio). A diez veces, estas dos empresas no necesitan crecer absolutamente nada para duplicar, **les basta con no caer**. Sólo por debajo de ocho veces empieza a hacer falta crecimiento de verdad.

Dicho al revés, al precio de la tabla y a ocho veces, el mercado está diciendo que el beneficio sostenible de SK Hynix es un 59.7% del actual, y el de Samsung un 51.9%. A diez veces, el 47.8% y el 41.5%. Es decir, el mercado no pide crecimiento, pide que ganen aproximadamente la mitad de lo que ganan hoy. Y toda la discusión sobre contratos, capacidad y precio del HBM (las decenas de páginas de análisis que hay detrás de estas líneas) sirven para una sola cosa: decidir si ese suelo está en la mitad o bastante más arriba.

Traducido a precio de memoria (que es la variable que de verdad importa) y suponiendo márgenes operativos constantes: con los bits de la industria creciendo a un 22% anual, el precio medio puede caer un 34% acumulado en dos años (un 18.7% cada año) y SK Hynix todavía dobla. En Samsung el colchón es del 41% acumulado, un 23.2% anual. Dicho al revés, la tesis sólo se rompe si el precio cae más deprisa que eso y además el mercado no estira el múltiplo por encima de las diez veces para compensarlo. Tienen que fallar las dos cosas a la vez.

Pero no nos hagamos trampas al solitario...

Y ahora la parte que no me gusta, que es precisamente por la que hay que pasar. Estos múltiplos están calculados sobre beneficio de pico. El margen operativo del 76% de SK Hynix y el 52.2% de Samsung son cifras sin precedente en la historia de la industria, y el beneficio operativo de un solo trimestre de Samsung supera en un 52% a su mejor año completo. Anualizar eso y llamarlo "sin crecer" es hacerse trampas al solitario, y prefiero decirlo yo antes de que me lo digan Vds.

Hay además una trampa contable que he esquivado y que conviene señalar, porque va a aparecer en muchos titulares: el beneficio neto de SK Hynix en el segundo trimestre (93.9 trillion ₩) es superior a su beneficio operativo, porque incorpora 63.3 trillion ₩ de plusvalía ligada a su participación en Kioxia, de la que una parte es una venta real y el resto una revalorización contable (sin entrada de caja) de unos convertibles que todavía tiene en cartera. Cualquier PER construido sobre esa cifra está midiendo la cotización de Kioxia, no un negocio. Por eso, en este caso, trabajo con beneficio operativo y EBITDA, y no con el neto.



Y un tercer apunte (que es el que más debería preocuparnos): **el múltiplo de 4x no dice “está barata”, dice “no me creo que esto dure”**. Ese escepticismo del mercado es, a la vez, la tesis y el riesgo. Si el mercado tiene razón, he comprado en pico. Si no la tiene, el recorrido es el de la tabla de arriba. No hay más opciones.

5. Lo que he hecho, y lo que no he hecho bien

Abrí posición en SK Hynix en agosto y, once días después, roté una parte hacia Samsung (a acciones preferentes). De los ocho factores que analicé, en cinco sale mejor Samsung, en dos (la palanca al HBM y una recompra que sí amortiza) sale mejor SK Hynix, y en el octavo (la exposición a la divisa), empatan: el subyacente es won en las dos. Por eso roté una parte y no el total. Cuando el análisis dice “una es algo mejor que la otra”, la respuesta honesta es repartir, no fingir una convicción que no se tiene.

Y aquí llega la parte de autocrítica, que es la que más me cuesta escribir y la que más falta hace. Sobre mi propio criterio de **exigir un 50% de margen de seguridad** el filtro se cumple bajo un único escenario, y es el más optimista (que el beneficio del trimestre récord sea sostenible y que el mercado acabe pagando diez veces). Es el mismo cálculo del apartado anterior, exigir un 50% de margen a un múltiplo de diez veces es exactamente exigir que la acción doble.

