

Glendale Equity — Carta trimestral: 1T26

Estimados inversores,

Nos alegra dirigirnos a vosotros en esta **primera carta trimestral** de Glendale Equity. Durante los primeros meses desde el lanzamiento del fondo hemos centrado nuestros esfuerzos en aplicar nuestra forma de invertir, identificar compañías que cumplan nuestros criterios y comenzar a construir la cartera. Queremos agradecer la confianza depositada en esta etapa inicial.

El arranque de 2026 ha estado marcado por un entorno de elevada incertidumbre geopolítica, con episodios de volatilidad que han afectado de forma desigual a mercados y sectores. Hemos visto tanto correcciones puntuales como ocasiones de inversión atractivas en compañías donde el valor fundamental permanece intacto.

Aprovechamos esta carta para explicar con transparencia nuestro proceso de inversión, los criterios que lo definen, cómo se traducen en la cartera y las principales tesis de las posiciones que la componen.

Proceso

En Glendale invertimos en compañías que cumplen simultáneamente cinco **criterios**: sencillez empresarial, solidez operativa, alineación accionarial, tesis trazable y valoración atractiva.

Buscamos negocios que puedan explicarse de forma cristalina. En la mayoría de los casos se trata de compañías con una única línea de actividad o con actividades estrechamente relacionadas, lo que facilita entender cómo generan ingresos.

Casi en su totalidad, las compañías en cartera cuentan con un **historial de beneficios probado**. Para ello, tomamos como referencia varios años de resultados consistentes, lo que nos permite centrarnos en negocios con una base operativa sólida.

Damos especial importancia a la **alineación de intereses**. Invertimos junto a familias, fundadores o equipos directivos con una participación significativa en el capital y una visión de largo plazo, convencidos de que esta alineación es clave para una adecuada asignación de capital.

Nuestras tesis se apoyan en un crecimiento de beneficios concreto y trazable en el tiempo. En cada caso, identificamos la principal palanca de creación de valor y las métricas que permiten seguir su evolución. Estas palancas suelen agruparse en unas pocas categorías recurrentes: aumento de capacidad, crecimiento de volumen, mejora de márgenes, aumento de la productividad o acciones corporativas como adquisiciones, recompras o desapalancamiento.

Por último, calibramos la **relación entre el potencial de revalorización y el riesgo asumido en cada inversión.** Buscamos situaciones en las que el potencial de ganancia supere claramente la pérdida asumible, de modo que la asimetría juegue a nuestro favor.

Cartera

Durante estos primeros meses nos hemos centrado en desplegar el capital de forma progresiva y en construir una cartera **concentrada.**

Hoy, el fondo está invertido aproximadamente en un **80%** en **15 compañías,** manteniendo el resto en liquidez. Las cinco principales posiciones representan en torno al **35%** del patrimonio, reflejando una mayor convicción en nuestras mejores ideas.

A continuación, presentamos las posiciones de la cartera y cómo nuestro proceso de inversión se refleja en cada una de ellas.

De criterios a cartera: nuestras posiciones

Compañía	Sencillez	Solidez	Alineación	Tesis	Asimetría
ROVI	Fabricante de inyectables y medicamentos	5/5	Familia López-Belmonte (60%)	2,5x; Capacidad (KPI: Utilización)	Elevada
Atalaya Mining	Minera de cobre	5/5	Equipo directivo (5%)	2,0x; Capacidad (KPI: Producción)	Excepcional
IPC	Productor de crudo	5/5	Familia Lundin (40%)	2,0x; Capacidad (KPI: Producción)	Atractiva
Lundin Mining	Minera de cobre	4/5	Familia Lundin (15%)	2,0x; Capacidad (KPI: Producción)	Atractiva
Ryanair	Aerolínea low-cost europea	3/5	Equipo directivo (5%)	1,5x; Capacidad (KPI: Flota)	Elevada
Gruma	Productor de tortillas y harina de maíz	5/5	Familia González Barrera (50%)	1,4x; Volumen Recompras (KPI: BPA)	Favorable
Inditex	Minorista de moda	5/5	Familia Ortega (60%)	1,5x; Productividad (KPI: Ventas/m ²)	Elevada
Quálitas	Aseguradora de automóviles	5/5	Familia Brockman (50%)	1,5x; Volumen (KPI: Primas)	Favorable
CCEP	Embotellador de bebidas	5/5	Familia Daurella (30%)	1,4x; Volumen Costes (KPI: Ventas, Margen)	Favorable
CIE Automotive	Proveedor de componentes de automoción	5/5	Familias Riberas y March (30%)	1,5x; Volumen Desapalancamiento (KPI: Ventas, Deuda/EBITDA)	Favorable
LDC	Productor avícola	5/5	Familias Lambert y Chancereul (55%)	1,4x; Volumen Adquisiciones (KPI: Ventas)	Atractiva
Virbac	Laboratorio de salud animal	5/5	Familia Dick (50%)	1,6x; Volumen Costes (KPI: Ventas, Margen)	Elevada
Spotify	Plataforma de audio en streaming	2/5	Fundadores (15%)	2,0x; Volumen Precio/Mix (KPI: Suscriptores, ARPU)	Atractiva
W. R. Berkley	Aseguradora de daños y responsabilidad	5/5	Familia Berkley (20%)	1,5x; Volumen Recompras (KPI: BPA)	Atractiva
Royalty Pharma	Comprador de royalties farmacéuticos	5/5	Fundador (15%)	1,6x; Volumen Adquisiciones (KPI: Royalties, Capital invertido)	Favorable

