

Glendale Equity — Carta trimestral: 2T26

Estimados inversores,

Durante el segundo trimestre hemos seguido avanzando en la construcción de una cartera **concentrada**. El fondo continúa en fase de despliegue, pero cada vez se acerca más a la estructura que buscamos para Glendale.

El trimestre ha estado marcado por un entorno especialmente volátil. Muchas compañías registraron movimientos muy acusados a nivel individual, con cambios bruscos de percepción provocados por titulares y narrativas de corto plazo que, en muchos casos, llegaron a revertirse en cuestión de horas. En este contexto, creemos que es especialmente importante aislarse del ruido y mantener la disciplina de nuestro proceso de inversión. El trabajo previo realizado sobre las compañías que monitorizamos nos permitió aprovechar esa volatilidad para llevar a cabo varios movimientos de cartera, que detallamos a continuación.

Cartera

El fondo está invertido en torno al **80%** en **16 compañías**, manteniendo el resto en liquidez. Las cinco y diez principales posiciones representan en torno al **35%** y **60%** del patrimonio, respectivamente.

Durante el trimestre incorporamos una **nueva compañía** a la cartera, **Studsvik**, que pasa a ser nuestra decimosexta posición y cuya tesis de inversión desarrollamos más adelante.

Como comentamos en las fichas mensuales, incrementamos nuestra exposición a **ROVI**, **Royalty Pharma** y **Spotify**. En el caso de ROVI y Spotify, aprovechamos las caídas posteriores a la publicación de resultados, que, en nuestra opinión, reflejaban una sobre-reacción del mercado ante contratiempos coyunturales. En Royalty Pharma, el incremento respondió al proceso natural de construcción de la posición.

También aumentamos el peso en **Virbac**, tras una corrección cercana al 15% que, a nuestro juicio, no estuvo respaldada por un deterioro del negocio. Tras reunirnos con su CFO en mayo, reforzamos nuestra convicción en esta inversión.

En **Inditex** y **Ryanair** redujimos parcialmente la posición a medida que el consumo discrecional recuperaba algo de sentimiento y ambas compañías superaban nuestros

pesos objetivo. Del mismo modo, rebajamos la exposición a **Lundin Mining** cuando el peso conjunto de nuestras inversiones en cobre superó el umbral definido, de acuerdo con nuestro proceso de control de riesgos.

Por último, volvimos a incrementar nuestra posición en **International Petroleum Corp.** tras haber reducido previamente la posición de forma táctica durante la escalada del conflicto en Oriente Medio, periodo en el que la subida del precio del petróleo impulsó la cotización. Con la posterior normalización del mercado tras el acuerdo de paz y el anuncio de que Blackrod —su principal motor de crecimiento— alcanzará el *first oil* unos tres meses antes de lo previsto, consideramos que la compañía presenta nuevamente una valoración atractiva.

El resto de la información sobre la cartera puede consultarse en la [ficha mensual](#) correspondiente al cierre de junio.

Evolución

A nivel operativo, la mayoría de las compañías en cartera publicaron en línea o por encima de nuestras métricas de seguimiento. Las principales excepciones fueron **ROVI**, **Gruma** y **W. R. Berkley**.

En ROVI, la compañía comunicó que uno de sus clientes habría aplazado los volúmenes previstos en uno de los contratos anunciados, lo que retrasará la utilización de la nueva capacidad y, con ello, parte de la expansión de márgenes. Con todo, seguimos considerando que se trata de un cambio en el calendario de ejecución y no en la tesis de inversión.

En Gruma, los márgenes quedaron por debajo de nuestras expectativas. Nuestra lectura es que la debilidad continúa muy concentrada en el canal *foodservice* de Estados Unidos. Aunque Estados Unidos representa más del 50% de las ventas del grupo, el canal afectado supone aproximadamente un 20% de las ventas en ese mercado. El resto de geografías mantiene una evolución favorable, especialmente Europa, Centroamérica y Asia.

En W. R. Berkley, el crecimiento de primas fue algo inferior a lo esperado en un mercado que se está volviendo más competitivo. Sin embargo, el ratio combinado y el ROE se mantuvieron en niveles sólidos, evidenciando que la compañía sigue priorizando el crecimiento rentable.

Además de los resultados trimestrales, tuvieron lugar varias actualizaciones estratégicas centradas en el futuro de algunas de nuestras compañías.

Lundin Mining celebró su segundo Capital Markets Day, centrado principalmente en **Vicuña**, donde presentó un horizonte estratégico a diez años que aumenta la visibilidad sobre el crecimiento de producción y generación de caja. Además, la compañía destacó varias iniciativas de creación de valor más inmediatas, todavía no incorporadas en sus proyecciones financieras, que podrían aportar crecimiento adicional antes de la entrada en producción de Vicuña.

LDC presentó su nuevo plan estratégico 2026-2031, manteniendo un objetivo de crecimiento anual del 7-8%, apoyado a partes iguales en crecimiento orgánico y adquisiciones.

En **Spotify**, el Investor Day confirmó que la siguiente fase de creación de valor vendrá tanto de seguir aumentando el número de suscriptores como de una mejor monetización de su base de usuarios mediante un incremento del ARPU, la expansión del margen bruto y una reducción del *churn*.

En términos de contribución a la rentabilidad del fondo, los principales contribuidores del trimestre fueron **Atalaya Mining**, **LDC** y **Royalty Pharma**, apoyados en una buena evolución operativa y en una recepción favorable por parte del mercado. Entre los principales detractores destacaron **ROVI**, **IPCO** y **Gruma**. Mientras que ROVI y Gruma se vieron penalizadas tras publicar resultados por debajo de las expectativas, en IPCO la principal explicación fue la caída del precio del petróleo tras el alivio de las tensiones en Oriente Medio.