Ahora bien, lo que no hago es dar por hecho esa hipótesis. Sobre cualquier otro estado intermedio el filtro no se cumple. Siendo más conservador (p.ej. el 75% del beneficio de pico y el mismo múltiplo de diez veces) el margen de seguridad con el que entré se queda en el 36% en SK Hynix y el 42% en Samsung. Por debajo del 50% que me exijo, y soy consciente de ello.

Y una segunda lección, que explica por qué ese margen era más estrecho: **el mercado importa tanto como el activo**. Compramos el certificado GDR de Fráncfort de SK Hynix (\$HY9H.F), que cotiza con una prima sobre su valor teórico que se ha movido casi veinte puntos en dos meses. Por ejemplo, en las semanas posteriores a mi compra, el precio en Seúl subió un 2.0% y el won se apreció un 1.6% (tres puntos y medio a mi favor), pero la prima del certificado se estrechó casi tres puntos y dejó el resultado prácticamente plano. El activo y la divisa dieron 3.6 puntos, y a la cartera le llegó uno. Sobre cuánto costó exactamente esa prima, y sobre la lección que sale de ahí, lo dejo para el apartado siguiente.

6. El trabajo que no se ve: cuatro análisis y cuatro decisiones

Nada de esto sale de una pantalla de datos: detrás hay cuatro series construidas a mano desde cierres en bruto, y cuatro decisiones tomadas en base a datos.

Serie	Observaciones	Qué mide
Descuento preferente / ordinaria de Samsung	259 cierres mensuales · 21 años	La distancia entre las dos clases de acción
Prima de la línea de Fráncfort sobre Seúl	1,115 sesiones con negociación · 2021-2026	Lo que cuesta el “envoltorio”
EUR / KRW	141 cierres mensuales	La divisa, que es la mitad del resultado
Cierres ajustados de las dos compañías	139 meses	Volatilidad y correlación con el ciclo de memoria