Todas las compañías incluidas cumplen simultáneamente los cinco criterios definidos, lo que nos permite mantener una estructura coherente con nuestro enfoque de inversión.

Tesis

ROVI (10%)

ROVI es una compañía dedicada a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos. A grandes rasgos, combina un negocio de fabricación para terceros (CDMO) con un negocio de comercialización de productos propios y bajo licencia. En nuestras estimaciones, CDMO representa en torno al 50% de las ventas y cerca del 70% del beneficio operativo del grupo.

La tesis se apoya en el crecimiento estructural del mercado de inyectables, impulsado por el desarrollo de productos biológicos —incluyendo biosimilares y medicamentos como los GLP-1— y por la creciente complejidad de los procesos de fabricación, que favorece la externalización hacia CDMOs especializados.

En este contexto, ROVI ha incrementado de forma muy significativa su capacidad en los últimos años. Entre 2022 y 2024 la duplicó, y prevé aumentarla en aproximadamente 1,5x adicional hasta 2026, hasta superar los 600 millones de jeringas precargadas. Parte de esta expansión ha sido financiada por clientes, pero las líneas son propiedad de ROVI, lo que le permite capturar el valor a largo plazo.

Esto debería traducirse en crecimiento de ingresos y una expansión relevante de márgenes. En nuestro escenario central, el EBITDA podría pasar de niveles cercanos a **€230m** en 2025 a más de **€600m** en 2030, a medida que se incrementa la utilización de la capacidad instalada, lo que situaría a la compañía en un nivel de rentabilidad significativamente superior al actual.

Atalaya Mining (8%)

Atalaya es una compañía que produce concentrado de cobre en España a través de su mina de Riotinto (Huelva).

El cobre es un metal esencial tanto para la economía tradicional como para la transición energética. Aunque en los últimos meses el precio se ha visto apoyado por nuevas fuentes de demanda como la inteligencia artificial, creemos que su valor fundamental

se apoya en un desequilibrio estructural entre oferta y demanda que debería sostener precios elevados durante varios años.

Atalaya nos permite capturar esa dinámica a través de un crecimiento de producción visible en el corto y medio plazo, apoyado en activos existentes y en proyectos de desarrollo ya identificados.

La compañía está desarrollando depósitos adyacentes a Riotinto, principalmente San Dionisio y Masa Valverde, que aportarán producción a partir de 2026 y 2028, respectivamente, con una contribución conjunta cercana a 10 kt. A esto se suma el desarrollo de una planta polimetálica, que podría aportar entre 20-30 kt adicionales a partir de 2027.

Este crecimiento se complementa con Touro (Galicia), una segunda mina cuyo desarrollo está previsto iniciarse en 2026 y que podría añadir en torno a 30 kt adicionales.

En conjunto, estas iniciativas deberían permitir aumentar la producción desde niveles actuales cercanos a **50 kt** hasta más de **100 kt** en los próximos años.

International Petroleum Corp. (7%)

IPC es un productor de crudo con activos en Canadá, Malasia y Francia.

A diferencia del cobre, el mercado del petróleo presenta un equilibrio relativamente ajustado entre oferta y demanda, donde pequeños desajustes pueden traducirse en movimientos relevantes del precio.

El principal motor es Blackrod, un proyecto de crudo pesado que transformará el tamaño del grupo. Está previsto que inicie producción en el 3T26 y, una vez alcanzado un ritmo estable, alcance una capacidad nominal de **30.000** barriles al día.

A partir de ahí, el crecimiento se articula en dos fases. La primera consiste en pasar de niveles actuales de **45.000** barriles equivalentes al día a **70.000**, impulsado principalmente por la entrada en operación y el aumento de producción de Blackrod.

La segunda vendría de una expansión adicional del proyecto. Aunque no está formalmente aprobada, creemos que tiene sentido económico y que es probable que termine desarrollándose. Ésta tendría una capacidad similar a la primera y, de

materializarse, acercaría a la compañía a niveles próximos a **100.000** barriles equivalentes al día, un tamaño que amplía claramente sus opciones estratégicas.

Lo relevante es que este crecimiento se apoya en un activo ya muy avanzado, con gran parte de la inversión realizada y una ejecución que, hasta la fecha, ha evolucionado en línea con lo previsto.