Tesis

Studsvik (Peso objetivo: c.5%)

Studsvik es una compañía sueca que presta servicios técnicos a la industria nuclear. Su actividad abarca el análisis de combustible y materiales, la gestión de residuos, el software para reactores, el desmantelamiento y la protección radiológica. Más recientemente, la adquisición de una compañía especializada en el desarrollo de proyectos de reactores modulares (SMRs) ha ampliado su oferta, permitiéndole participar en una parte aún mayor de la cadena de valor nuclear.

La tesis se apoya, en primer lugar, en el renovado interés por la energía nuclear. Tras años de escasa actividad, numerosos países han vuelto a situarla entre sus prioridades energéticas, impulsando tanto la extensión de vida de reactores existentes como el desarrollo de nueva capacidad. Creemos que esta tendencia debería traducirse en un crecimiento sostenido de la demanda de los servicios especializados que presta Studsvik.

Además, la compañía cuenta con **activos difíciles de replicar**. Su origen está ligado al antiguo laboratorio nuclear nacional sueco, lo que le ha permitido heredar infraestructura, permisos y conocimiento técnico que serían muy complejos de construir hoy desde cero. En un sector altamente regulado, estas barreras de entrada representan una enorme ventaja competitiva.

Más allá del entorno sectorial, la segunda parte de la tesis reside en la propia compañía. Studsvik cuenta con tres divisiones de perfiles muy distintos: un negocio centrado en análisis de combustible, materiales y gestión de residuos (**FMWT**), otro de software para reactores (**Scandpower**) y un tercero de desmantelamiento y protección radiológica (**DRPS**). Esta combinación permite capturar distintas fuentes de crecimiento dentro de la cadena de valor nuclear, con perfiles de rentabilidad, intensidad de capital y escalabilidad muy diferentes.

Finalmente —y de vital importancia en nuestra decisión de inversión—, la situación accionarial ha cambiado de forma significativa. **Armada y Segra**, dos inversores con amplia experiencia en el sector nuclear, han entrado casi simultáneamente en el capital, controlando aproximadamente un 30% y un 10% de la compañía, respectivamente. Con su llegada, se ha renovado el Consejo de Administración con perfiles de reconocido prestigio dentro de la industria nuclear. Tras contrastar nuestro análisis con Armada, reforzamos nuestra convicción en la tesis y creemos que Studsvik afronta una nueva etapa, con una hoja de ruta mucho más ambiciosa en crecimiento, rentabilidad y asignación de capital.

Según nuestros números, la compañía podría **más que duplicar su beneficio operativo** en los próximos años si logra acelerar su crecimiento por encima del objetivo actual y elevar progresivamente los márgenes hacia niveles de doble dígito. En crecimiento, serán claves la expansión en Estados Unidos —el mayor mercado nuclear del mundo— y una mejor monetización de Scandpower mediante la ampliación de su línea de producto y la venta de más módulos a clientes existentes. En márgenes, el recorrido debería venir de una mayor escala en Scandpower, una mayor utilización de los equipos en FMWT y la mejora progresiva de DRPS, donde la compañía ya está

reduciendo actividades de menor rentabilidad y reasignando recursos hacia servicios de mayor valor añadido.

Aunque la acción ha reaccionado muy positivamente desde la entrada de los nuevos accionistas, creemos que la valoración todavía no refleja la mejora operativa que podría alcanzar la compañía. Si Studsvik logra transformarse en **uno de los pocos pure players cotizados** de servicios técnicos para la industria nuclear, con un perfil de rentabilidad superior y un accionista de referencia plenamente alineado con los minoritarios, creemos que el mercado terminará reconociendo ese cambio de calidad.

Pocas compañías reúnen simultáneamente una **exposición tan directa al renacimiento de la energía nuclear, activos difíciles de replicar, una oportunidad de mejora operativa y una base accionarial tan alineada** con nuestra filosofía de inversión.

Rentabilidad

Tras apenas unos meses desde el lanzamiento, la rentabilidad acumulada sigue siendo poco representativa de lo que aspiramos a conseguir a largo plazo.

Por ahora, el foco continúa estando en desplegar el capital de manera inteligente e incorporar compañías que cumplan todos nuestros criterios. Seguimos convencidos de que, en un periodo tan corto, **el proceso prima sobre la rentabilidad obtenida**.

En lo que va de 2026 la rentabilidad se sitúa en el **+3,8%**, mientras que desde inicio es del **+0,6%***.

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%)	1,2%	2,1%	(1,4%)							3,8%
Desde inicio													0,6%

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

Cierre

Volviendo al tema de la volatilidad que mencionábamos al inicio de la carta, James Hanbury, gestor de Lancaster Investment Management, lo expresa francamente bien en *Stock Market Maestros*:

"Volatility often reflects the market not knowing a company particularly well. And that is why our highest alpha generating returns come from our most volatile positions."

Nos sentimos plenamente identificados con esta visión. En muchas ocasiones, la volatilidad refleja la dificultad del mercado para valorar compañías, sobre todo cuando el foco está puesto en los próximos trimestres. Nuestro objetivo no es anticipar cada resultado trimestral, sino mantener la paciencia suficiente para analizar cómo puede evolucionar un negocio durante los próximos cinco años.

Esto implica aceptar que algunas de nuestras mejores inversiones serán también las más volátiles. No siempre resulta cómodo, pero creemos que forma parte del precio a pagar por invertir con un horizonte temporal más largo que el de la media del mercado.

No creemos que sea casualidad que varias de nuestras principales posiciones —como **Atalaya Mining**, **Ryanair** o **ROVI**— sean también algunas de las compañías más volátiles de la cartera.

Un abrazo,

Javier Elosúa Rodríguez
Asesor de Glendale Equity