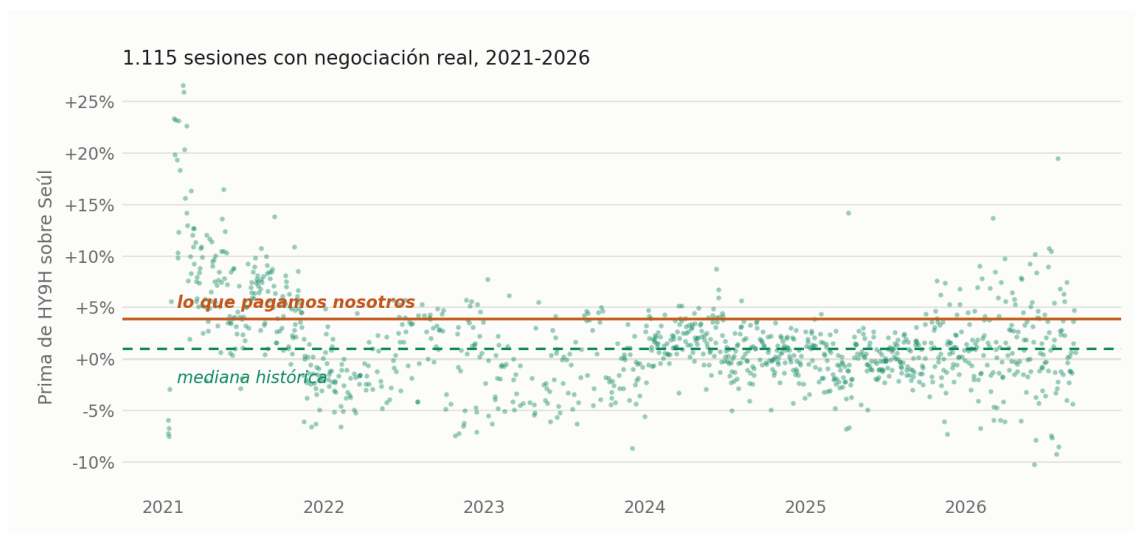


La primera nos hizo cambiar de opinión sobre lo que teníamos

La acción preferente de Samsung cotiza más barata que la ordinaria, y esa distancia se abre y se cierra con los años. Mirándola sobre cinco meses, la distancia (26.6%) parecía de las más estrechas que se habían visto, y de ahí salía que quedaba poco por ganar teniendo la preferente. Sin embargo, analizando los veintiún años completos la lectura es la contraria: hoy esa distancia es más ancha que en dos de cada tres meses de las dos últimas décadas. El error era la ventana temporal de análisis, la muestra corta empezaba cuando la distancia ya se había abierto, y dentro de un tramo más ancho el nivel de hoy parecía estrecho.

La segunda mide lo que nos cuesta comprar en Fráncfort

Analizamos la prima del GDR de Fráncfort sobre Seúl a lo largo de 1,115 sesiones con negociación real, de 2021 a 2026. También analizamos 50 sesiones y frente a la ventana de 1,115 sesiones, la mediana de la prima apenas se mueve: del 0.73% al 0.97%. Aquí la ventana corta no engañaba, es decir, no es que las muestras cortas mientan siempre, es que no se sabe hasta alargarlas.



Lo que sí añadió la serie larga fue un dato interesante: la prima corrige la mitad de su desviación en 1.7 sesiones. No hace falta acertar el momento; basta con no ejecutar el día que está cara.

Y ahí está el error que cometí, que es el motivo de contar todo esto. La prima habitual de esta línea es del 1%. Nosotros pagamos el 3.85%. No cambia la tesis ni mueve el resultado del fondo, pero era evitable con unos días de paciencia.

La tercera pone precio a la divisa, que no se puede esquivar

Ciento cuarenta y un cierres mensuales de euro contra won, desde diciembre de 2014. Este análisis sirvió para desmontar una idea cómoda: comprar en Fráncfort ahorra el coste de cambiar divisa, pero no quita ni un gramo del riesgo, porque el negocio sigue estando en won (y facturamos en dólares). Nuestro coste operativo está en won, ¡no se nos olvide! El riesgo operativo sigue ahí y es inevitable. Lo único que quitaría ese riesgo es una cobertura explícita, pero conviene desconfiar de la intuición, porque hay dos pares de won en juego y tiran en sentidos contrarios (un won fuerte contra el euro abarata el precio de Seúl que necesitamos para doblar, pero un won fuerte contra el dólar encoge el beneficio de la compañía en won). Además, con un margen del 76% un



won fuerte frente al dólar lo encoge 1.3 veces más de prisa. Por eso el impacto no es tan sencillo y directo.

¿Ganamos algo comprando en euros? El GDR no cubre nada, traslada directamente el movimiento de la cotización de wones a euros. Pero sí que nos permite operar en la misma divisa y en el mismo huso horario que el fondo, ahorrándonos las incomodidades de operar en Corea.

La cuarta analiza el ciclo y la volatilidad

Ciento treinta y nueve meses de cierres de las dos compañías, de Micron y del índice de semiconductores. SK Hynix se mueve un 46% anual y Samsung un 33%, y dos tercios de lo que hace la acción de SK Hynix lo explica el ciclo de memoria y nada más. Es coherente con la tesis – ¡recordemos! – que es una apuesta pura al precio de la memoria.

Y el detalle que más nos enseñó. SK Hynix se parece más a Micron, que está en Idaho, que a Samsung, que cotiza en su misma bolsa, en su misma moneda y bajo la misma política coreana. Lo que mueve a esta acción no es Corea, es el precio de la memoria.