Lundin Mining (6%)

Lundin Mining es una minera de cobre con operaciones principales en Chile y Brasil, y proyectos de crecimiento en Chile y Argentina.

Compartimos la misma visión positiva sobre las dinámicas de oferta y demanda del cobre que en Atalaya. Sin embargo, en este caso la tesis se apoya en una lógica distinta.

Por un lado, los activos existentes permiten un crecimiento gradual mediante mejoras operativas y proyectos *brownfield* de baja intensidad de capital, lo que debería llevar la producción desde niveles actuales de **300-330 kt** hasta aproximadamente **350 kt** en los próximos años.

Por otro lado, el principal motor de crecimiento a medio plazo es Vicuña, el desarrollo conjunto de Josemaría y Filo del Sol, un proyecto de gran escala cuyo impacto en producción comenzará previsiblemente a materializarse a partir de la próxima década.

Este desarrollo debería permitir que la compañía supere las **600 kt** de producción anual de cobre, duplicando aproximadamente su tamaño actual. Además, el distrito de Vicuña se sitúa entre los mayores del mundo en recursos de cobre, oro y plata —top 10 en cobre y top 5 en oro y plata— lo que refleja la magnitud y la calidad del activo.

Vemos en Lundin una combinación de crecimiento visible en activos actuales y una opcionalidad significativa, difícil de encontrar en compañías de su tamaño.

Ryanair (5%)

Ryanair es la mayor aerolínea de Europa y el líder del segmento *low-cost*, con una cuota cercana al 20% de la capacidad.

Su ventaja competitiva se basa en una estructura de costes inferior a la del resto del sector, apoyada en una flota homogénea, alta utilización de activos y acuerdos

favorables con aeropuertos. Este modelo le permite operar con costes unitarios más reducidos y mantener elevados niveles de ocupación.

Además, esta ventaja debería reforzarse en un entorno donde la oferta seguirá limitada durante años por restricciones en la cadena de suministro de aviones y motores, favoreciendo a los operadores con balance sólido y visibilidad de entregas.

La compañía cuenta con un plan de crecimiento claro, comunicado al mercado. Prevé aumentar su flota desde **580** aviones en FY24 hasta **680** en FY29, lo que debería permitir incrementar el número de pasajeros desde **184** millones hasta **240** millones en el mismo periodo.

A nivel unitario, este crecimiento debería venir acompañado de una mejora relevante de la rentabilidad. Según nuestras estimaciones, el beneficio por pasajero podría pasar de niveles cercanos a **€10** en FY26 a **€14** en FY29, impulsado principalmente por una mejor absorción de costes, un menor consumo de combustible por pasajero y un aumento progresivo de los ingresos adicionales.

En el corto plazo, el comportamiento de la acción se ha visto afectado por factores exógenos como la incertidumbre geopolítica o la evolución del precio del combustible. En nuestra opinión, estos elementos han penalizado de forma puntual la cotización, generando un punto de entrada interesante en una compañía con una posición competitiva difícil de replicar.

Rentabilidad

Dado el escaso tiempo transcurrido desde el lanzamiento, la rentabilidad debe interpretarse con cautela.

Dicho lo cual, en 2026 la rentabilidad se sitúa en el **+1,8%**, mientras que desde inicio es del **-1,3%***.

Periodo	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	Acum.
2025										(1,3%)	(2,1%)	0,3%	(3,0%)
2026	3,4%	5,2%	(6,4%)										1,8%
Desde inicio													(1,3%)

*La rentabilidad desde inicio incluye un periodo inicial de despliegue progresivo del capital, con niveles de exposición reducidos durante los primeros meses.

Los meses de enero y febrero fueron positivos, apoyados en el comportamiento de varias de las principales posiciones. En marzo, el aumento de la incertidumbre geopolítica generó volatilidad en los mercados, lo que aprovechamos para incrementar posiciones en algunas compañías donde identificamos valor.

El fondo no cuenta con un índice de referencia oficial. No obstante, a efectos indicativos, el MSCI World registró una caída aproximada del **-3,9%** en el primer trimestre, reflejo de este entorno de mayor incertidumbre.

Cierre

Seguimos viendo valoraciones atractivas, lo que nos permite continuar incorporando nuevas compañías a la cartera de forma selectiva.

Nuestra intención es avanzar gradualmente hacia una cartera de máximo 20 posiciones y a un mayor nivel de inversión, manteniendo en todo momento la disciplina que ha guiado este inicio.

De cara a los próximos meses, seguiremos aprovechando las ineficiencias que surjan en el mercado para seguir construyendo sobre la evolución positiva del fondo en 2026, apoyándonos en una selección rigurosa de compañías y en una ejecución consistente del proceso de inversión.

La ficha mensual del fondo está disponible en nuestra web.

Un abrazo,

Javier Elosúa Rodríguez
Asesor de Glendale Equity