7. Los riesgos, sin adornos

Los enumero sin maquillar, porque el día que alguno se materialice quiero poder volver a esta página:

1. **El múltiplo está sobre beneficio de pico.** Es la advertencia del apartado 4 y la repito aquí porque es la que más me preocupa: si el ciclo revierte a la media se mueve el punto de partida de todos los cálculos, y con él todo lo demás.
2. **No conocemos los contratos de largo plazo de SK Hynix.** Su folleto de emisión de julio no menciona los acuerdos ni una sola vez.
3. **El suelo de Samsung no cubre lo que importa.** Su mecanismo de precio mínimo está declarado sólo para producto convencional. El producto que sostiene el margen (el HBM) es precisamente el que no está protegido.
4. **El cliente puede rediseñar.** El precio del HBM no lo fija un mercado, se negocia una vez al año con un puñado de clientes que además diseñan el sistema y deciden cuánto HBM lleva dentro. Como hemos visto, Nvidia estaría evaluando pilas con menos capas para su siguiente generación.
5. **La capacidad nueva llega en 2027-2028.** El arrastre del HBM amortigua parte del golpe (esas obleas rinden un tercio de los bits, así que la oferta añadida es menor de lo que sugiere el titular) pero no lo elimina, lo desplaza. Toda esa capacidad de HBM aterriza sobre el producto que sostiene el margen. Y el amortiguador tampoco cubre a la capacidad china: la tabla de TrendForce está calculada sólo sobre los tres grandes fabricantes, mientras CXMT (el 9.5% de los ingresos de DRAM del mundo, creciendo al 99% trimestral) se suma por fuera. Dicho lo cual, el 30 de septiembre Micron dijo justo lo contrario: que espera que la industria siga corta de oferta en 2027 y en 2028, y que no tiene visibilidad de cuándo volverá el equilibrio. Lo recojo precisamente porque va contra mí, y lo descuento por lo que es: un productor hablando de su propio libro en el trimestre más rentable de su historia, y que ese mismo día subió su presupuesto de inversión. No cancela el riesgo. Lo aplaza, que no es lo mismo.



6. **El comprador puede quedarse sin caja antes que sin ganas.** Los cinco riesgos de arriba son de oferta, de contrato o de diseño del producto. Ninguno contempla el más simple de todos: que quien tiene que pagar la memoria no pueda. El consenso que recoge Apollo tiene el flujo de caja libre agregado de los grandes compradores de nube entrando en negativo en 2026 y 2027, con el capex camino de \$1.5 trillion anuales. Es exactamente la misma ventana que el riesgo anterior, pero por otro camino: allí llegaba oferta nueva, aquí desaparece el comprador. Y dos mecanismos distintos que descargan en la misma fecha no se compensan, se suman. Es además el único riesgo de esta lista que los contratos no tapan, porque los contratos son con esos mismos clientes.

8. ¿Qué me haría cambiar de opinión?

Cuándo	Qué	Qué resolvería
Septiembre-octubre de 2026	Cierre de las negociaciones de HBM para 2027	Es la variable de la que depende todo, y se resuelve antes de fin de año. Micron ya ha anunciado precios de HBM al alza para 2027, con una oferta muy ajustada.
Finales de octubre de 2026	Resultados del tercer trimestre de SK Hynix, con balance a 30 de septiembre	El primer trimestre con los acuerdos en vigor. Si aparece cartera de pedidos y se mueve el pasivo por contratos desde 0.52 trillion ₩, la tesis se confirma. Si no, reduzco
Finales de septiembre (resuelto)	Resultados de Micron y previsión de TrendForce para el cuarto trimestre	Resuelto el 30 de septiembre (lo cuento en el apartado 2). El inventario de Micron subió a 129 días, pero la compañía dice que la oferta sigue tensa y espera que baje.
Enero de 2027	Consejo de Samsung sobre el tramo pendiente de su programa de retribución	Si se destina a recompra con amortización, es una señal de gobierno corporativo que hoy no tiene
Continuo	Que el precio de contado cruce por debajo del contractual	Fue el marcador exacto del giro de 2021. Sería mi señal de reducir, no de esperar

Y la refutación más clara, escrita como condición: si SK Hynix publicara su cobertura contratada y resultara ser baja (parecida al ~20% de los volúmenes de Micron y no al 60-70% de capacidad que declara Samsung), el escenario adverso dejaría de ser el improbable y la tesis de que los acuerdos aplanan el ciclo se quedaría sin suelo justo para su mayor beneficiario aparente.

Y termino donde empecé. He comprado una cíclica en máximos porque creo que el mercado está descontando una caída mayor que la que considero probable. No invierto para un trimestre, pero tampoco me voy a enamorar de una posición que, por definición, tiene fecha de caducidad en algún punto del ciclo. Si me equivoco, no será por no haberlo dicho aquí.



Goodwin: vender la joya y quedarse con el cofre

El 28 de agosto Goodwin publicó el mejor ejercicio de su historia: 280 millones de libras de ventas (+27%) y un beneficio de 77,5 millones, frente a los 35,5 del año anterior. En ese mismo comunicado anunció que ponía a la venta el negocio que había hecho posible esas cifras. Desde entonces han pasado muchas cosas en muy pocas semanas, y merece la pena contarlas en orden.

Lo que se ha firmado

El 8 de septiembre el Financial Times adelantó que Cerberus estaba cerca de un acuerdo. Al día siguiente la compañía lo confirmó: vende la división mecánica (Goodwin Steel Castings, Goodwin International, Noreva, Easat y las bombas) por hasta aproximadamente 1.100 millones de libras.

Conviene subrayar que no se trata de una oferta, sino de un contrato firmado. Es una opción cruzada de compra y venta: si Cerberus no ejerce su opción en los cinco días hábiles siguientes a cumplirse las condiciones, Goodwin puede obligarle a comprar. El precio está fijado sobre el balance del 1 de mayo de 2026 (lo que en la jerga se llama locked box), y desde esa fecha el comprador acumula a favor de Goodwin 174.372 libras por cada día que pasa hasta el cierre. Las garantías que da Goodwin están limitadas a una libra salvo fraude, porque el comprador ha contratado su propio seguro. Lo que queda pendiente es regulatorio: la autorización del Gobierno británico bajo la ley de seguridad nacional e inversiones, y las de competencia. El cierre se espera en el primer trimestre natural de 2027, con fecha límite contractual el 6 de junio de 2027.

¿Es buen precio? Sobre las cuentas del propio negocio vendido, que la compañía publicó con el acuerdo (210 millones de ventas y 70,2 millones de resultado de explotación), Cerberus paga unas 15,6 veces el resultado de explotación. Para una fundición y taller de mecanizado, vendido a un fondo de capital riesgo, es un múltiplo que valida todo el trabajo de reposicionamiento hacia defensa de los últimos años.

Lo que hizo el mercado

Y aquí viene lo contraintuitivo. El día de la filtración la acción llegó a tocar 21.550 peniques y cerró en 15.440, un 23% por debajo. Un "vender con la noticia" de manual. Después vino el ex-dividendo de 330 peniques el 17 de septiembre, y la cotización siguió deslizándose.

La pregunta que el mercado se hacía era sencilla: ¿cuántos impuestos se iban a llevar los 1.100 millones? La respuesta llegó el 30 de septiembre, por escrito y en un comunicado regulado: la compañía espera que la plusvalía de la venta no tribute en el impuesto de sociedades británico. Era la pieza de más valor de todo el rompecabezas. Ese mismo día la acción cerró un 8% abajo.

El comunicado traía otras noticias. Los refractarios en el extranjero crecieron un 19% y AVD Fire junto con Dupré un 30% en los cuatro meses a agosto. En el otro lado de la balanza, Duvelco, el polímero de alta temperatura, sufre un fallo en la fase de secado que limita su producción al 20% de su capacidad, y el equipo que lo resuelve tiene unos diez meses de plazo de entrega. Lo cuentan con cifra y con plazo, sin maquillaje. Y la compañía ha empezado a buscar un consejero delegado y un director financiero para el negocio que se queda.



Las cuentas a precio de hoy

A 14.220 peniques (cierre del 2 de octubre), Goodwin capitaliza 1.068 millones de libras. Sumando su deuda neta, los minoritarios y el dividendo pendiente de pago, el valor de empresa es de unos 1.130 millones.

Pongámoslo al lado del contrato. Lo que Cerberus va a pagar por la división mecánica equivale a unos 1.097 millones de valor de empresa. La diferencia, unos 33 millones, es lo que el mercado está pagando hoy por todo lo demás: los refractarios, los polvos de fundición para joyería, AVD Fire, Dupré y Duvelco. Un conjunto de negocios que el año pasado facturó 68,9 millones y generó 13,8 millones de EBITDA. Es decir, unas 2,4 veces EBITDA, y eso incluyendo las pérdidas de arranque de Duvelco. Solo los refractarios generaron 18,3 millones de EBITDA y eso pese a que sólo los refractarios generaron 18,3 millones: el resto, con Duvelco arrancando, resta.

Dicho de otra manera: comprando hoy una acción de Goodwin, estamos pagando casi exactamente lo que vale la parte que ya está vendida, y el resto viene prácticamente de regalo.

Lo que puede salir mal

Sería deshonesto no contarlo. La operación todavía necesita la luz verde del regulador británico para que un negocio que fabrica piezas para submarinos pase a manos de un fondo estadounidense, y eso puede llevar tiempo. Cada día de retraso suma unas 174.000 libras al precio, pero sólo si la operación se cierra; si se cae, ese dinero no se cobra. La compañía "espera" no pagar impuestos, que no es lo mismo que haberlos liquidado. Y todavía no ha decidido cuánto, cuándo ni de qué forma devolverá el dinero a los accionistas, más allá de que será "una proporción significativa" del efectivo neto. Tras el reparto quedará una compañía mucho más pequeña, con menos liquidez en bolsa y un equipo directivo por nombrar.

Por qué seguimos aquí

Lo que de verdad nos interesa de esta historia no es el titular de los 1.100 millones. Es que una familia que controla en torno a la mitad del capital haya decidido vender su mejor negocio en su mejor momento, a un precio validado por un comprador con acceso total a las cuentas, y haya dicho por escrito que devolverá una parte significativa del dinero a todos los accionistas por igual. Eso es alineamiento, skin in the game de verdad.

El mercado, en su irracionalidad, ha decidido que el negocio que se queda no vale nada. Nosotros pensamos que se equivoca. Y si nos equivocamos nosotros, el contrato firmado con Cerberus es un colchón muy cómodo sobre el que hacerlo.



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,

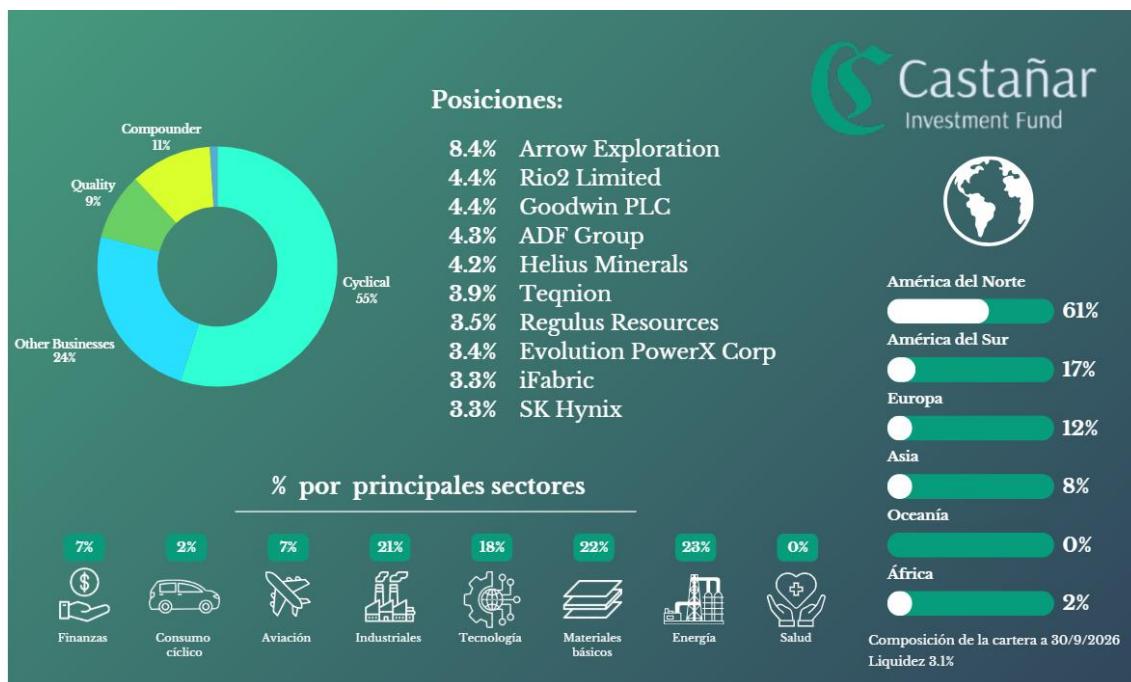


Jesús Sánchez León

Asesor de Castañar Investment Fund



Nuestra cartera a 30/9/2026



Éramos dueños de las siguientes empresas¹:

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>.



Cartera del fondo

Nº	COMPASÍA	TICKER	PESO	SECTOR	TIPO	PAÍS	TAMAÑO
1	Arrow Exploration Corp. XLON:AXL	AXL	4,4 %	Petróleo y gas	Cíclico	Colombia	Micro-Cap
2	Rio2 Limited NYSE:RIO	RIO	4,4 %	Materias primas	Cíclico	Chile	Small-Cap
3	Goodwin PLC XLON:GDW	GDW	4,4 %	Industrial	Calidad	R. Unido	Small-Cap
4	ADF Group Inc. NYSE:DRX	DRX	4,3 %	Industrial	Cíclico	Canadá	Micro-Cap
5	Helius Minerals Limited NYSE:HHH	HHH	4,2 %	Materias primas	Cíclico	Brasil	Small-Cap
6	Arrow Exploration Corp. NYSE:AXL	AXL	4,0 %	Petróleo y gas	Cíclico	Colombia	Micro-Cap
7	Tegnon AB NYSE:TEQ	TEQ	3,9 %	Industrial	Compounder	Suecia	Small-Cap
8	Regulus Resources Inc. NYSE:REG	REG	3,5 %	Materias primas	Cíclico	Canadá	Small-Cap
9	Evolution PowerX Corp. NYSE:E	E	3,4 %	Petróleo y gas	Cíclico	Canadá	Micro-Cap
10	iFabric Corp. NYSE:IFA	IFA	3,3 %	Industrial	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
11	SK hynix Inc. NYSE:HY9H	HY9H	3,3 %	Tecnología	Cíclico	Corea del Sur	Mega-Cap
12	Saturn Oil & Gas Inc. NYSE:SOIL	SOIL	3,3 %	Petróleo y gas	Cíclico	Canadá	Small-Cap
13	Propel Holdings Inc. NYSE:PRL	PRL	3,2 %	Financiero	Otros negocios	EE.UU.	Small-Cap
14	Pan American Silver Corp. NYSE:PAAS	PAAS	2,6 %	Materias primas	Cíclico	México	Large-Cap
15	Firan Technology Group Corp. NYSE:FTG	FTG	2,5 %	Aeroesp./Defensa	Compounder	Canadá	Small-Cap
16	AerSale Corporation NYSE:ASLE	ASLE	2,4 %	Aeroesp./Defensa	Cíclico	EE.UU.	Micro-Cap
17	D-Box Technologies Inc. NYSE:DBO	DBO	2,4 %	Consumo	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
18	Constellation Software NYSE:CSU	CSU	2,3 %	Tecnología	Compounder	Canadá	Large-Cap
19	Gatekeeper Systems Inc. NYSE:GSI	GSI	2,3 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
20	Alphamin Resources Corp. NYSE:AFM	AFM	2,0 %	Materias primas	Cíclico	R.D. Congo	Small-Cap
21	Total Energy Services Inc. NYSE:TOT	TOT	1,9 %	Petróleo y gas	Cíclico	Canadá	Small-Cap
22	Snipp Interactive Inc. NYSE:SPN	SPN	1,9 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
23	Borealis Mining Company Ltd. NYSE:BOGO	BOGO	1,8 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Micro-Cap
24	Valeura Energy Inc. NYSE:VLE	VLE	1,8 %	Petróleo y gas	Cíclico	Tailandia	Small-Cap
25	Progressive Planet Solutions Inc. NYSE:PLAN	PLAN	1,7 %	Industrial	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
26	BeWhere Holdings Inc. NYSE:BEW	BEW	1,7 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
27	Pulse Seismic Inc. NYSE:PSD	PSD	1,6 %	Petróleo y gas	Cíclico	Canadá	Micro-Cap
28	Barksdale Resources Corp. NYSE:BRD	BRD	1,6 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Micro-Cap
29	Biorem Inc. NYSE:BRM	BRM	1,5 %	Industrial	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
30	ZTEST Electronics Inc. NYSE:ZTE	ZTE	1,5 %	Industrial	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
31	NameSilo Technologies Corp. NYSE:URL	URL	1,4 %	Tecnología	Compounder	Canadá	Micro-Cap
32	Surge Energy Inc. NYSE:SGY	SGY	1,3 %	Petróleo y gas	Cíclico	Canadá	Small-Cap
33	Zoomd Technologies Ltd. NYSE:ZOMD	ZOMD	1,3 %	Tecnología	Otros negocios	Israel	Micro-Cap
34	Soliton Devices, Inc. NYSE:SODI	SODI	1,2 %	Aeroesp./Defensa	Calidad	EE.UU.	Micro-Cap
35	Baylin Technologies Inc. NYSE:BYL	BYL	1,2 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
36	Samsung Electronics (GDR pref.) XLON:SPSD	SPSD	1,1 %	Tecnología	Cíclico	Corea del Sur	Mega-Cap
37	Seascope Energy Asia PLC XLON:SEA	SEA	0,99 %	Petróleo y gas	Cíclico	Malasia	Micro-Cap
38	MDA Space Ltd. NYSE:MDA	MDA	0,84 %	Aeroesp./Defensa	Otros negocios	Canadá	Mid-Cap
39	iShares Russell 2000 ETF (opciones) NYSE:RSP	IWM	0,78 %	Financiero	Situación especial	EE.UU.	Large-Cap
40	Reklaim Ltd. NYSE:MYID	MYID	0,71 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
41	Global X Silver Miners ETF (opciones) NYSE:SIL	SIL	0,62 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Large-Cap
42	NameSilo Technologies Corp. NYSE:URLF	URLF	0,59 %	Tecnología	Compounder	Canadá	Micro-Cap
43	Thermal Energy International Inc. NYSE:TMG	TMG	0,54 %	Industrial	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
44	Amplify Jr Silver Miners (opciones) NYSE:SILJ	SILJ	0,46 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Large-Cap
45	VanEck Jr Gold Miners (opciones) NYSE:GDXJ	GDXJ	0,31 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Large-Cap
46	Bragg Gaming Group Inc. NYSE:BRAG	BRAG	0,17 %	Tecnología	Otros negocios	P. Bajos	Micro-Cap
47	VanEck Gold Miners (opciones) NYSE:GDX	GDX	0,14 %	Materias primas	Cíclico	EE.UU.	Large-Cap
48	Aurora Solar Technologies Inc. NYSE:ACU	ACU	0,11 %	Industrial	Situación especial	Australia	Micro-Cap
49	BeWhere Holdings Inc. NYSE:BEWF	BEWF	0,08 %	Tecnología	Otros negocios	Canadá	Micro-Cap
50	Liquidez CASH	CASH	3,1 %	Financiero	Calidad	España	Large-Cap
			100,0 %				

